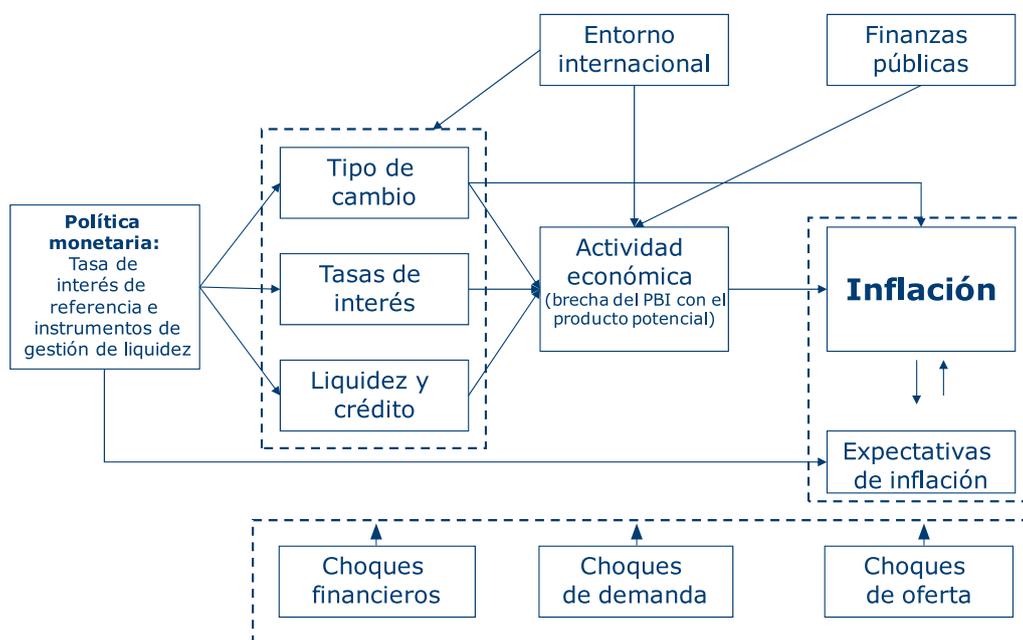


REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2012-2014

Diciembre 2012



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

REPORTE DE INFLACIÓN
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:
Panorama actual y
proyecciones macroeconómicas 2012-2014

Diciembre 2012

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	6
I. Escenario internacional	11
II. Actividad económica	31
III. Balanza de pagos	51
IV. Finanzas públicas	69
V. Política monetaria	83
VI. Inflación	103
VII. Balance de riesgos	117

RECUADROS

1. Ajuste fiscal en Estados Unidos	29
2. Balance oferta - demanda del sector eléctrico: 2013 - 2014	48
3. La Alianza del Pacífico como iniciativa de integración regional	65
4. Multiplicadores fiscales contingentes al estado de la economía	80
5. Choques de oferta y política monetaria	98
6. Medidas regulatorias recientes de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP	100

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

Prólogo

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





Resumen

- i. La actividad económica mundial muestra a nivel agregado ciertas señales de estabilización, como la tasa de crecimiento de 2,7 por ciento en el tercer trimestre y la recuperación de los índices globales de manufactura y servicios. Sin embargo, a nivel regional se aprecian disparidades. Por un lado, Estados Unidos mantiene un crecimiento moderado, China aumenta su tasa de crecimiento en el cuarto trimestre; mientras que, de otro lado, las perspectivas de la Eurozona, Japón e India se han deteriorado.

En el caso de la Eurozona, indicadores recientes muestran señales de desaceleración en las exportaciones y el consumo de sus principales economías, como Alemania y Francia. A ello habría que agregar que, salvo excepciones como Alemania, los países están ejecutando programas de ajuste que implicarán un impulso fiscal negativo en 2013.

En este escenario, la proyección de crecimiento mundial para el año 2013 se ha revisado a la baja de 3,5 a 3,2 por ciento.

- ii. La demanda interna compensó la desaceleración de nuestras exportaciones en este escenario internacional adverso. En efecto, en el tercer trimestre de 2012 se aceleró el crecimiento del PBI, pasando de una tasa de 6,1 por ciento en el segundo trimestre a 6,5 por ciento en el tercero, comportamiento asociado a la evolución de la demanda interna, principalmente la inversión privada, en un contexto de expectativas domésticas favorables.

Considerando el crecimiento observado durante el año se ha revisado la proyección para el año 2012 de 6,0 a 6,3 por ciento. Para los años 2013 y 2014 se contempla una mejora de los términos de intercambio. Para el período 2013-2014 se contempla una moderación del crecimiento de la demanda interna y una recuperación de las exportaciones netas. El impulso que continuaría brindando la construcción a la actividad económica está llevando a ajustar al alza la proyección de PBI de 2013 de 6,0 a 6,2 por ciento. Para el año 2014 se mantiene la proyección de crecimiento en 6,3 por ciento, impulsado por la puesta en operación de proyectos de inversión.

- iii. Para 2012 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 3,7 por ciento del PBI, menor en 0,2 puntos porcentuales a lo previsto en el Reporte de setiembre, por una menor disminución en los términos de intercambio y por los mayores volúmenes de exportación de productos no tradicionales observados, principalmente de productos agropecuarios y sidero-metalúrgicos.

Para 2013 y 2014 se proyecta también un menor déficit en cuenta corriente con respecto al Reporte de setiembre (de 4,1 a 3,7 por ciento del PBI y de 3,8 a 3,4 por ciento del PBI, respectivamente). Esta revisión refleja el mayor flujo en la balanza comercial asociado a la mejora en los términos de intercambio, lo que sería

parcialmente atenuado por los mayores egresos por renta de factores, producto de las mayores utilidades generadas en el país por parte de empresas no residentes.

Durante el presente año se ha registrado un mayor influjo de capitales externos bajo la forma de colocaciones de bonos en el exterior por parte de sector privado (entidades financieras y no financieras), dada la coyuntura de alta liquidez internacional y la demanda de activos de países con mejores perspectivas de crecimiento. Las proyecciones asumen que se mantiene este comportamiento en el futuro cercano, a lo cual se agregarían las emisiones en el exterior de entidades públicas como la Municipalidad de Lima, COFIDE y Mivivienda.

- iv. La previsión de gasto no financiero del gobierno general para el año 2012 es menor que la presentada en el Reporte de setiembre, por cuanto el ritmo de gasto continúa siendo menor al esperado, en particular, a nivel de gobierno nacional. Este menor gasto no financiero explica la revisión al alza del superávit fiscal para este año de 1,5 por ciento a 2,0 por ciento del PBI. Para 2013 y 2014 se mantienen las proyecciones del Reporte de setiembre de superávit fiscal de 1,1 por ciento del PBI para ambos años, con un total de gasto que toma en cuenta los niveles considerados en el Marco Macroeconómico Multianual.
- v. En línea con lo previsto, la inflación anual retornó al rango meta, reflejando la reversión de los factores de oferta que afectaron los precios de alimentos desde mediados del año pasado. Así, la inflación anual se ha reducido de 3,74 por ciento en setiembre a 2,66 por ciento en noviembre.
- vi. En este contexto, el Directorio del Banco Central decidió mantener la tasa de referencia de la política monetaria en 4,25 por ciento, nivel observado desde mayo de 2011. En este período, los comunicados de política monetaria destacaron siempre el carácter temporal del desvío de la meta, dado su origen en factores de oferta y el sostenimiento de las expectativas inflacionarias dentro del rango meta. Con la finalidad de mantener un ritmo sostenible de crecimiento del crédito, el Directorio del Banco Central aprobó incrementos de las tasas de encajes de obligaciones bancarias en moneda nacional y en moneda extranjera.
- vii. En el escenario central de proyección, se espera que la tasa de inflación se mantenga dentro del rango meta y que converja gradualmente a 2,0 por ciento. Este escenario considera que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a incrementos significativos en los precios de *commodities* y que las expectativas de inflación se reducirían a 2 por ciento en el horizonte de proyección. La proyección de inflación para los años 2013 y 2014 se ubica alrededor de 2 por ciento.
- viii. El balance de riesgos es **neutral** para la proyección de la inflación de fines de 2014. Con la información disponible hasta la fecha, se percibe que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se encuentre por encima.





- ix. Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son, por un lado, de origen externo, vinculados con la contingencia del desencadenamiento de una crisis financiera internacional y, por otro lado, de origen doméstico, en un contexto de menor crecimiento de la demanda interna por una demora en la ejecución de proyectos de inversión.

a. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.

Se mantiene una alta incertidumbre en los mercados internacionales, aunque menor al último Reporte de Inflación. Entre los riesgos más importantes se tiene el abismo fiscal en Estados Unidos y un agravamiento del problema de deuda en la Zona Euro. La materialización de estas contingencias conllevaría a un escenario, menos severo, que el de finales de 2008, con una caída de la actividad económica mundial acompañada de una reducción de los términos de intercambio. Además, el incremento de la incertidumbre global podría desencadenar una salida repentina y masiva de capitales externos.

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

b. Menor crecimiento de la demanda interna.

En este escenario se contempla la posibilidad de aplazamiento y cancelación de proyectos de inversión. Ello generaría un menor dinamismo de la demanda agregada y, en el corto plazo, un ritmo de crecimiento de la economía por debajo del crecimiento potencial que generaría presiones a la baja en la inflación.

En este escenario, el Banco Central incrementaría el estímulo monetario buscando que la inflación se ubique dentro del rango meta en el horizonte de proyección.

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

c. Mayores entradas de capitales.

La alta disponibilidad de liquidez en los mercados internacionales junto con las escasas opciones de inversión atractivas en un contexto de gran incertidumbre global, podrían promover la entrada de capitales extranjeros a economías

emergentes con buen desempeño como el Perú. Por un lado, un mayor flujo de capitales aceleraría la expansión del crédito, estimulando la demanda agregada y la inflación. Por otro lado, ejercería presiones apreciatorias sobre el sol, que se traducirían en una menor inflación doméstica. Se estima que el efecto neto de una mayor entrada de capitales sobre la inflación es ligeramente positivo.

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria y sus instrumentos de política macroprudencial como las tasas de encajes.

d. Inflación importada y condiciones climáticas adversas.

De modo similar a lo contemplado en el Reporte de Inflación de setiembre aunque con menor probabilidad, se considera el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, dado el temor por una agudización de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. De materializarse este riesgo, las presiones inflacionarias globales se elevarían. En el ámbito doméstico, se mantiene el riesgo de que condiciones climáticas podrían afectar el normal desarrollo de la producción y el abastecimiento de productos alimenticios (agrícolas, principalmente). Además, se considera el riesgo de los límites en la capacidad de generación eléctrica, que podría ocasionar problemas de racionamiento de electricidad.

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





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2010	2011	2012 ^{1/}		2013 ^{1/}		2014 ^{1/}	
			RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12
Var. % real								
1. Producto bruto interno	8,8	6,9	6,0	6,3	5,8 - 6,2	6,0 - 6,4	6,0 - 6,5	6,0 - 6,5
2. Demanda interna	13,1	7,2	7,1	7,5	6,2	6,3	6,3	6,3
a. Consumo privado	6,0	6,4	5,8	5,8	5,5	5,7	5,7	5,7
b. Consumo público	10,0	4,8	8,7	7,6	5,7	7,6	5,8	6,2
c. Inversión privada fija	22,1	11,7	13,5	14,7	8,2	8,2	8,2	8,2
d. Inversión pública	27,3	-17,8	23,7	23,4	14,3	15,2	11,0	11,7
3. Exportaciones de bienes y servicios	1,3	8,8	3,3	5,5	7,7	7,7	9,4	9,1
4. Importaciones de bienes y servicios	24,0	9,8	9,0	11,2	8,1	7,5	8,9	8,9
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	4,6	3,6	2,7	2,6	3,0	2,7	3,3	3,3
Nota:								
Brecha del producto ^{2/} (%)	0,1	0,8	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5	-0,5 ; +0,5
Var. %								
6. Inflación proyectada	2,1	4,7	3,0	2,8	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	28,7	19,6	0,5	-0,8	0,0	-4,6	0,0	0,0
8. Tipo de cambio nominal ^{3/}	-2,1	-4,3	-5,1	-4,9	-0,4	-1,0	0,0	-1,0
9. Tipo de cambio real multilateral ^{3/}	-3,0	-5,8	-8,9	-7,5	-1,1	-1,0	1,6	-0,5
10. Términos de intercambio	17,9	5,4	-6,6	-5,1	-2,1	-0,5	0,4	1,0
a. Índice de precios de exportación	29,9	20,0	-5,2	-4,1	-2,1	-1,9	1,5	1,9
b. Índice de precios de importación	10,1	13,8	1,4	1,0	0,1	-1,5	1,1	0,9
Var. % nominal								
11. Circulante	25,4	12,9	14,0	15,1	13,0	13,4	13,4	13,2
12. Crédito al sector privado ^{4/}	21,0	19,6	14,0	15,3	12,5	14,5	12,7	13,0
% PBI								
13. Tasa de inversión bruta fija	25,1	24,1	26,6	26,8	27,5	27,5	28,1	28,1
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-2,5	-1,9	-3,9	-3,7	-4,1	-3,7	-3,8	-3,4
15. Balanza comercial	4,4	5,3	1,8	2,2	1,3	1,8	1,6	2,3
16. Financiamiento externo bruto del sector privado ^{5/}	8,7	6,8	7,9	8,9	5,8	6,2	5,7	5,6
17. Ingresos corrientes del gobierno general	20,0	21,0	21,4	21,5	21,7	21,7	21,7	21,7
18. Gastos no financieros del gobierno general	19,2	18,1	19,1	18,7	19,5	19,5	19,6	19,6
19. Resultado económico del sector público no financiero	-0,3	1,9	1,5	2,0	1,1	1,1	1,1	1,1
20. Saldo de deuda pública total	23,3	21,2	20,0	19,5	18,6	18,6	17,2	17,2

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

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

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

I. Escenario internacional

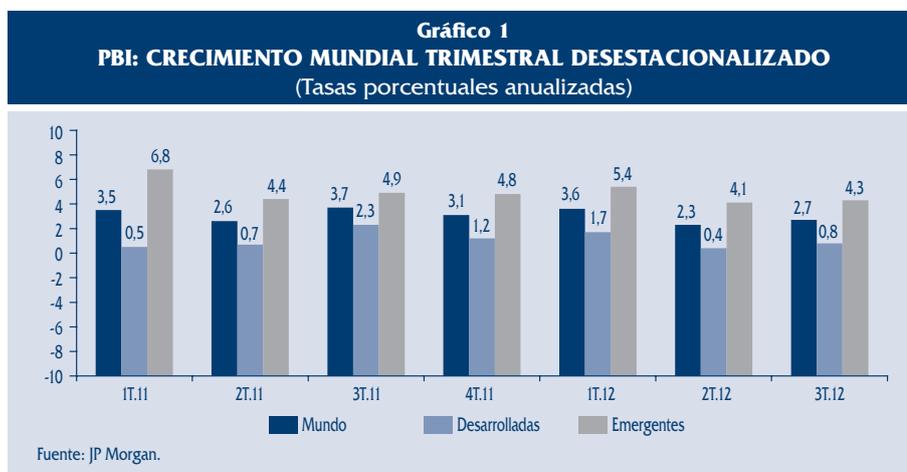
Actividad económica

- Desde el Reporte de Inflación de setiembre se tomaron acciones decididas de los bancos centrales de Estados Unidos y de la Eurozona para reducir la incertidumbre asociada a la situación fiscal en dichas economías. De esta forma, la FED en su reunión de setiembre anunció un programa de compras de títulos hipotecarios titulizados (MBS) por US\$ 40 mil millones mensuales por un plazo indefinido o hasta se clarifique la recuperación del empleo a niveles sostenibles. Adicionalmente, la FED anunció en su reunión de diciembre que al término de su programa de extensión de plazos de títulos del tesoro al cierre de este año (“*operation twist*” por US\$ 45 mil millones mensuales), iniciará un nuevo programa de compras de dichos títulos, inicialmente por montos similares.

Por otro lado, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que iniciaría la compra de bonos públicos en economías con problemas fiscales, con la condición de la adopción de un programa con el monitoreo conjunto del BCE, el FMI y la Unión Europea (“*Troika*”). Este anuncio redujo significativamente el riesgo de un evento de deuda en España e Italia, y con ello el costo financiero de nuevos desembolsos de deuda pública.

Por su parte, la economía china empezó a mostrar una recuperación del sector manufacturero por efecto de los programas de expansión monetaria caracterizados por reducciones en el encaje y en las tasas de interés, así como, de la expansión fiscal en los gastos de infraestructura.

Se estima que la actividad económica mundial creció 2,7 por ciento en el tercer trimestre. Las economías emergentes han mostrado una ligera recuperación revirtiendo la tendencia del trimestre previo. En el caso de China, se han registrado resultados favorables que excedieron los valores esperados por el mercado.





Los indicadores recientes de actividad han tenido resultados mayores a los esperados en el caso de Estados Unidos y, en el caso de Europa y Japón han mostrado datos por debajo a lo esperado.

Cuadro 1 INDICADORES DE ECONOMÍA MUNDIAL				
Indicadores	Fecha	Datos		
		Ejecutado	Esperado	Previo
Estados Unidos				
Índice de actividad de servicios	nov	54,7	53,5	54,2
Índice de actividad de manufactura	nov	49,5	51,4	51,7
Tasa de desempleo (%)	nov	7,7	7,9	7,9
Venta de viviendas de segunda (var. % mensual)	oct	2,1	-0,2	-2,9
Ventas minoristas (var. % mensual)	nov	0,3	0,5	-0,3
Eurozona				
Índice de actividad de servicios	nov	46,7	46,0	46,0
Índice de actividad manufacturera	nov	46,2	45,6	45,4
Tasa de desempleo (%)	oct	11,7	11,7	11,6
Producción industrial (var. % mensual)	oct	-1,4	0,0	-2,3
Ventas minoristas (var. % mensual)	oct	-1,2	-0,2	-0,6
Japón				
Índice de actividad de manufactura	nov	46,5	-	46,9
Índice Líder, preliminar	oct	92,5	91,9	91,6
Pedidos de construcción (var. % anual)	oct	-13,8	-	3,6
Producción industrial (var. % mensual)	oct	1,6	-2,0	-4,1
Ventas minoristas (var. % mensual)	oct	0,7	1,0	-3,5
China				
Índice de actividad de manufactura	nov	50,6	50,8	50,2
Producción industrial (var. % anual)	nov	10,1	9,8	9,6
Exportaciones (var. % anual)	nov	2,9	9,0	11,6
Importaciones (var. % anual)	nov	0,0	2,0	2,4
Ventas minoristas (var. % anual)	nov	14,9	14,6	14,5

Fuente: Bloomberg.

2. Otros indicadores recientes –como los índices globales de manufactura y servicios– muestran cierta recuperación. El índice de servicios –que refleja la dinámica de la demanda doméstica– se ha mantenido en la zona de expansión, mientras que el índice de manufactura se ha recuperado aunque aún en la zona de contracción (por debajo del nivel de 50). De otro lado, los mercados financieros muestran cierta mejora luego del anuncio de los principales bancos centrales de mantener los estímulos monetarios por un período prolongado.



- En **Estados Unidos**, el crecimiento del tercer trimestre de 2,7 por ciento anual y los indicadores recientes muestran una recuperación moderada del consumo en un contexto de lenta recuperación del mercado laboral. En los últimos tres meses se han creado 416 mil nuevos puestos de trabajo con lo cual se acumula una ganancia de 4 533 mil puestos desde enero 2010 (equivalente al 53 por ciento de los puestos perdidos durante la crisis). Asimismo, la tasa de desempleo ha descendido a 7,7 por ciento en noviembre.



Otros factores que explican esta tendencia en el consumo son la estabilización en el precio de las viviendas, una normalización gradual de las condiciones crediticias y la culminación del proceso de desapalancamiento de las familias. El consumo de bienes durables se ha mantenido como el componente más dinámico ante un mayor gasto en vehículos (y partes) y bienes recreacionales.

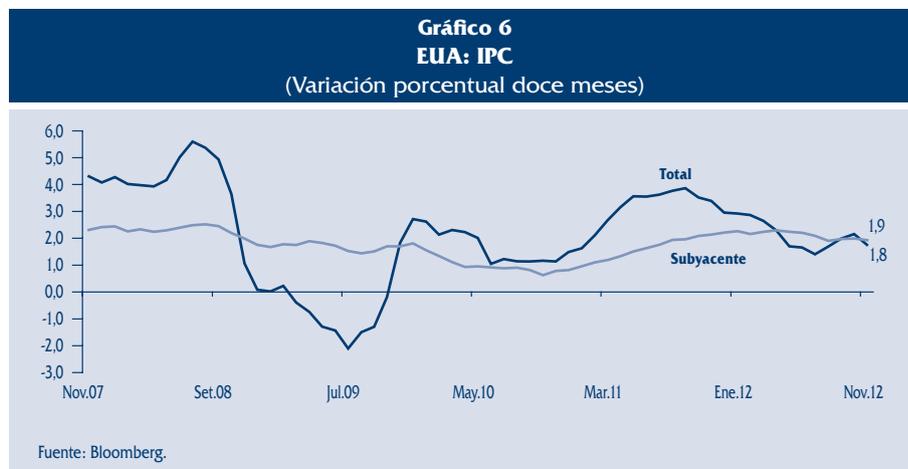
Por el lado de la inversión, se observa una mejora en la inversión residencial en un contexto de precios estables, reducción de inventarios de viviendas, mejora en la confianza de los constructores e incremento de los permisos de construcción.





Las medidas anunciadas por la FED ayudarían a consolidar esta tendencia en la demanda privada. Frente a la débil situación de la economía, la FED en setiembre anunció un programa de compras de títulos hipotecarios titulizados (MBS) por US\$ 40 mil millones mensuales por un plazo indefinido o hasta se clarifique la recuperación del empleo a niveles sostenibles. Adicionalmente, anunció en diciembre un programa de compras de títulos a largo plazo, lo que junto con el MBS implicará compras de títulos por US\$ 85 mil millones mensuales.

La FED también ha anunciado que la actual política de bajas tasas de interés se mantendrá mientras el desempleo se ubique por encima de 6,5 por ciento, la proyección de inflación por debajo de 2,5 por ciento (equivalente a la meta de largo plazo de 2,0 por ciento, más 0,5 por ciento) y las expectativas de inflación se mantengan ancladas. Cabe mencionar que los anuncios mencionados se dan en un contexto de presiones inflacionarias controladas. En noviembre la inflación total anual se ubicó en 1,8 por ciento mientras que la subyacente en 1,9 por ciento.

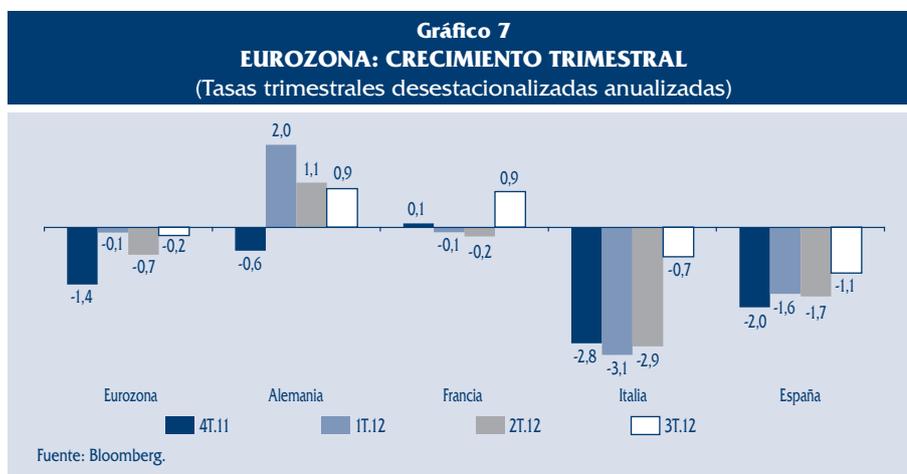


4. La **Eurozona** ha mostrado una caída de 0,2 por ciento en el tercer trimestre, disminuyendo el ritmo de contracción del trimestre anterior. Sin embargo, los indicadores recientes muestran señales de desaceleración en las principales economías, como Alemania y Francia, ante la caída del ritmo de crecimiento de sus exportaciones y el deterioro de la confianza de los consumidores, componentes de la demanda que han venido explicando la recuperación observada hasta el tercer trimestre. Asimismo, salvo contados casos como Alemania, los países están ejecutando programas de consolidación presupuestal que implicarán un impulso fiscal negativo en 2013.

En setiembre, en su reunión de política monetaria, el BCE informó que las nuevas compras de bonos soberanos (OMT) serían de títulos de corto plazo (no mayor a 3 años), potencialmente ilimitadas y totalmente esterilizadas. Además informó que los países que las soliciten requerirán de la condicionalidad de un programa total (de Ajuste Macroeconómico) o preventivo (Línea de Crédito con Condicionalidad Reforzada) con los fondos de rescate (EFSF/ESM). Este nuevo programa de compras buscaría corregir la excesiva prima por riesgo que algunos países vienen enfrentando y la no operatividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Asimismo, durante setiembre y octubre se debatió sobre los mecanismos de supervisión bancaria y sobre la coordinación fiscal a nivel regional. Se postergó la fecha para el establecimiento y operatividad del regulador bancario único de la Eurozona (para luego de enero 2013), condición necesaria para que el fondo de rescate europeo permanente (ESM) participe directamente en la recapitalización bancaria de la Eurozona.

En el caso de las economías con problemas de deuda, éstas ya vienen registrando más de cuatro trimestres consecutivos de contracción afectadas por las condiciones desfavorables de crecimiento, el elevado desempleo y los ajustes fiscales que, en muchos casos, han superado las previsiones iniciales.





Luego de varios meses de negociación, a fines de noviembre los líderes de la UE y el FMI llegaron a un acuerdo sobre los nuevos términos del Programa griego (con dos años más de extensión), iniciando así el proceso para la liberación del segundo tramo de ayuda del programa que fue suspendido por la coyuntura electoral (desde el segundo trimestre del año).

El programa considera los siguientes elementos: (a) la recompra de bonos privados realizada en diciembre por un valor nominal de € 31,9 mil millones con un precio promedio de € 33,8 centavos; (b) la extensión de los plazos de los préstamos bilaterales de la UE y de los del EFSF por 15 años; (c) la reducción de los intereses de los préstamos bilaterales de la UE por un total de 100 pbs a realizarse en dos fases; (d) el recorte de las comisiones pagadas al EFSF en 10 pbs; (e) la postergación de los pagos de intereses al EFSF por 10 años; (f) el reembolso, a partir de 2013, de las utilidades del BCE y de los bancos centrales nacionales producto del mantenimiento de los bonos soberanos griegos adquiridos bajo el antiguo programa de compra de bonos soberanos (*Securities Market Programme – SMP*). Todos estos beneficios están condicionados a la implementación de las reformas para conseguir una reducción sostenible y creíble del ratio de deuda.

En el caso del gobierno español, hasta la fecha no ha solicitado un programa de rescate soberano que logre activar las compras del BCE (OMT). Sin embargo, el mercado sigue descontando que a la larga el país tendría que optar por un programa de rescate soberano dado que el costo de financiamiento, si bien se ha reducido, sigue siendo muy elevado.

Respecto a la banca española, a fines de setiembre, se difundió el segundo estudio sobre sus requerimientos de capital, los que serían de € 53,7 mil millones bajo el escenario adverso. El primer estudio reveló un déficit de capital entre € 55-60 mil millones. En este contexto, el gobierno español y la UE confirmaron que la asistencia de la Eurozona para la recapitalización bancaria española sumaría € 39,5 mil millones (del máximo aprobado por € 100 mil millones).

5. En **Japón**, la economía se contrajo 0,9 por ciento en el tercer trimestre (equivalente a una tasa anualizada de 3,5 por ciento), registrándose caídas tanto en la demanda doméstica (0,2 por ciento) como externa (0,7 por ciento). El impulso derivado de los gastos de reconstrucción ha sido más que contrarrestado por la caída de la demanda privada y la demanda externa. En el primer caso, el consumo se vio afectado por la culminación de los subsidios a la compra de automóviles mientras que las exportaciones netas disminuyeron por la desaceleración económica global y por el conflicto con China (las exportaciones a China representan alrededor del 20 por ciento de las exportaciones totales). Se estima para el año 2012 un crecimiento de 1,6 por ciento, por debajo de lo estimado en el reporte anterior.
6. Entre las **economías emergentes**, China continúa mostrando las tasas de crecimiento más altas. Tras la desaceleración de los tres últimos trimestres, los indicadores recientes de China apuntan a una estabilización del nivel de actividad económica. En noviembre el ritmo anual de crecimiento de la producción industrial y de ventas minoristas continuaron

aumentando, mientras que el desempeño del comercio exterior se mantuvo débil. La inversión, por su parte, muestra una recuperación gradual, apoyada en los proyectos de infraestructura lanzados por el gobierno para atenuar la desaceleración.

Cuadro 2
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

	2011	2012						
	Dic.	Mar.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.
Índice PMI de manufactura (50 nivel neutral)	50,3	53,1	50,2	50,1	49,2	49,8	50,2	50,6
Producción Industrial (var.% 12 meses)	12,8	11,9	9,5	9,2	8,9	9,2	9,6	10,1
Inversión en activos fijos (var.% 12 meses)	23,8	20,9	20,4	20,4	20,2	20,5	20,7	20,7
Ventas minoristas (var.% 12 meses)	18,1	15,2	13,7	13,1	13,2	14,2	14,5	14,9
Exportaciones (var.% 12 meses)	13,4	8,9	11,3	1,0	2,7	9,9	11,6	2,9
Importaciones (var.% 12 meses)	11,8	5,3	6,3	4,7	-2,6	2,4	2,4	0,0
Nuevos préstamos (miles millones de yuanes)	641	1 010	920	540	704	623	505	523
Inflación (var.% 12 meses)	4,1	3,6	2,2	1,8	2,0	1,9	1,7	2,0

Fuente: Bloomberg.

Debido a lo señalado, se espera que a partir del cuarto trimestre la economía china muestre señales de recuperación. Se proyecta un crecimiento de 7,6 por ciento para el 2012 y de 8,0 por ciento en 2013. En 2014, la economía china volvería a crecer a tasas superiores a 8 por ciento.

En el mediano plazo, apoyado por los cambios políticos recientes, se espera un proceso de reforma para reequilibrar la economía en favor del consumo, liberalizar las tasas de interés para mejorar la asignación de recursos, y abrir gradualmente el mercado de capitales.

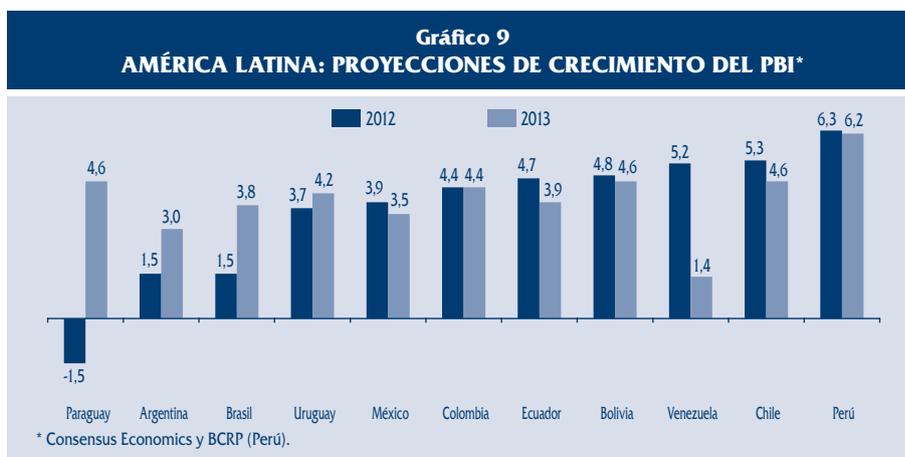
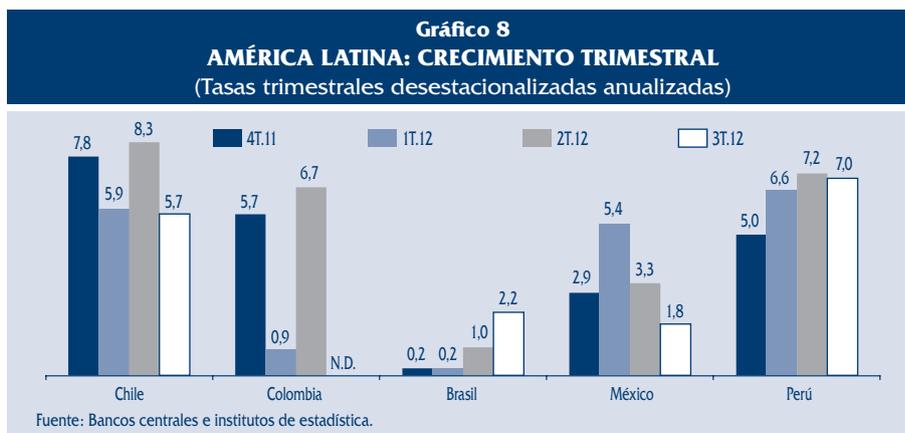
7. **India**, por su parte, ha mostrado un crecimiento inferior al esperado. El descenso de la demanda externa ha sido agravado por una desaceleración del consumo y un deterioro del clima de negocios, en un contexto de incertidumbre doméstica asociado con disputas políticas sobre la aprobación de un paquete de reformas económicas, presiones inflacionarias persistentes y depreciación de la rupia. En esta situación, se proyecta un crecimiento de 5,5 por ciento en 2012, por debajo del promedio de años anteriores. Por otro lado, se espera que la resolución de los problemas fiscales (se estima que el déficit fiscal para el 2012 sería del orden de 9,5 por ciento del PBI) y el mejoramiento del contexto global lleven a una tasa de 6,6 por ciento en 2013 y 7,0 por ciento en 2014.
8. En **Europa del Este**, los datos macroeconómicos confirmaron que países como Hungría y República Checa profundizaron su recesión, mientras otros como Rusia y Polonia redujeron el elevado crecimiento que habían mostrado desde la recuperación de la crisis financiera internacional. En este contexto, exceptuando a Rusia, los bancos centrales vienen implementando recortes de tasas de interés, medidas que se espera continúen hasta mediados del próximo año, cuando se espera que el proceso de ralentización económica haya cedido. En este contexto, se ha revisado a la baja el crecimiento de 2013 de Rusia (de 4,0 a 3,5 por ciento), debido al debilitamiento de



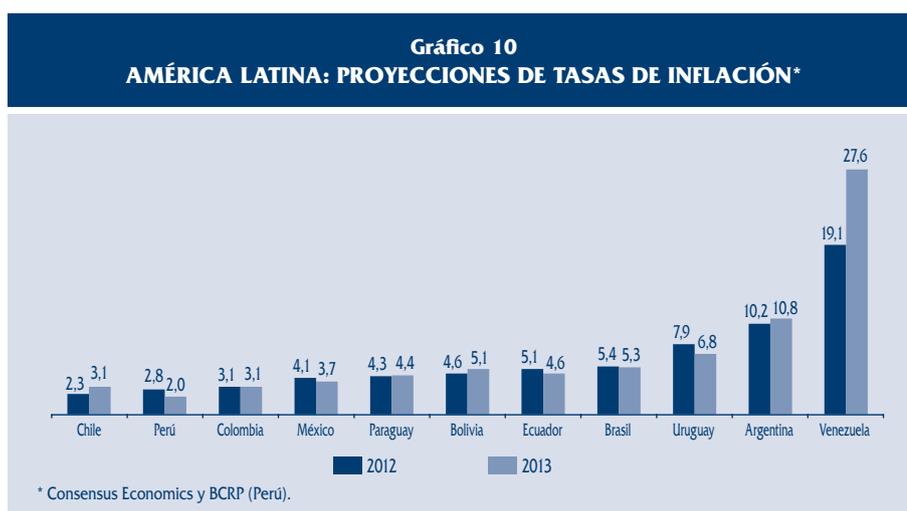


la demanda interna. Las altas tasas de interés real están afectando el consumo y los nuevos proyectos de inversión, en un contexto en el que además, la política fiscal se ha tornado más conservadora desde el fin de la campaña presidencial de marzo de este año y el presupuesto 2013-2015, recientemente aprobado, tiene por objetivo reducir totalmente el déficit federal hacia 2015. Por otro lado, los esfuerzos del Banco Central están actualmente concentrados en retomar el control de las expectativas de inflación y en enfriar el persistente crecimiento excesivo del crédito.

9. En **América Latina**, el crecimiento se ha mantenido a pesar del contexto internacional. Sustentan esta evolución los altos términos de intercambio, las favorables condiciones de financiamiento externo y el dinamismo de la demanda interna apoyado por la aún favorable evolución del crédito. Entre los países de mayor crecimiento se encuentra Chile, apoyado además por inversiones en el sector minero, y Uruguay donde el crecimiento ha sido acompañado por presiones inflacionarias. En Brasil, cuya economía se desaceleró en los trimestres previos, según los indicadores recientes, se espera una recuperación a partir de este último trimestre del año, en respuesta a los estímulos monetario y fiscal. En Colombia, se observa un menor dinamismo de la actividad manufacturera, compensado parcialmente por el sector construcción.



Respecto a la **inflación**, en noviembre, las tasas de inflación se redujeron en la mayoría de los países de la región, debido principalmente, a la reversión de algunos choques transitorios que afectaron los precios de los alimentos en los meses previos, así como a la corrección de los precios del crudo. Sin embargo, se mantienen las presiones de demanda provenientes, sobretodo, de condiciones ajustadas en los mercados laborales.



10. El crecimiento de la economía mundial registraría este año una desaceleración respecto al año anterior, de 3,7 a 3,0 por ciento, situación observada tanto en las economías desarrolladas –de 1,6 a 1,2 por ciento– como las economías en desarrollo –de 6,1 a 4,9 por ciento–. Este menor dinamismo ha llevado incluso a revisar las proyecciones desde el último Reporte de Inflación, en particular por el menor crecimiento de China de 7,8 por ciento en el Reporte de Inflación de Setiembre a 7,6 por ciento; de la India de 6,1 a 5,5 por ciento y Brasil de 1,8 a 1,4 por ciento. Cabe destacar la situación recesiva en la Eurozona donde el PBI de España e Italia caerían 1,5 y 2,1 por ciento, respectivamente.

Del mismo modo, las proyecciones de la actividad económica mundial para 2013 se han revisado a la baja en este Reporte de Inflación debido a la transmisión de los efectos recesivos en Europa y la incertidumbre creada por la demora en resolver los problemas fiscales en los Estados Unidos.

Las economías desarrolladas crecerían 1,2 por ciento y las economías en desarrollo 5,4 por ciento, de manera que la economía mundial tendría un crecimiento de 3,2 por ciento, proyección menor a la del Reporte de Inflación de Setiembre.





Cuadro 3
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	2010	2011	2012 *		2013 *		2014 *	
			RI Set.	RI Dic.	RI Set.	RI Dic.	RI Set.	RI Dic.
Economías desarrolladas	3,0	1,6	1,3	1,2	1,6	1,2	2,1	2,0
1. Estados Unidos	2,4	1,8	2,2	2,2	2,0	1,9	2,4	2,4
2. Eurozona	2,0	1,4	-0,5	-0,4	0,3	-0,1	1,3	1,2
Alemania	4,2	3,0	0,8	0,9	1,0	0,7	1,5	1,5
Francia	1,7	1,7	0,0	0,1	0,5	0,0	1,4	1,0
Italia	1,8	0,4	-2,3	-2,1	-0,4	-0,6	0,5	0,5
España	-0,3	0,4	-1,6	-1,5	-1,3	-1,5	0,8	0,8
3. Japón	4,4	-0,7	2,3	1,6	1,3	0,2	1,5	1,4
4. Reino Unido	2,1	0,7	-0,4	-0,1	1,4	1,1	1,5	1,5
5. Canadá	3,2	2,5	2,0	2,2	2,0	2,2	2,0	2,2
6. Otras economías desarrolladas	5,8	3,2	2,2	1,9	3,2	2,7	3,6	3,4
Economías en desarrollo	7,4	6,1	5,1	4,9	5,6	5,4	5,9	5,7
1. África subsahariana	5,2	5,1	4,3	4,3	5,4	5,4	5,4	5,5
2. Europa Central y del Este	4,6	5,2	2,0	1,8	2,8	2,5	3,4	2,9
3. Comunidad de Estados independientes	4,6	4,7	3,8	3,8	4,2	3,8	4,2	4,1
Rusia	4,0	4,1	3,7	3,7	4,0	3,5	4,0	3,9
4. Asia en desarrollo	9,5	7,7	6,8	6,6	7,4	7,1	7,8	7,5
China	10,4	9,2	7,8	7,6	8,3	8,0	8,7	8,5
India	10,1	6,8	6,1	5,5	7,0	6,6	7,5	7,0
5. Oriente Medio y Norte de África	5,0	3,3	3,5	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7
6. América Latina y Caribe	6,1	4,5	3,1	3,0	3,7	3,7	3,9	3,9
Brasil	7,5	2,7	1,8	1,4	3,9	3,8	4,0	4,0
Economía Mundial	5,1	3,7	3,1	3,0	3,5	3,2	3,9	3,8
Nota:								
BRICs 1/	9,2	7,3	6,2	5,9	7,0	6,7	7,3	7,1
Socios Comerciales 2/	4,6	3,6	2,7	2,6	3,0	2,7	3,3	3,3

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

1/ Brasil, Rusia, India y China.

2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.

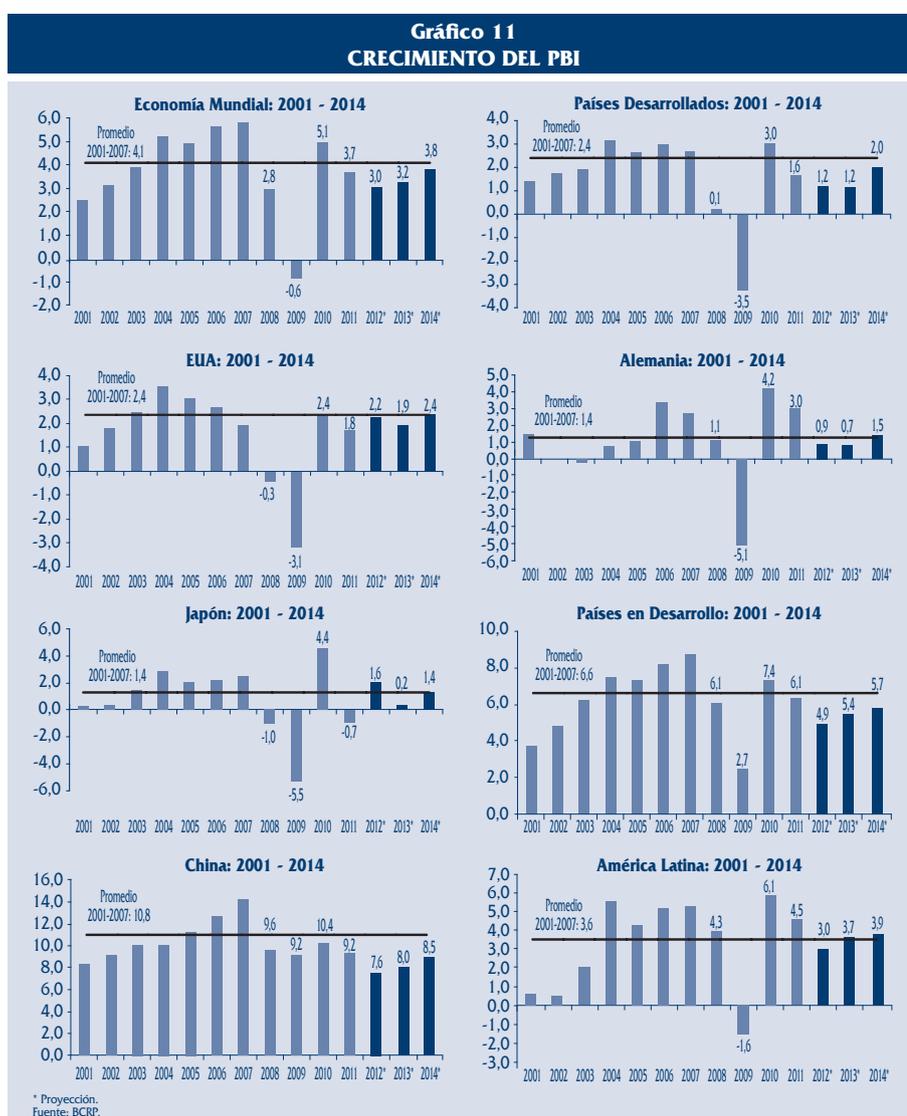
Fuente: Bloomberg, FMI y Consensus Forecast.

11. En línea con estos desarrollos, se estima que la economía de **Estados Unidos** crecería 2,2 por ciento en 2012 y 1,9 por ciento en 2013. Un factor de riesgo de esta proyección es el ajuste fiscal desordenado que se daría si no se alcanza un acuerdo respecto al presupuesto 2013, sobre el cual ya se iniciaron las negociaciones. La incertidumbre en torno al acuerdo viene afectando la confianza de los inversionistas y viene generando retrasos en inversiones del sector privado y en las contrataciones laborales.

En este contexto, se han revisado a la baja las proyecciones de crecimiento de la **Eurozona** del 2013, de 0,3 a -0,1 por ciento, donde con excepción de Alemania, todas las economías registrarían tasas negativas (o nulas) de crecimiento. Destaca la revisión a la baja de Francia afectada también por el ajuste fiscal anunciado. En noviembre Moody's redujo la calificación de Francia de Aaa a Aa1 manteniendo la perspectiva negativa. La decisión sigue a una similar tomada por S&P en enero.

La agencia citó un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento; y señaló que puede ocurrir una nueva degradación si se agrava la crisis de la Eurozona o si Francia no logra implementar reformas estructurales. Por su parte, Fitch mantuvo su calificación de AAA. Moody's además reiteró su perspectiva negativa para todos los títulos soberanos de la Eurozona.

Para el año 2013, la **economía japonesa** mostraría una recuperación muy leve en el consumo mientras que la inversión pública tendría una contribución negativa al crecimiento por la culminación de los gastos de reconstrucción. En ese contexto, se estima que el crecimiento sería 0,2 por ciento para recuperarse a 1,4 por ciento el año siguiente.



12. La mayoría de factores de riesgo reseñados en el anterior reporte de inflación se mantienen e introducen un sesgo a la baja en la proyección central.



14. En este contexto, las tensiones en los **mercados de deuda soberana** se han reducido significativamente, particularmente luego del acuerdo alcanzado entre la *Troika* y Grecia, y del anuncio del BCE sobre la posibilidad de compra de bonos soberanos. Los *spreads* de los principales países de la Eurozona con problemas de deuda han mostrado una clara tendencia descendente. Sin embargo, los niveles alcanzados aún se ubican muy lejos de los registrados antes de la crisis, reflejando que aún la incertidumbre se mantiene elevada.

En los dos últimos meses, los *spreads* EMBIG y CDS de los países de **América Latina** registraron una corrección a la baja (excepto Argentina), confirmando la tendencia observada durante el año. Este desarrollo se explica por la mejora en la percepción de riesgo, los mejores fundamentos, las expectativas de crecimiento y elevada liquidez internacional.

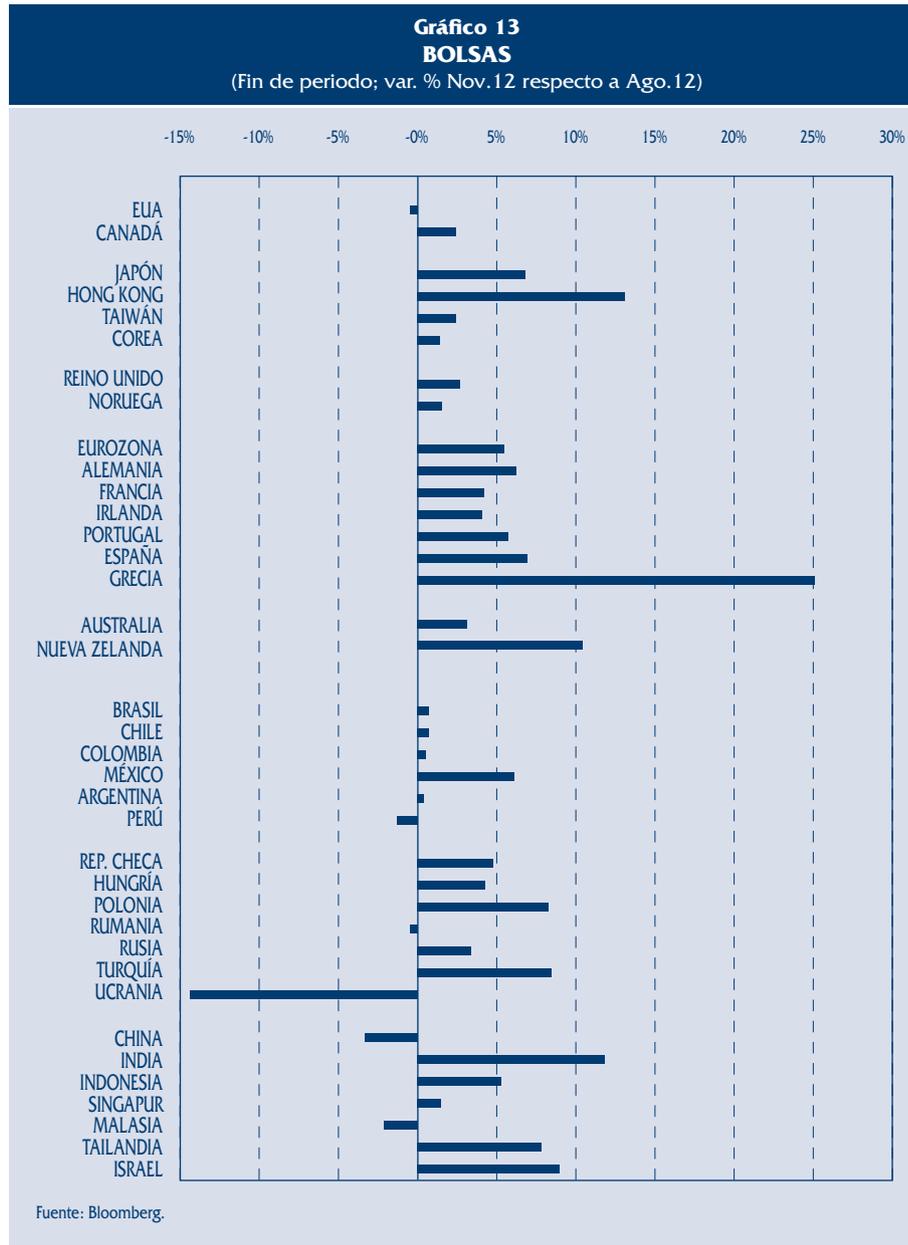
Cuadro 4
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS

	Fin de período					Var. en puntos básicos	
	Dic.11 (5)	Mar.12 (4)	Jun.12 (3)	Ago.12 (2)	Nov.12 (1)	Ago.12 (1)-(2)	Dic.11 (1)-(4)
CDS (pbs)							
EUA	49	30	48	40	37	-3	-12
Reino Unido	98	63	69	54	30	-24	-68
Alemania	102	74	102	63	30	-32	-72
Francia	220	168	189	139	80	-58	-139
España	380	436	526	519	286	-233	-94
Italia	484	395	484	468	245	-222	-239
Grecia 1/	8 786	25 423	10 667	14 543	5 065	-9 478	-3 721
Portugal	1 082	1 070	786	656	488	-168	-594
Irlanda	724	573	553	435	181	-254	-543
Rendimiento del bono del Tesoro de 10 años (%)							
EUA	1,87	2,21	1,64	1,55	1,62	6,7	-25,7
Reino Unido	1,98	2,20	1,73	1,53	1,78	24,7	-20,2
Alemania	1,83	1,79	1,58	1,36	1,39	3,1	-44,3

1/ En el caso griego, producto de la primera reestructuración de deuda griega el *spread* se redujo hasta un nivel de 5 730 puntos básicos. En noviembre, la reducción se explica por el actual proceso de segunda reestructuración de deuda.
Fuente: Bloomberg.

15. De manera similar, la estabilidad de los mercados implicó ligeras ganancias en los **mercados bursátiles**. Los mayores incrementos se registraron en algunas economías de la Eurozona, particularmente en Grecia. La bolsa de EUA registró una ligera variación negativa (al igual que la de Perú y Rumanía).





Mercados de dinero

16. Los mercados de dinero europeos mostraron una evolución estable desde octubre luego del fuerte descenso observado desde junio, producto de los altos niveles de liquidez y las bajas tasas de interés de política. Así, el diferencial entre la Euribor y la tasa OIS, que mide las tensiones en los mercados de dinero, se mantuvo estable alrededor de los 12 pbs desde mediados de octubre.



Tipo de cambio

17. Los avances en el programa de Grecia y el optimismo respecto a la solución del problema fiscal de EUA han implicado una menor demanda por dólares y otras monedas de refugio como el yen.

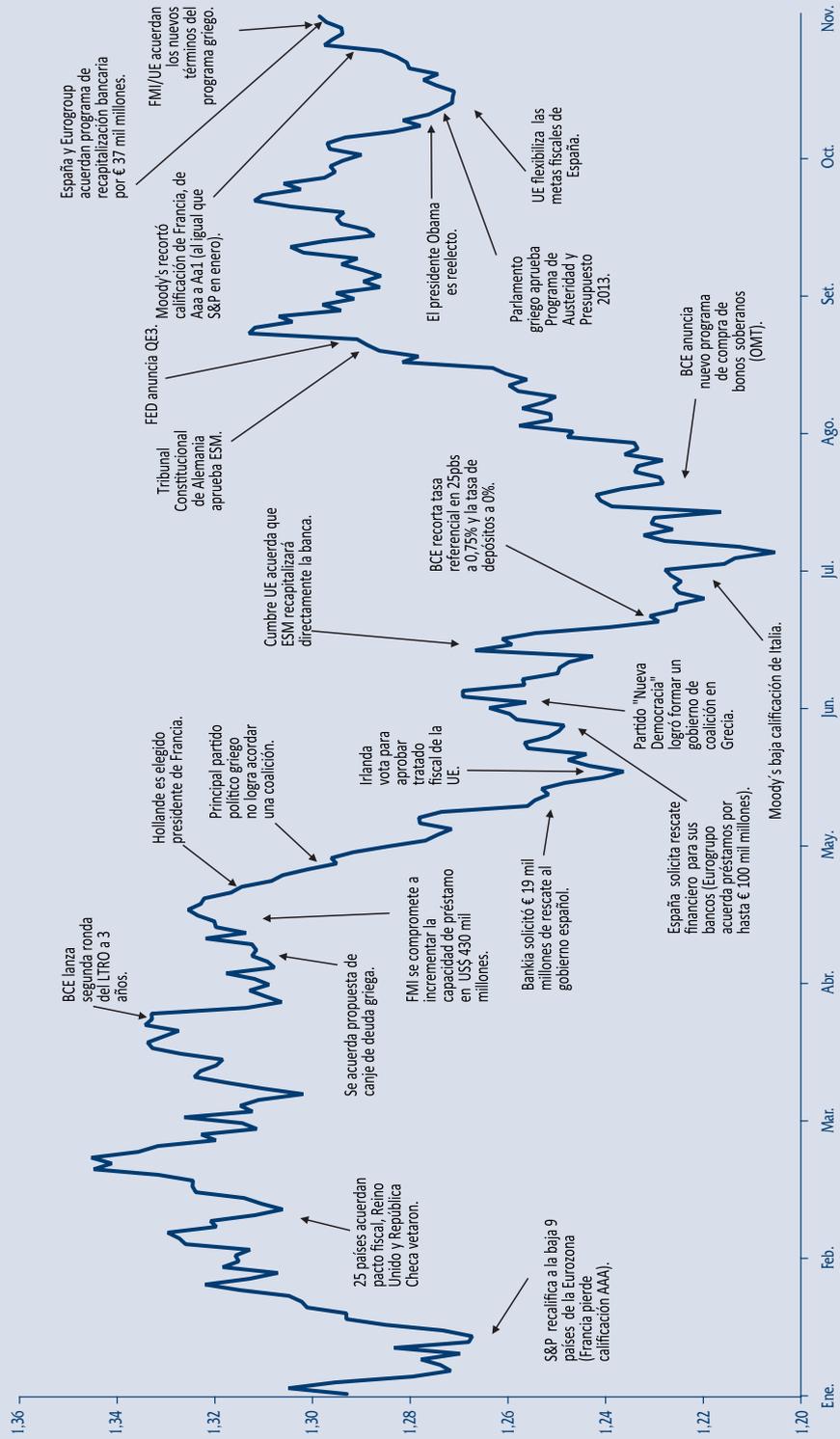
De esta forma, entre agosto y noviembre, el dólar se ha depreciado 1 por ciento frente a la canasta de principales monedas, básicamente por su evolución frente al euro y otras monedas emergentes del Asia, Europa y de la región (como México, Chile y Colombia). Frente al yen, el dólar se apreció 5 por ciento, en este último caso además por las perspectivas más débiles para la economía japonesa.

Cabe mencionar que frente a algunas monedas emergentes de la región, como el peso argentino y el real brasilero, el dólar se ha fortalecido significativamente, entre otros factores, por la caída en los precios de algunos *commodities* (alimentos y cobre, entre otros) y, en el caso de Brasil, por una salida de capitales (en octubre, y por tercer mes consecutivo, se registró una salida de capitales de US\$ 3,8 mil millones, la mayor en más de dos años).





Gráfico 16
TIPO DE CAMBIO DEL EURO: 2012
(US\$ por €)



Fuente: Morgan Stanley Research, Bloomberg.

Cuadro 5
TIPOS DE CAMBIO

	Fin de período							Var.% Nov.12 respecto a:			
	Dic.09	Dic.10	Dic.11	Mar.12	Jun.12	Ago.12	Nov.12	Ago.12	Dic.11	Dic.10	Dic.09
Canadá	1,052	0,997	1,019	0,998	1,017	0,986	0,994	0,8	-2,4	-0,2	-5,5
Japón	92,90	81,15	76,94	82,79	79,79	78,39	82,48	5,2	7,2	1,6	-11,2
Reino Unido (US\$/u.m.)	1,616	1,560	1,554	1,601	1,571	1,587	1,601	0,9	3,1	2,6	-0,9
Eurozona (US\$/u.m.)	1,432	1,338	1,295	1,334	1,267	1,258	1,299	3,2	0,3	-3,0	-9,3
Suiza	1,036	0,934	0,938	0,902	0,949	0,955	0,928	-2,8	-1,0	-0,6	-10,4
Brasil	1,743	1,659	1,863	1,826	2,037	2,031	2,136	5,2	14,7	28,7	22,6
Chile	507,2	467,8	519,3	488,1	501,1	480,6	480,9	0,1	-7,4	2,8	-5,2
Colombia	2 040	1 915	1 936	1 787	1 784	1 825	1 815	-0,6	-6,3	-5,2	-11,0
México	13,06	12,36	13,95	12,80	13,36	13,19	12,97	-1,7	-7,0	4,9	-0,7
Argentina	3,799	3,979	4,302	4,377	4,572	4,639	4,837	4,3	12,4	21,6	27,3
Perú	2,890	2,808	2,697	2,669	2,653	2,612	2,579	-1,2	-4,4	-8,1	-10,8
Hungría	187,96	208,15	243,28	220,49	225,84	225,92	216,54	-4,2	-11,0	4,0	15,2
Polonia	2,86	2,96	3,44	3,10	3,35	3,31	3,16	-4,6	-8,1	6,9	10,5
Rusia	30,31	30,57	32,19	29,32	32,42	32,31	30,88	-4,4	-4,1	1,0	1,9
Turquía	1,50	1,54	1,88	1,78	1,81	1,82	1,79	-1,7	-5,1	16,3	19,5
China	6,83	6,59	6,29	6,30	6,35	6,35	6,23	-1,9	-1,1	-5,5	-8,8
India	46,40	44,70	53,01	50,87	55,64	55,53	54,27	-2,3	2,4	21,4	17,0
Israel	3,79	3,52	3,81	3,70	3,91	4,01	3,82	-5,0	0,2	8,3	0,8

Fuente: Bloomberg y Reuters.

Decisiones de política monetaria

18. En los últimos meses la mayoría de bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés de política, en un contexto de alta incertidumbre en el entorno internacional. En muchas economías, las presiones inflacionarias –asociadas a los altos precios de los alimentos y del petróleo– limitaron la respuesta de política monetaria.

Así, de los 32 países sujetos a seguimiento, entre setiembre y noviembre, 19 países mantuvieron tasas, once las redujeron y sólo dos (Serbia e Islandia) las elevaron. Las mayores disminuciones de tasas se dieron en Hungría y Pakistán (75 y 50 pbs, respectivamente). Dentro de las economías de la región, Brasil redujo sus tasas en 25 pbs acumulando en el año una reducción de 375 pbs como respuesta a la marcada desaceleración económica de los últimos trimestres. La reducción de Colombia responde a un menor dinamismo de la actividad manufacturera en un contexto de una inflación estable y alrededor de la meta central y de presiones apreciatorias.



**Cuadro 6
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA**

	Set.08	Dic.08	Dic.11	Jun.12	Ago.12	Nov.12	Variación (pbs) acumulada a Nov.12	
							Oct.12	Dic.11
Hungría	8,50	10,00	7,00	7,00	6,75	6,00	-75	-100
Pakistán	13,00	15,00	12,00	12,00	10,50	10,00	-50	-200
Australia	7,00	4,25	4,25	3,50	3,50	3,25	-25	-100
Brasil	13,75	13,75	11,00	8,50	7,50	7,25	-25	-375
Corea del Sur	5,25	3,00	3,25	3,25	3,00	2,75	-25	-50
Israel	4,25	2,50	2,75	2,25	2,25	2,00	-25	-75
Tailandia	3,75	2,75	3,50	3,00	3,00	2,75	-25	-75
Colombia	10,00	9,50	4,75	5,25	4,75	4,50	-25	-25
Polonia	6,00	5,00	4,50	4,75	4,75	4,50	-25	0
Filipinas	6,00	5,50	4,50	4,00	3,75	3,50	-25	-100
Suecia	4,75	2,00	1,75	1,50	1,50	1,25	-25	-50
BCE	4,25	2,50	1,00	1,00	0,75	0,75	0	-25
Chile	8,25	8,25	5,25	5,00	5,00	5,00	0	-25
Indonesia	9,25	9,25	6,00	5,75	5,75	5,75	0	-25
Japón	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0	0
Malasia	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	0	0
México	8,25	8,25	4,50	4,50	4,50	4,50	0	0
Perú	6,50	6,50	4,25	4,25	4,25	4,25	0	0
Reino Unido	5,00	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0
Sudáfrica	12,00	11,50	5,50	5,50	5,00	5,00	0	-50
Turquía	16,75	15,00	5,75	5,75	5,75	5,75	0	0
Canadá	3,00	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0
China	7,20	5,31	6,56	6,31	6,00	6,00	0	-56
Estados Unidos	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0
India	9,00	6,50	8,50	8,00	8,00	8,00	0	-50
Noruega	5,75	3,00	1,75	1,50	1,50	1,50	0	-25
Nueva Zelanda	7,50	5,00	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0
Suiza	2,75	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0
Taiwán	3,50	2,00	1,88	1,88	1,88	1,88	0	0
Uruguay	7,25	7,75	8,75	8,75	8,75	8,75	0	0
Islandia	15,50	18,00	4,75	5,75	5,75	6,00	25	125
Serbia	15,75	17,75	9,75	10,00	10,50	10,95	45	120

Fuente: Reuters y Bloomberg.

RECUADRO 1
AJUSTE FISCAL EN ESTADOS UNIDOS

Está previsto que diversas medidas de estímulo tributario expiren el 1 de enero de 2013, lo cual ocasionaría un incremento sin precedentes en los impuestos en Estados Unidos. Al mismo tiempo, se produciría un recorte, ya comprometido, en los gastos del gobierno e incrementos adicionales en los impuestos para financiar el nuevo programa de salud implementado por la Administración. De acuerdo con la Comisión de Presupuesto del Congreso (CBO por sus siglas en inglés), el conjunto de estas medidas ocasionaría un ajuste fiscal de alrededor de 4 por ciento del PBI, en lo que el Presidente de la FED, Ben Bernanke ha denominado “precipicio fiscal”.

Los incrementos en los **ingresos fiscales** por alza de impuestos provendrían de acuerdo a su importancia de:

- Más de un tercio del incremento en los impuestos provendría de la expiración de los recortes tributarios introducidos en los años 2001 y 2003. Estos recortes redujeron las tasas marginales en los impuestos a la renta de casi todos los contribuyentes, aumentaron el crédito fiscal por tener niños y por adopción y aumentaron la deducción fiscal por los costos de la educación y por los costos que generan las personas dependientes.
- Alrededor de un cuarto del incremento en los ingresos de 2013 provendría de la expiración del recorte temporal en la contribución del trabajador a la seguridad social.
- Otro cuarto del incremento en dicho ingreso fiscal provendría de la expiración del tramo del Impuesto Mínimo Alternativo (IMA) que elevaría el límite de la renta sobre el cual las familias califican para este impuesto. Esto evitaría que familias de medianos ingresos se acojan a este régimen especial que supone en la práctica menores tasas impositivas.
- El resto del aumento impositivo provendría principalmente de la expiración de los recortes tributarios dados como medida de estímulo en 2009 y de la entrada en vigencia de parte de los nuevos impuestos creados por la Administración para financiar su reforma en el programa de salud. En particular, el inicio del cobro de una sobretasa de 3,8 por ciento al Seguro Hospitalario, que gravaría los sueldos y salarios que superen los US\$ 250 mil al año.

TAMAÑO DEL POTENCIAL “FISCAL CLIFF” EN 2013
(Miles de millones de US\$)

Total	-650
% PBI	-4,1
Recortes tributarios a las nóminas	-120
Recortes tributarios 2001/2003 (Bajos y medianos ingresos)	-120
Recortes tributarios 2001/2003 (Ingresos mayores a US\$250 mil)	-60
Impuesto Mínimo Alternativo (IMA)	-100
Otras provisiones por expirar	-75
Impuestos para financiar “la reforma de salud”	-25
Reducciones del Acta de Control de Presupuesto	-90
Expiración de beneficio de desempleo de emergencia	-30
Ratios de pago Medicare	-10
Gasto bajo Acta de Recuperación y Reinversión Americana	-20

Fuente: Barclays Research, CBO, OMB, Departamento del Tesoro de EUA, Comité de Presupuesto EUA.





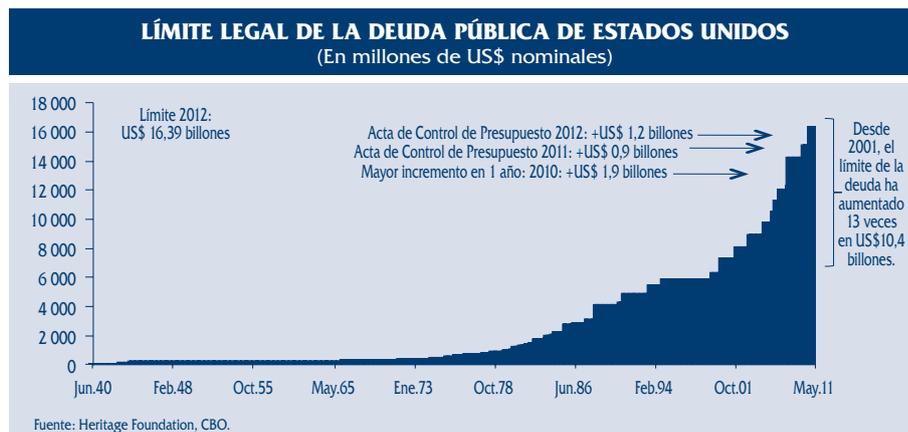
La reducción de los **gastos federales** provendría principalmente de los recortes automáticos en los gastos comprometidos en las actas de control de presupuesto, a cambio de la elevación del límite de la deuda, así como de la expiración de los beneficios de emergencia por desempleo, la reducción programada en las tasas de aporte del gobierno por Medicare, entre otros.

El impacto económico de estas medidas ya se está observando: las empresas están postergando sus decisiones de inversión y de contrato de nuevos empleados, y los hogares han aumentado su tasa de ahorro en detrimento del consumo. De acuerdo con la Comisión Presupuestal del Congreso, si todo el ajuste fiscal ocurre el PBI real caería 0,5 por ciento en 2013 (medido como el cambio del cuarto trimestre de 2013 respecto al cuarto trimestre de 2012) y el desempleo aumentaría a tasas mayores al 9 por ciento en el último trimestre de 2013.

Sin embargo, estas medidas son necesarias debido al abultado déficit fiscal que está siendo financiado con la emisión de nueva deuda. El problema radica en la temporalidad del ajuste fiscal. La OECD aconsejó que el gobierno de Estados Unidos debería implementar un ajuste gradual en su política fiscal.

La deuda a los acreedores externos e internos (entre ellos su propia seguridad social) alcanzaría los US\$ 16 billones a fines de 2012, lo que equivale aproximadamente al 102 por ciento de su PBI. Este coeficiente solo fue superado en 1945 cuando se alcanzó el 113 por ciento, como consecuencia de la reconstrucción durante la Segunda Guerra Mundial.

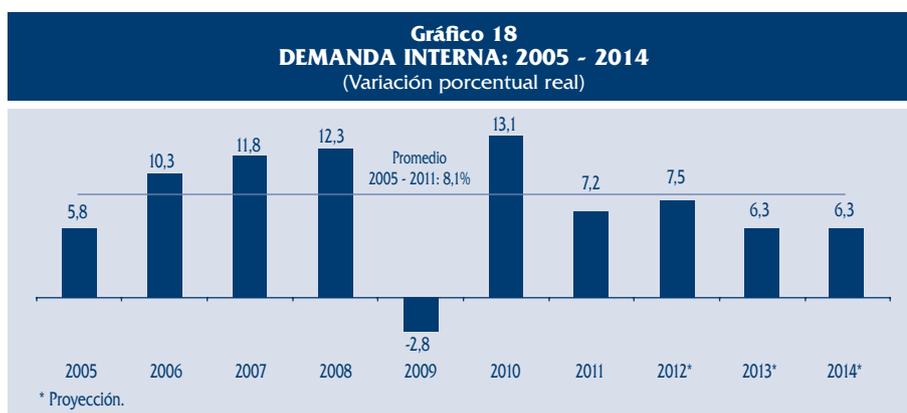
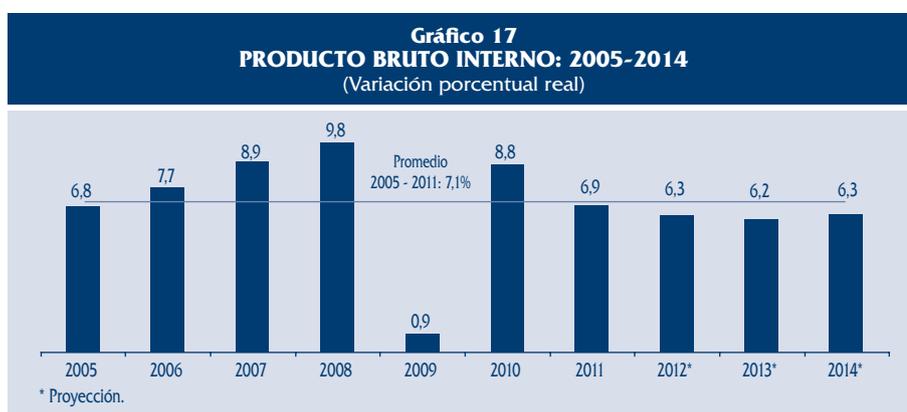
En Estados Unidos, la ley estipula el monto máximo de endeudamiento del gobierno que se denomina límite de deuda y sólo puede ser modificado por el Congreso. En febrero de 2012, el Congreso elevó este límite de deuda en US\$ 1,2 billones a US\$ 16 billones, a cambio de recortes en el gasto público y/o aumento de ingresos por similar monto en los siguientes 10 años.



El mercado estima que la probabilidad del “fiscal cliff” es menor al 15 por ciento y en todo caso, se espera que se llegue a un acuerdo político para evitarlo. Sin embargo, se llevaría a cabo cierto ajuste fiscal en 2013 asociado a buscar reducir la deuda fiscal.

II. Actividad económica

19. El dinamismo de la demanda interna, en particular de la inversión privada y pública explica el crecimiento del PBI entre enero y setiembre del presente año. El crecimiento del producto fue 6,3 por ciento, el de la demanda interna, 7,3 por ciento, el de la inversión privada, 14,7 por ciento, y el de la inversión pública, 29,2 por ciento.



Considerando la evolución reciente de la economía, la proyección de crecimiento del PBI para el año 2012 se ha revisado al alza de 6,0 en el Reporte de Inflación de setiembre a 6,3 por ciento en el presente reporte. En tanto, para el año 2013, ha pasado de ubicarse en un rango entre 5,8 y 6,2 por ciento a un rango entre 6,0 y 6,4 por ciento, considerando la tendencia reciente que muestra la demanda interna. Para el año 2014 la proyección considera los efectos tanto de la revisión a la baja del crecimiento mundial como de la revisión al alza de los términos de intercambio, con lo cual se mantiene el crecimiento del PBI proyectado en un rango entre 6,0 y 6,5 por ciento.



**Proyecciones de los componentes del gasto**

20. El crecimiento de la **demanda interna** se aceleró en el tercer trimestre del año, con una tasa de 9,5 por ciento, luego de crecer 7,3 por ciento en el segundo trimestre y 5,0 por ciento en el primer trimestre. Considerando esta información y los indicadores de actividad recientes, se ha revisado al alza el crecimiento de la demanda interna para el año 2012, pasando de una tasa de 7,1 por ciento en el Reporte de Inflación de setiembre a 7,5 por ciento en el presente Reporte. Este incremento se explica principalmente por el crecimiento de la inversión privada que se ha venido observando a lo largo del año, con tasas superiores a las que registró en 2011.

Cuadro 7									
DEMANDA INTERNA Y PBI									
(Variaciones porcentuales reales)									
	2011		2012*			2013*		2014*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12
1. Demanda interna	7,9	7,2	7,3	7,1	7,5	6,2	6,3	6,3	6,3
a. Consumo privado	6,3	6,4	5,9	5,8	5,8	5,5	5,7	5,7	5,7
b. Consumo público	4,3	4,8	5,6	8,7	7,6	5,7	7,6	5,8	6,2
c. Inversión privada	13,1	11,7	14,7	13,5	14,7	8,2	8,2	8,2	8,2
d. Inversión pública	-24,3	-17,8	29,2	23,7	23,4	14,3	15,2	11,0	11,7
2. Exportaciones	9,3	8,8	6,0	3,3	5,5	7,7	7,7	9,4	9,1
3. Importaciones	11,4	9,8	10,9	9,0	11,2	8,1	7,5	8,9	8,9
4. Producto bruto interno	7,4	6,9	6,3	6,0	6,3	6,0	6,2	6,3	6,3
Nota:									
Gasto público	-6,2	-4,2	12,6	13,8	13,0	8,9	10,4	7,8	8,3

RI: Reporte de Inflación.
*Proyección.

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

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

21. El **consumo privado**, principal componente de la demanda interna, mantuvo su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, con una tasa de 5,8 por ciento, igual a la registrada en el trimestre previo. Este comportamiento confirmaría una gradual moderación en el crecimiento del consumo con respecto a la evolución que mostró durante el año 2011 y en el primer trimestre de 2012. La expansión del consumo, en un contexto de optimismo de los consumidores, se refleja en diversos indicadores como la venta de vehículos familiares nuevos, que creció 26,6 por ciento en el tercer trimestre, y el incremento de los créditos de consumo, que subieron 20 por ciento.



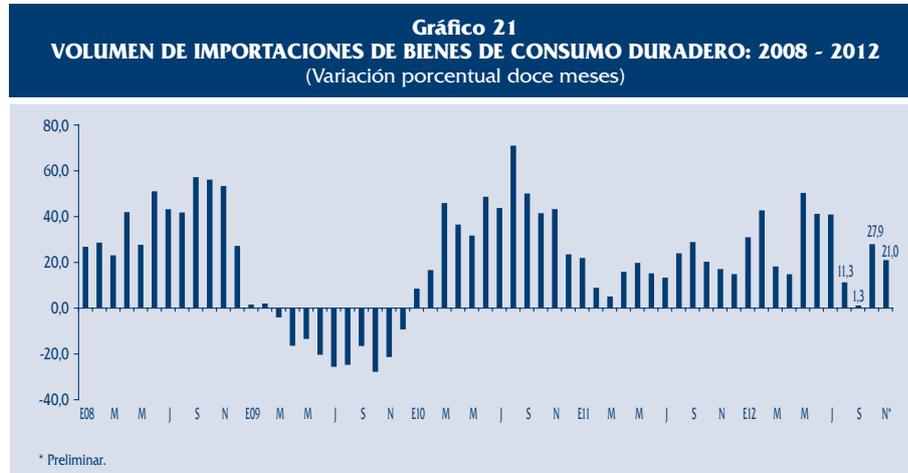
A continuación se muestran otros indicadores que reflejan la evolución reciente del consumo privado:

- a. El Índice de Confianza del Consumidor sigue ubicándose en el tramo optimista. Este indicador mantuvo en el tercer trimestre un nivel promedio de 57 puntos, igual al registrado en el segundo trimestre, el cual a su vez fue menor al valor promedio de 59 puntos que alcanzó en los primeros tres meses del año. Si bien este indicador mostró una recuperación transitoria en octubre, volvió a deteriorarse ligeramente en noviembre.





- b. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero continuó creciendo a tasas altas, mostrando una recuperación en los dos últimos meses, aunque a un menor ritmo que en el segundo trimestre.



- c. El crecimiento del empleo urbano en empresas de 10 y más trabajadores fue de 3,9 por ciento en el período enero – agosto de este año, menor a la tasa de expansión del año pasado, que fue de 5,4 por ciento.



Considerando estos indicadores, se mantiene la proyección de crecimiento del consumo privado para el año 2012 en una tasa de 5,8 por ciento. Asimismo, se revisa al alza la proyección del crecimiento del consumo privado para el año 2013, a una tasa de 5,7 por ciento, en línea con la evolución prevista del ingreso nacional disponible. El consumo privado mantendría un crecimiento similar en el año 2014, cerrando el período 2012 – 2014 con un crecimiento promedio de 5,7 por ciento.

22. La **inversión privada** mantuvo por tercer trimestre consecutivo una expansión de dos dígitos, acumulando un crecimiento de 14,7 por ciento y ubicándose en niveles por encima del 20 por ciento como porcentaje del PBI. Diversos indicadores reflejan la evolución de la inversión privada:

- a. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses se mantienen en el tramo optimista y se han recuperado en los últimos tres meses, alcanzando los 64 puntos en octubre y noviembre, valor similar al registrado en abril de este año.



- b. Los agentes económicos elevaron sus expectativas de crecimiento del PBI para 2012, con excepción de las empresas no financieras. El crecimiento esperado para los dos próximos años se mantiene en 6,0 por ciento anual.

Cuadro 9
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(En porcentaje)

	Expectativas del:		
	RI Jun.12	RI Set.12	RI Dic.12*
Sistema Financiero			
2012	6,0	6,0	6,2
2013	6,0	6,0	6,0
2014	6,0	6,0	6,0
Analistas Económicos			
2012	6,0	5,8	6,2
2013	6,0	5,9	6,0
2014	6,2	6,0	6,0
Empresas No Financieras			
2012	6,0	6,0	6,0
2013	6,0	6,0	6,0
2014	6,0	6,0	6,0

RI: Reporte de Inflación.

*Encuesta realizada durante la segunda quincena de noviembre de 2012.





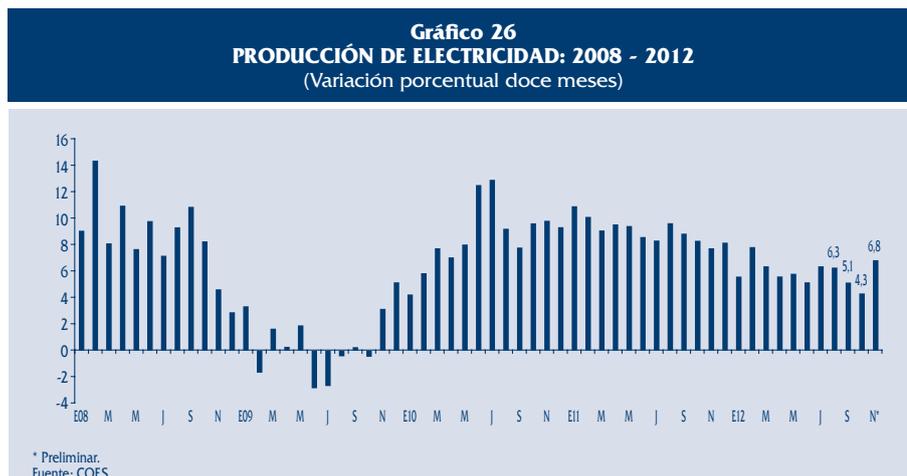
- c. El volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión, muestra una recuperación en los últimos meses, con tasas crecientes.



- d. El consumo interno de cemento mantiene una tasa de crecimiento de dos dígitos, con tasas mayores a las registradas durante el primer semestre del año.



- e. La producción de electricidad se mantuvo creciendo alrededor de 6 por ciento durante el tercer trimestre, con tasas mayores a las del segundo trimestre. La información de noviembre muestra una aceleración en este indicador.



23. Los anuncios de proyectos de inversión privada contemplados para el período 2013 - 2014 alcanzan US\$ 31,1 mil millones, cifra menor en US\$ 2,0 mil millones con respecto al total previsto en el Reporte de Inflación de setiembre.

Cuadro 10
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA
(Millones de US\$)

	2013	2014	2013-2014
Minería	7 370	7 655	15 025
Hidrocarburos	2 506	1 960	4 466
Electricidad	2 408	1 372	3 780
Industrial	961	798	1 759
Infraestructura	1 112	585	1 697
Otros Sectores	3 024	1 376	4 400
Total	17 381	13 746	31 127

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

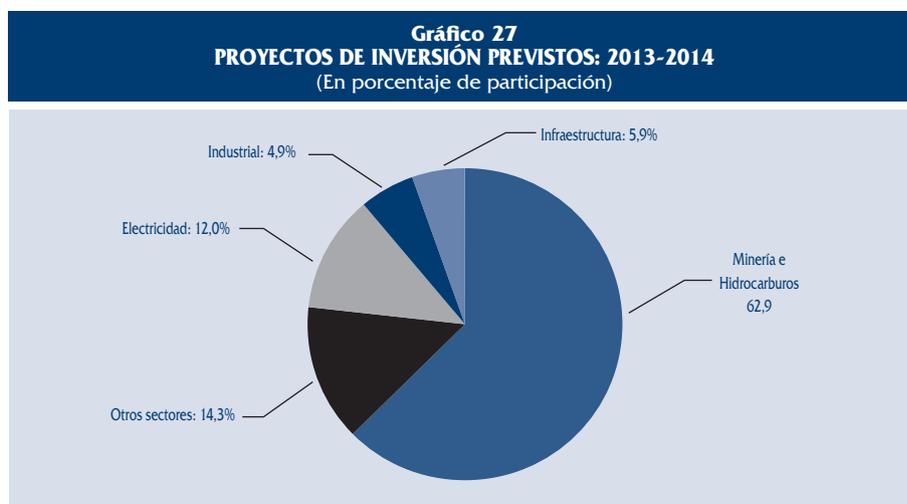
Esta disminución está asociada a reprogramaciones en la ejecución de la cartera de proyectos mineros, explicada por diversos motivos tales como la presencia de conflictos sociales aún no resueltos y la demora en la obtención de permisos de exploración y explotación. A estos factores se suma el incremento de costos, lo cual en algunos casos ha ocasionado un incremento del presupuesto de inversión total y una ampliación del período de ejecución de los proyectos. No obstante, durante los años 2013 y 2014 el sector minero alcanzaría niveles de inversión que constituirían máximos históricos, destacando proyectos como la ampliación de Cerro Verde, y las nuevas minas de cobre Las Bambas, Toromocho y Constancia, entre otros.





En el sector industrial, destacan las inversiones de Coazúcar, empresa que, luego emitir de bonos en el mercado internacional, anunció inversiones en sus subsidiarias Casa Grande, Cartavio y San Jacinto, con el fin de elevar la producción de azúcar en los próximos años, las cuales se suman a su programa de inversiones hasta el año 2015 en el proyecto Olmos.

Por su parte, otros sectores ligados a la construcción como el inmobiliario, hotelero y de *retail*, continúan realizando importantes anuncios de inversión.



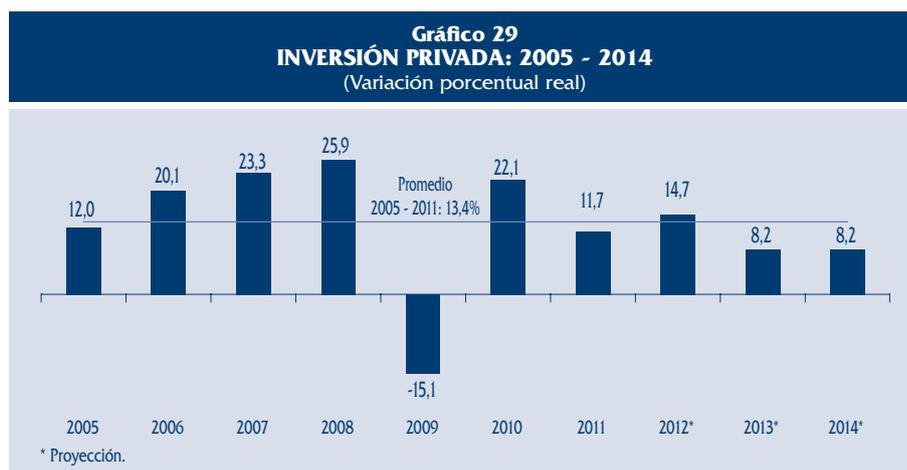
Cuadro 11
ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2013-2014

SECTOR	INVERSIONISTAS	NOMBRE DEL PROYECTO
Minería	Xstrata Copper	Las Bambas
	Freeport-Macmoran Copper	Ampliación de mina
	Norsemont Mining Inc., HudBay Minerals Inc.	Constancia
	Anglo American Plc.	Quellaveco
	China Minmetals Corporation y Jiangxi Copper Company	El Galeno
	Aluminium Corp of China Ltd. (Chinalco)	Toromocho
	Grupo México S.A.B. de C.V.	Ampliación de mina Toquepala
	Candente Copper Corp.	Cañariaco Norte
	Antares Minerals Inc.	Haqira
	Marcobre S.A.C.	Mina Justa
	Bear Creek Mining Corporation	Corani
	Shougang Corporation	Ampliación de mina Marcona
	Minera Gold Corp.	Ampliación de mina Lagunas Norte
Grupo Milpo	Ampliación de minas Cerro Lindo y El Porvenir	
Volcan Compañía Minera S.A.A.	Ampliación de mina	
Hidrocarburos	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Ampliación de plantas de Pisco y Malvinas
	Savia Perú S.A.	Lote Z-2B: Perforación, Exploración y Otras Inversiones
	Petrobras	Lote 58 y Lote X
	Transportadora de Gas del Perú S.A. (TgP)	Ampliación de capacidad de transporte de gas
	Cálida Gas Natural del Perú	Masificación de uso del gas
	Perenco	Exploración Lote 67 / Oleoducto
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Exploración Lote 88 y 56
Electricidad	SK Energy	Exploración Lote Z 46
	Repsol YPF	Lote 57 - Kinteroni
	Odebrecht S.A.	Central hidroeléctrica Cerro de Chaglla
	Inkia Energy	Central hidroeléctrica Cerro del Águila
	Norwind	Parque eólico Cerro Chocan
	SN Power Perú S.A.	Central hidroeléctrica Cheves
	Fénix Power Perú S.A.	Planta termoeléctrica
	Energía Azul S.R.L.	Central hidroeléctrica Santa María
	Solarpack y T-Solar	Plantas solar fotovoltaica
	GDF Suez	Central Hidroeléctrica Quitarcasa I
Inevarante	Centrales Hidroeléctricas Acco Pucará	
Energía Eólica S.A.	Central eólica Cupisnique	
Industrial	Grupo Celepsa	Ampliación de la planta de laminación (N° 2)
	SAB Miller	Plan de inversiones 2012 - 2014
	Siderperú	Modernización de planta
	Repsol YPF	Ampliación de planta La Pampilla
	Hochschild Mining S.A.	Proyecto de fosfatos
	Grupo de Pilkington Limited	Planta para la fabricación de vidrio flotado (float).
	Corporación JR Lindley	Ampliación y nuevas plantas: Trujillo, Pucusana, Cusco, Iquitos
	Grupo Gloria	Ampliación de capacidad instalada
Cementos Portland	Planta cementera	
Infraestructura	OAS S.R.L.	Vía Parque Rímac
	Consorcio APM Terminal Callao	Modernización del Muelle Norte
	Covisol	Autopista del Sol: Trujillo - Sullana
	Consorcio Transportadora Callao	Muelle de minerales
	Grupo Romero	Ampliación Puerto Matarani
	Autopista del Norte SAC	Red Vial N° 4: Pativilca - Puerto Salaverry
Tertir Terminais / Cosmos / Translei	Ampliación Puerto Paita	
Otros sectores	Telefónica del Perú S.A.	Fibra óptica de los Andes y expansión
	América Móvil Perú S.A.C.	Ampliación y mejoras tecnológicas
	Holding Banmédica	Complejo hospitalario
	Maestro Perú	Plan de inversión y expansión 2012-2014
	Inmobiliari S.A	Proyectos inmobiliarios
	Besalco S.A.	Proyectos inmobiliarios
	Cencosud	Apertura de supermercados y centros comerciales
	Grupo Interbank	Apertura y ampliación de cadena de tiendas
	Grupo Gloria	Ampliación de plantas

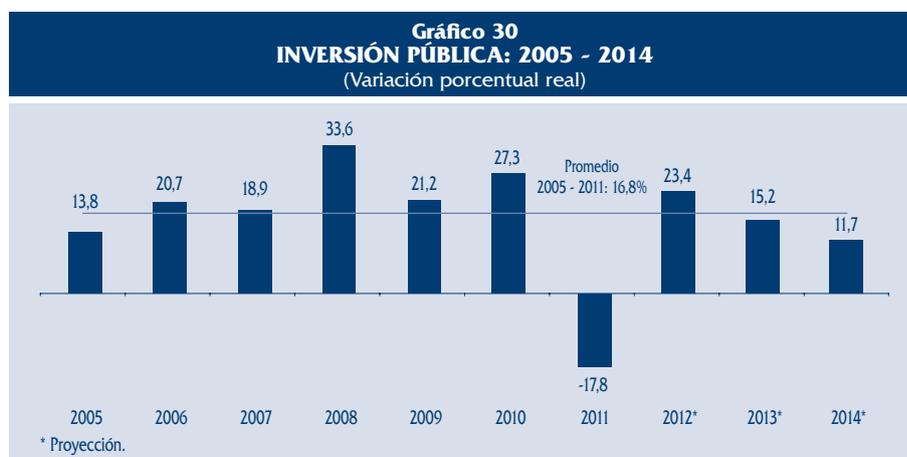




Considerando que la inversión privada viene registrando en lo que va del año una evolución más dinámica de lo previsto, se ha revisado al alza su crecimiento, de 13,5 por ciento en el Reporte de Inflación de setiembre, a 14,7 por ciento en el presente Reporte, y se mantienen las proyecciones para el 2013 y 2014 con un crecimiento de 8,2 por ciento en cada año.



24. La **inversión pública** creció 22,6 por ciento en el tercer trimestre, reduciendo su dinamismo con respecto a los trimestres previos, debido a los menores gastos en proyectos de inversión del gobierno nacional y de las empresas estatales. Se prevé que la moderación en el crecimiento de la inversión pública continuaría durante el cuarto trimestre y durante los años 2013 y 2014, por debajo del crecimiento promedio del período 2005 - 2011. No obstante, dado que el crecimiento de la inversión pública se ubicaría por encima del crecimiento del PBI, se prevé que el ratio de inversión pública a PBI se incremente de 4,5 por ciento en el año 2011 a 6,1 por ciento en el año 2014.



El ratio de inversión bruta fija a PBI continuaría su tendencia creciente observada en los últimos años. Considerando las previsiones de crecimiento de la inversión privada y de la inversión pública para el presente año y para 2013 y 2014, se proyecta que este ratio alcanzaría un valor cercano a 28 por ciento del producto en 2014.



25. La debilidad de la demanda externa asociada al menor crecimiento mundial, viene atenuando el crecimiento de la economía. En el tercer trimestre las exportaciones reales de bienes y servicios registraron un ligero incremento de 1 por ciento en tanto que el volumen de exportaciones no tradicionales se ha desacelerado gradualmente, con tasas de 12,5 por ciento en el primer trimestre, 10,2 por ciento en el segundo y 5,7 por ciento en el tercero. Con ello, el crecimiento anual de las exportaciones en 2012 sería inferior al registrado en 2011.

La trayectoria de crecimiento de las exportaciones prevista para el horizonte de proyección es creciente, considerando la entrada en operación de algunos proyectos mineros de cobre, como Toromocho, Las Bambas y Constancia.

Por el lado de las **importaciones** reales se continúa observando altas tasas de crecimiento, con una tasa de 15,0 por ciento en el tercer trimestre, por mayores importaciones de insumos, principalmente. Esta evolución ha llevado a una revisión al alza del crecimiento de las importaciones para 2012.

Para el año 2013 se prevé una moderación en el crecimiento de las importaciones, considerando la menor tasa de crecimiento prevista para la inversión privada con respecto a su incremento en el presente año, y su consiguiente efecto sobre las





importaciones de bienes de capital. Las importaciones, no obstante, se recuperarían en 2014, en línea con la mayor demanda proveniente del mayor crecimiento de la economía.



PBI por sectores productivos

26. En el período enero - setiembre de 2012 el PBI acumuló un crecimiento de 6,3 por ciento observándose una aceleración en el dinamismo de los sectores no primarios, que crecieron 7,1 por ciento destacando el mayor crecimiento de los sectores construcción, comercio y servicios en línea con el crecimiento de la demanda interna. Por su parte, los sectores primarios redujeron su ritmo de crecimiento respecto al observado en similar periodo del año 2011, con una tasa de 2,1 por ciento frente a 4,5 por ciento.

Cuadro 12
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
 (Variaciones porcentuales reales)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12
Agropecuario	4,2	3,8	4,6	4,0	4,5	4,3	4,3	4,2	4,2
Pesca	27,9	29,7	-7,7	-7,7	-9,5	4,9	2,6	1,1	1,1
Minería e hidrocarburos	-0,6	-0,2	3,6	3,3	1,9	9,2	7,1	11,8	12,6
Minería metálica	-4,9	-3,6	3,7	3,9	1,8	6,7	6,4	11,7	12,9
Hidrocarburos	24,1	18,1	3,1	0,8	2,3	18,6	9,4	12,4	11,3
Manufactura	7,2	5,6	1,0	2,1	1,5	5,9	5,6	6,0	6,0
Recursos primarios	12,6	12,3	-6,2	-3,4	-6,0	6,7	4,9	3,9	3,9
Manufactura no primaria	6,3	4,4	2,3	3,1	2,9	5,7	5,8	6,4	6,4
Electricidad y agua	7,5	7,4	5,5	5,3	5,5	5,9	5,9	7,0	6,5
Construcción	3,3	3,4	16,2	15,4	16,0	6,7	9,6	7,8	8,2
Comercio	9,2	8,8	6,8	6,4	6,7	5,4	5,8	5,9	5,9
Otros servicios	8,7	8,3	7,2	6,6	7,2	6,1	6,3	5,9	5,9
PRODUCTO BRUTO INTERNO	7,4	6,9	6,3	6,0	6,3	6,0	6,2	6,3	6,3
Nota:									
PBI primario	4,5	4,4	2,1	2,2	1,4	6,3	5,2	6,6	6,9
PBI no primario	8,0	7,4	7,1	6,7	7,2	5,9	6,4	6,2	6,2

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

27. En los **sectores primarios**, el crecimiento de la producción agrícola y minera se vio atenuado por una reducción en la producción del sector pesca, ocasionada por la menor extracción de anchoveta para uso industrial.

La expansión del **sector agropecuario** refleja el crecimiento tanto del subsector agrícola como del subsector pecuario. En el caso del primero, ésta se explica por la mayor producción de arroz, debido a la normalización del calendario de cosechas en Piura; papa, principalmente en los valles interandinos; plátano, por mayores lluvias en la selva; uva, por mayores siembras y aumento de áreas cultivadas; así como espárrago, maíz amarillo duro, aceituna, entre otros. Sin embargo, algunos productos registraron una disminución en su producción como el ajo, por disminución de los precios; limón, por condiciones climáticas poco favorables y café, por alternancia del cultivo. En el caso del subsector pecuario, el crecimiento se explica por la mayor producción de carne de ave. Con respecto al reporte de Inflación anterior, se mantienen las tasas de crecimiento previstas para 2013 y 2014, asumiendo condiciones climáticas normales. Esta proyección considera la mayor producción orientada al mercado externo y la agroindustria asociada a mejoras en los rendimientos del café y el mango, mayor incorporación de áreas comerciales de uva, y mayor producción del sector azucarero por mejoras climáticas. Por su parte, el subsector pecuario continuaría con una tendencia creciente similar a la observada en el año 2012.





La evolución del **sector pesca** para este período refleja la menor cuota de extracción de anchoveta para consumo industrial durante la primera temporada de pesca y la menor captura de especies para congelado. Se proyecta que para fines de este año y para el siguiente los niveles de extracción de anchoveta serán menores a los esperados en el Reporte de Inflación anterior, con niveles de 3,6 y 4,0 millones de toneladas, respectivamente, lo que reduciría la tasa de crecimiento proyectada. Ello debido a una menor cuota asignada para la captura de anchoveta en la zona norte – centro, aunque ello se corregiría hacia finales de 2013. Por otro lado, las anomalías registradas en la temperatura del mar no presentan ninguna señal similar a la observada en Fenómenos El Niño anteriores, lo que ha contribuido a reducir la probabilidad de ocurrencia de alguno de estos eventos en los siguientes meses.

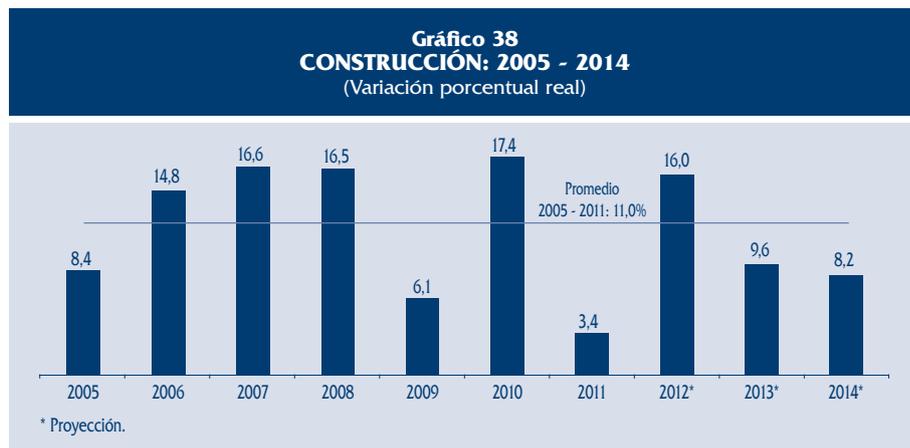
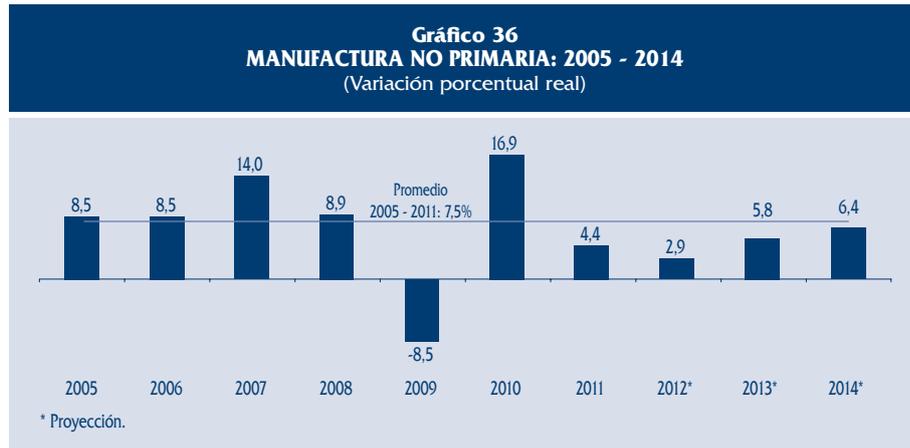
Por su parte, el crecimiento del **sector minero** es explicado por la mayor producción de cobre, zinc, gas natural y plata. La revisión de la proyección de este año respecto al Reporte de Inflación anterior obedece a la menor extracción de minerales metálicos esperada en el último trimestre por la menor producción informal registrada de oro procedente de Madre de Dios y la huelga en octubre de Shougang. En el año 2013 la producción del sector registraría un crecimiento de 7,1 por ciento, lo que estaría asociado principalmente a la mayor extracción de cobre y zinc; el primero explicado por la operación durante un año completo de nuevos proyectos como Antapaccay y la ampliación de Antamina; y el segundo debido a la entrada del nuevo proyecto Santander en Lima y la ampliación de Milpo y de El Brocal en su unidad Colquijirca. La producción en 2014 aumentaría a 12,6 por ciento asociado principalmente a la mayor producción cobre que aportaría con 8,1 puntos porcentuales al crecimiento del sector por la entrada en operación de los nuevos proyectos de Toromocho, Las Bambas y Constancia.

Con relación a los **hidrocarburos**, se proyecta un crecimiento de 9,4 por ciento para 2013, mayor al que se observaría en 2012 (2,5 por ciento), asociado a la mayor producción de líquidos de gas natural prevista en el Lote 88 de Pluspetrol ante el incremento en la demanda externa que se viene observando desde el tercer trimestre de 2012. Por su parte, también contribuiría la expansión gradual de la producción de petróleo de Savia Perú en el Lote Z-2B en Piura. No obstante, el crecimiento de este subsector se ha revisado a la baja respecto a lo proyectado en el Reporte de setiembre (18,6 por ciento) por la reprogramación para 2015 del proyecto Loop Sur de TGP, el que permitiría aumentar la capacidad de transporte en 30 mil barriles diarios de líquidos de gas natural y en 120 millones de pies cúbicos diarios de gas natural.

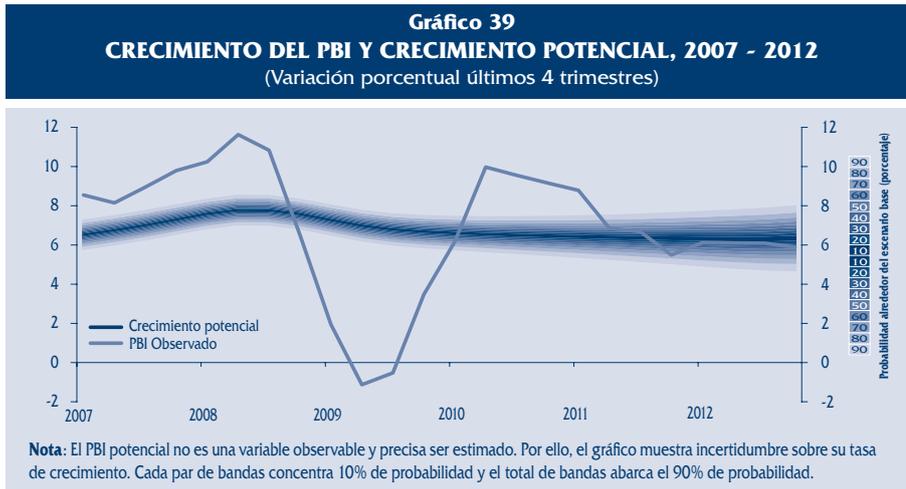


28. Los **sectores no primarios** crecieron 7,1 por ciento en el período enero - setiembre de 2012, principalmente por la evolución de construcción, servicios y comercio, atenuadas por el crecimiento moderado de la manufactura no primaria por menor producción de textiles, explicado por una menor demanda externa. En el horizonte de proyección se prevé una aceleración en el ritmo de crecimiento de los sectores no primarios. En el caso de la manufactura no primaria, su evolución estaría ligada tanto al crecimiento de la demanda interna, como a la evolución del crecimiento de las exportaciones no tradicionales, ligadas a su vez a la demanda mundial, la cual se recuperaría en 2014 con un efecto positivo sobre este sector. De otro lado, el sector construcción continuaría su crecimiento, aunque a tasas más moderadas (luego de la recuperación que hubo este año), 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.





29. Estas proyecciones implican que la economía mostraría una trayectoria de crecimiento sostenible, con un incremento del PBI cercano al crecimiento del PBI potencial (estimado en alrededor de 6 por ciento).



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

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

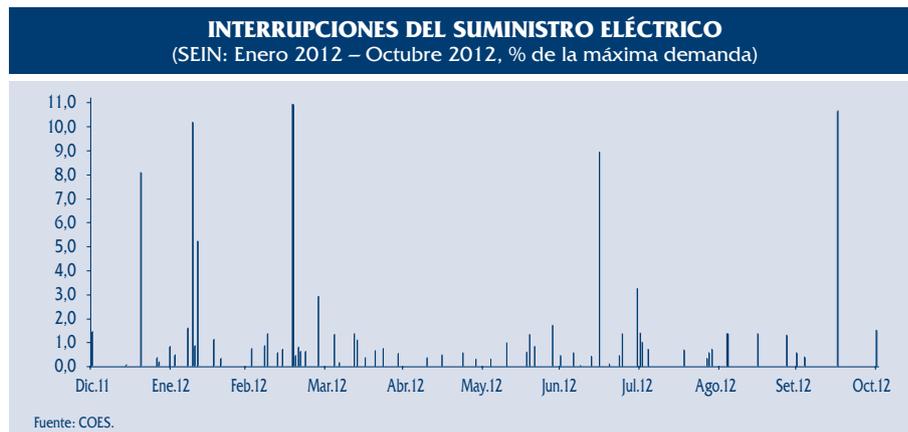




RECUADRO 2 BALANCE OFERTA – DEMANDA DEL SECTOR ELÉCTRICO: 2013 - 2014

La proyección del balance de oferta y demanda del sector eléctrico para el período 2013 – 2014 muestra algunos riesgos tales como la alta concentración de la generación eléctrica en el centro del país, la fuerte dependencia al gas de Camisea, la congestión del sistema de transmisión, y la exposición a la temporada de estiaje y a eventos de fallas de generación y transmisión.

Así, entre enero y octubre de 2012 se registraron 62 interrupciones imprevistas del servicio mayores de 15 MW (en 2011 el número de estas interrupciones ascendió a 86). Si bien estos eventos fueron de naturaleza parcial y transitoria, su magnitud (6 interrupciones superaron el 5 por ciento de la demanda máxima, es decir, fueron mayores a 250 MW) sugiere la necesidad de tomar acciones para incrementar la reserva del sistema eléctrico del Perú.



La seguridad del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) puede ser aproximada por el margen de reserva, indicador que mide el exceso de oferta eléctrica (potencia efectiva) como porcentaje de la demanda eléctrica (máxima demanda). Dados los riesgos señalados, el margen de reserva adecuado para garantizar la seguridad del suministro en el Perú no debiera ser menor al 20 por ciento.

Escenario Base

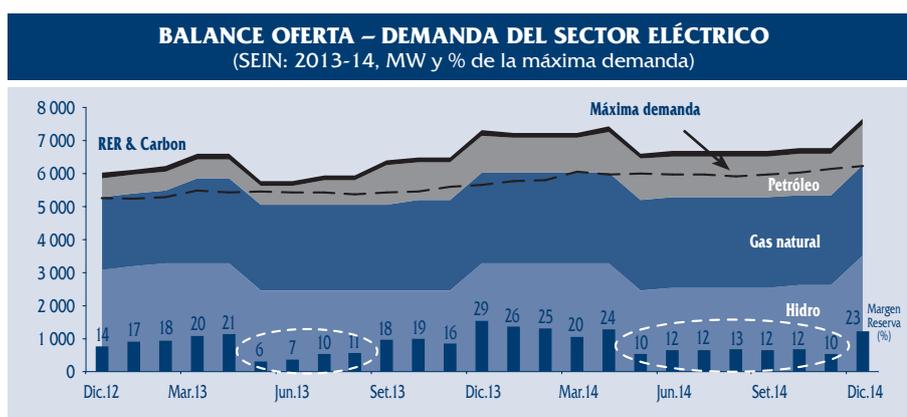
Con el objetivo de proyectar el margen de reserva para el horizonte de proyección de este Reporte de Inflación, a continuación se presenta el Balance Oferta – Demanda 2013-14 sobre la base de los siguientes supuestos:

- i. Tasa de crecimiento de la máxima demanda de 8,8 por ciento promedio anual, consistente con las proyecciones del MINEM.
- ii. Tasa de crecimiento de la potencia efectiva de 14,0 por ciento promedio anual, desde 7 080 MW en 2012 hasta 9 152 MW en 2014, consistente con el Plan de Obras del COES para el 2013 y 2014.

PRINCIPALES PROYECTOS DE GENERACIÓN ELÉCTRICA (SEIN: 2013-2014, Potencia Efectiva, MW)				
CENTRAL DE GENERACIÓN	Zona	2013	2014	2013-14
Hidroeléctrica				
CH Huanza - (Feb. 2013)	Centro	90		
CH Machupicchu II (Jun. 2014)	Sur		101	
CH Quitaracsá (Oct. 2014)	Norte		112	
CHs < 20 MW		117	20	
Térmica				
CT Fenix - GN CC (Mar. 2013)	Centro	521		
CT Reserva Fría - Talara (Jul. 2013)	Norte	183		
CT Chilca I - GN CC (Ago. 2013)	Centro	268		
CT Reserva Fría - Ilo (Set. 2013)	Sur	460		
CT Reserva Fría - Etén (Abr. 2014)	Norte		200	
Total 2013 - 2014 (MW)		1 639	433	2 072

Fuentes: COES, OSINERGMIN y MINEM.

- iii. Reducción de la oferta hidroeléctrica de 25 por ciento entre mayo y noviembre, consistente con los episodios de estiaje severo registrados entre 2004 y 2011.
- iv. Limitaciones de la potencia efectiva de la oferta térmica que opera con gas natural de Camisea, debido a que estas centrales actualmente operan, en promedio, al 70 por ciento de su capacidad por las restricciones de capacidad de transporte del combustible. Cabe indicar que la expansión de la capacidad del ducto de transporte de gas de Camisea estaría operativa el año 2015, en vista de la actual paralización del proyecto y el plazo estimado para la ejecución de obras.



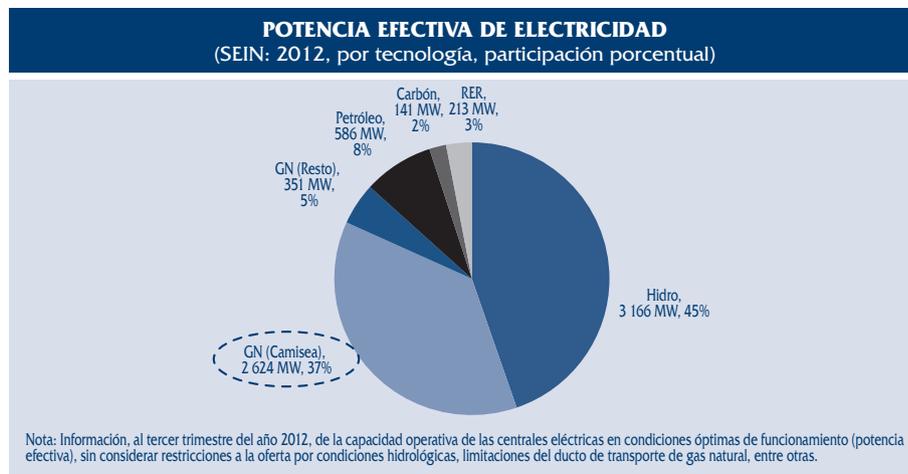
Este escenario muestra que entre mayo y noviembre de los siguientes dos años el margen de reserva sería menor a 20 por ciento, si es que hubiese un estiaje severo, por lo que si coincidiera con alguna falla en una central térmica importante, podría haber riesgo de interrupción del suministro.





Escenario de Evento Negativo

Por otro lado, dada la incertidumbre asociada a las condiciones de transporte del gas de Camisea en la zona selva, como factor de riesgo adicional se debe considerar la falta del suministro de este combustible por efecto de la interrupción de este servicio de transporte. Dada la importancia relativa de la oferta eléctrica producida con este combustible, la ocurrencia de este evento negativo (interrupción del suministro de gas de Camisea) en cualquier momento durante los próximos dos años, en ausencia de medidas de política, implicaría racionamiento. Una situación de racionamiento ocurre cuando la oferta es inferior a la demanda en el SEIN, lo que generaría la interrupción del suministro por un periodo mayor a cuatro horas.



En este escenario de falta de disponibilidad total del gas de Camisea, la proyección del Balance Oferta – Demanda 2013 - 2014 muestra que el racionamiento sería significativo, independientemente del periodo en el cual ocurriese, alcanzando a superar el 20 por ciento de la máxima demanda en la temporada de estiaje 2013 (hasta 1 200 MW).

En situación de racionamiento, el COES programa el abastecimiento del suministro eléctrico con el siguiente orden de prioridad:

- i. Las cargas esenciales (por ejemplo, hospitales).
- ii. El servicio público de electricidad (mercado regulado: clientes residenciales e industria y comercio al por menor).
- iii. Usuarios libres (mercado libre: cliente industrial mayor con contrato directo con generador y/ o distribuidor).

Así, en un escenario de interrupción del suministro del gas de Camisea, el racionamiento alcanzaría a más de 250 grandes clientes libres con una potencia contratada actual del orden de 2 300 MW que se concentran en los sectores minería, fundición, cementos, químicos y metalurgia.

Para amortiguar el impacto que un evento de esta naturaleza pudiera tener sobre la economía, se debería contemplar medidas que permitan la generación alternativa de electricidad, tales como la conversión del íntegro de las centrales térmicas de gas natural a la tecnología dual y la ejecución oportuna de las concesiones de las centrales y líneas de transmisión programadas.

III. Balanza de pagos

31. En el período enero-setiembre del presente año, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de US\$ 5 131 millones (3,5 por ciento del PBI), mayor a los US\$ 2 547 millones (2,0 por ciento del PBI). Este resultado refleja la reducción observada en la balanza comercial, la cual paso de un superávit de US\$ 7 298 millones en los primeros nueve meses de 2011 a US\$ 3 543 millones en similar período de 2012; explicada por la disminución de los precios de exportación de productos tradicionales en 6,4 por ciento, el ligero crecimiento del volumen de exportaciones de estos mismos productos (1,7 por ciento)¹ y por el dinamismo del volumen de importaciones en 9,9 por ciento, lo que se vincula al crecimiento de la demanda interna (7,3 por ciento).

Un aspecto destacable en el registro de la balanza de pagos en lo que va de 2012 es el importante flujo de capitales de largo plazo del sector privado, lo que contrasta con los US\$ 7 575 millones entre enero y setiembre de 2011. Esta tendencia se vincula con la ejecución de proyectos de inversión y al financiamiento de las empresas locales en los mercados del exterior, en un contexto en el que los fondos de pensiones alcanzaron su límite de inversión externa. De esta manera, el resultado de la balanza de pagos fue positivo en US\$ 11 962 millones, flujo sustancialmente mayor al de enero-setiembre de 2011 (US\$ 3 771 millones).

Cuadro 13
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-2 547	-3 341	-5 131	-7 709	-7 282	-8 664	-7 990	-8 783	-7 983
<i>Porcentaje del PBI</i>	-2,0	-1,9	-3,5	-3,9	-3,7	-4,1	-3,7	-3,8	-3,4
1. Balanza comercial	7 298	9 302	3 543	3 541	4 435	2 809	3 965	3 817	5 439
a. Exportaciones	34 757	46 268	34 140	44 330	45 810	47 162	48 425	53 067	54 608
b. Importaciones	-27 460	-36 967	-30 597	-40 789	-41 375	-44 353	-44 460	-49 250	-49 169
2. Servicios	-1 591	-2 132	-1 618	-2 179	-2 236	-2 389	-2 020	-2 792	-2 422
3. Renta de factores	-10 621	-13 710	-9 545	-12 418	-12 844	-12 596	-13 415	-13 451	-14 611
4. Transferencias corrientes	2 367	3 200	2 489	3 347	3 364	3 511	3 480	3 643	3 610
Del cual: Remesas del exterior	1 989	2 697	2 108	2 830	2 852	2 969	2 959	3 073	3 073
II. CUENTA FINANCIERA	6 318	8 065	17 093	19 508	22 237	11 664	12 990	11 783	11 483
Del cual:									
1. Sector privado	5 714	7 184	15 327	17 303	20 361	11 602	12 050	11 972	11 670
a. Largo plazo	7 575	9 620	13 191	14 347	16 713	10 668	10 545	11 168	10 115
b. Corto plazo 1/	-1 860	-2 436	2 136	2 956	3 648	934	1 505	803	1 556
2. Sector público	579	848	1 754	2 186	1 857	58	935	-193	-192
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	3 771	4 724	11 962	11 800	14 955	3 000	5 000	3 000	3 500

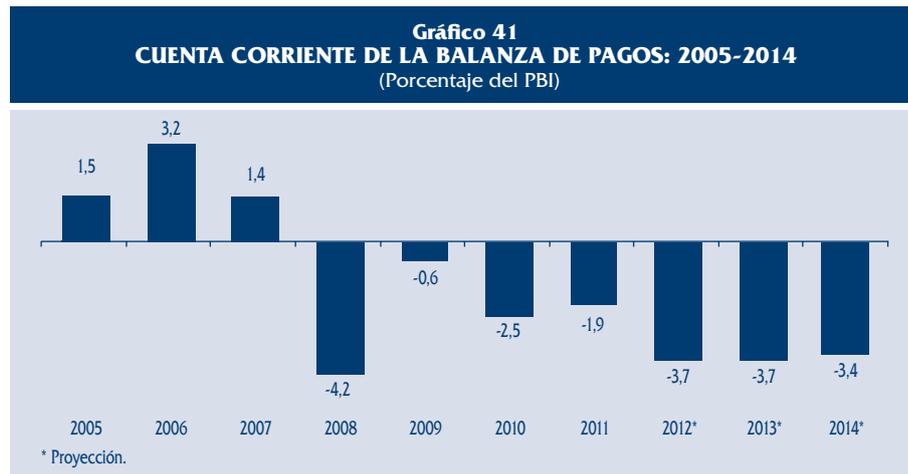
1/ Incluye errores y omisiones.

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

1 Cabe precisar que con la intensificación de medidas en contra de la minería informal se ha producido una reducción en el registro de ventas al exterior de empresas comercializadoras de oro de US\$ 1 547 millones en el período enero-setiembre de 2011 a US\$ 1 005 millones en similar período de 2012.





32. Para **2012** se proyecta un déficit en cuenta corriente de 3,7 por ciento del PBI, menor en 0,2 puntos porcentuales a lo previsto en el Reporte de setiembre (US\$ 427 millones), por los mayores volúmenes de exportación tanto de productos tradicionales como de productos no tradicionales, principalmente de productos agropecuarios, textiles y sidero-metalúrgicos. A esta revisión también contribuye la atenuación en la disminución de los términos de intercambio.

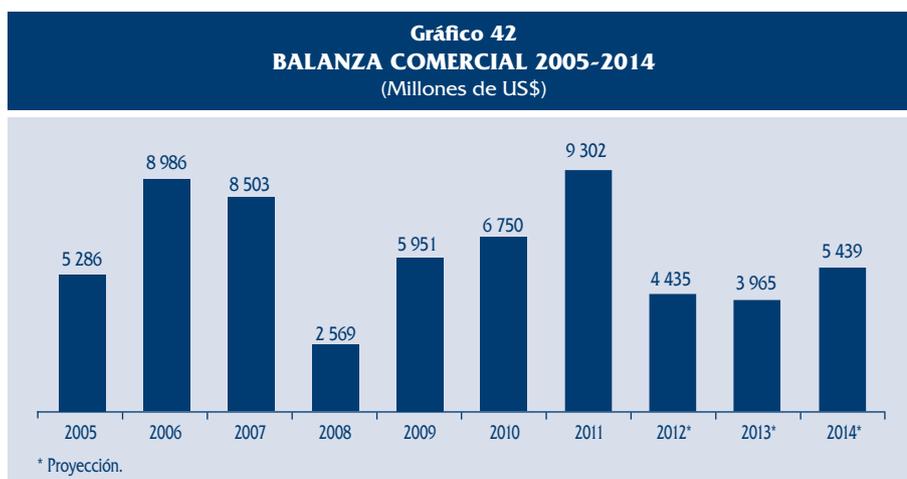
Para **2013** y **2014** se proyecta un menor déficit en cuenta corriente respecto al Reporte de setiembre, de 4,1 a 3,7 por ciento del producto y de 3,8 a 3,4 por ciento del producto, respectivamente. Esta revisión refleja el mayor flujo en la balanza comercial asociado a la mejora en los términos de intercambio, lo que seguiría parcialmente atenuado por los mayores egresos por renta de factores producto de las mayores utilidades generadas en el país por parte de empresas no residentes.

Dada la alta liquidez internacional se viene observando una mayor emisión de bonos en el mercado exterior tanto de entidades privadas financieras y no financieras cuanto de entidades financieras públicas (COFIDE y MiVivienda).

33. La **balanza comercial** para el año 2012 se ha revisado al alza de US\$ 3,5 mil millones en el Reporte de setiembre a US\$ 4,4 mil millones en el presente Reporte; lo que toma en cuenta la revisión al alza de la ejecución del primer semestre (US\$ 438 millones) ante las regularizaciones en las exportaciones de oro y de derivados de petróleo; así como mayores exportaciones a las previstas durante el tercer trimestre.

Para 2013 y 2014 se proyecta un superávit comercial de US\$ 4,0 y US\$ 5,4 mil millones respectivamente, frente a los US\$ 2,8 y US\$ 3,8 mil millones previstos en el Reporte anterior. Estas proyecciones se sustentan en el menor deterioro en los términos de intercambio producto de los menores precios del petróleo crudo y alimentos previstos, así como de mayores precios de los metales en el horizonte de proyección; y el menor crecimiento esperado de las importaciones de bienes de capital asociado al desfase

de algunos proyectos de inversión en el sector privado. Todo ello sería parcialmente atenuado por el menor crecimiento en el volumen de exportaciones de minerales por la reprogramación del inicio de algunos proyectos de cobre y oro.



Cuadro 14
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12
EXPORTACIONES	34 757	46 268	34 140	44 330	45 810	47 162	48 425	53 067	54 608
<i>De las cuales:</i>									
Productos tradicionales	27 193	35 837	25 781	33 333	34 501	35 064	36 081	39 787	40 915
Productos no tradicionales	7 340	10 130	8 107	10 617	10 970	11 727	12 126	12 892	13 475
IMPORTACIONES	27 460	36 967	30 597	40 789	41 375	44 353	44 460	49 250	49 169
<i>De las cuales:</i>									
Bienes de consumo	4 823	6 692	5 955	7 999	8 147	8 864	9 353	10 184	10 645
Insumos	13 571	18 255	14 409	19 020	19 449	19 809	19 945	21 404	21 659
Bienes de capital	8 768	11 665	10 056	13 136	13 501	15 059	14 950	17 039	16 730
BALANZA COMERCIAL	7 298	9 302	3 543	3 541	4 435	2 809	3 965	3 817	5 439

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

34. La proyección de las **exportaciones** para 2012 se ha revisado al alza, por lo que llegarían a los US\$ 46 mil millones, frente a la previsión de US\$ 44 mil millones en el Reporte de setiembre, lo que representa aún una reducción de 1 por ciento respecto a 2011. La revisión respecto al Reporte anterior refleja fundamentalmente la recuperación observada en la cotización del cobre, zinc y plomo, los mayores volúmenes de exportaciones de productos tradicionales, principalmente de cobre, oro y zinc; y las mayores exportaciones de productos no tradicionales observadas en los primeros nueve meses del año.





Cuadro 15
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

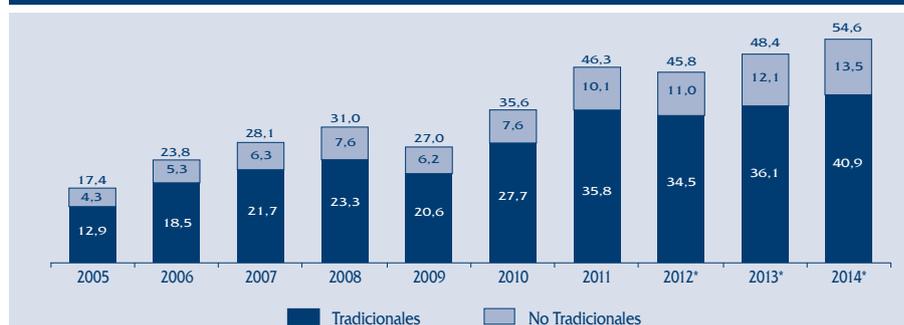
	2011		2012*			2013*		2014*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12
1. Valor:									
a. Exportaciones	35,9	30,1	-1,8	-4,2	-1,0	6,4	5,7	12,5	12,8
Productos tradicionales	36,1	29,5	-5,2	-7,0	-3,7	5,2	4,6	13,5	13,4
Productos no tradicionales	35,5	32,6	10,5	4,8	8,3	10,5	10,5	9,9	11,1
b. Importaciones	37,3	28,3	11,4	10,3	11,9	8,7	7,5	11,0	10,6
2. Volumen:									
a. Exportaciones	8,7	8,5	3,2	1,1	3,2	8,6	7,8	10,9	10,7
Productos tradicionales	5,2	5,2	1,7	0,3	2,0	8,5	7,5	12,1	11,6
Productos no tradicionales	21,5	20,2	9,3	4,1	7,0	8,9	8,3	7,1	8,3
b. Importaciones	19,1	12,8	9,9	8,8	10,8	8,7	9,1	9,8	9,6
3. Precio:									
a. Exportaciones	24,8	20,0	-4,6	-5,2	-4,1	-2,1	-1,9	1,5	1,9
Productos tradicionales	28,6	22,9	-6,4	-5,9	-5,6	-3,3	-2,7	0,8	1,6
Productos no tradicionales	11,5	10,4	1,2	0,9	1,4	1,4	2,0	2,7	2,6
b. Importaciones	15,2	13,8	1,5	1,4	1,0	0,1	-1,5	1,1	0,9

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Para 2013 y 2014 las exportaciones ascenderían a US\$ 48 y US\$ 55 mil millones, respectivamente, mayores a lo previsto en el Reporte de setiembre, como consecuencia de la mejora en la cotización de los principales productos mineros de exportación. Esta proyección considera la entrada en operaciones del proyecto cuprífero Antapaccay (Cusco) a fines de 2012, el proyecto polimetálico Santander (Lima) a inicios de 2013; y los proyectos cupríferos Toromocho (Junín), Las Bambas (Apuímac) y Constanza (Cusco) para 2014.

Gráfico 43
EXPORTACIONES DE BIENES: 2005-2014
(Miles de millones de US\$)



Nota: El total de exportaciones incluye el rubro de otras exportaciones.

* Proyección.

Gráfico 44
VOLUMEN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
(Índice 1994=100)

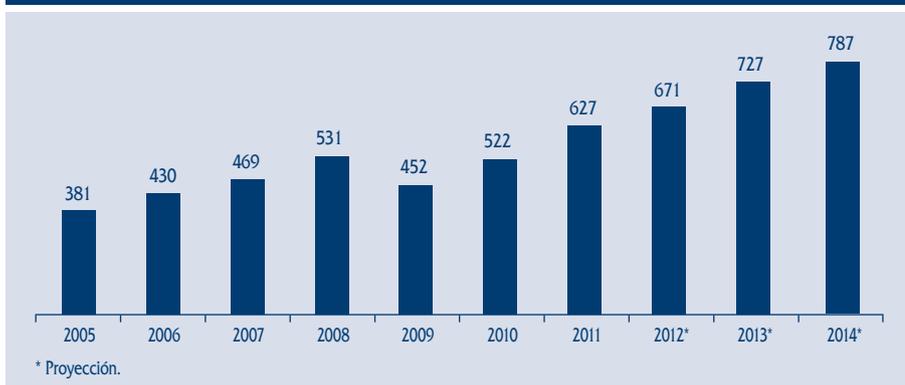


Gráfico 45
VOLUMEN DE EXPORTACIONES DE COBRE
(Miles de TMF)

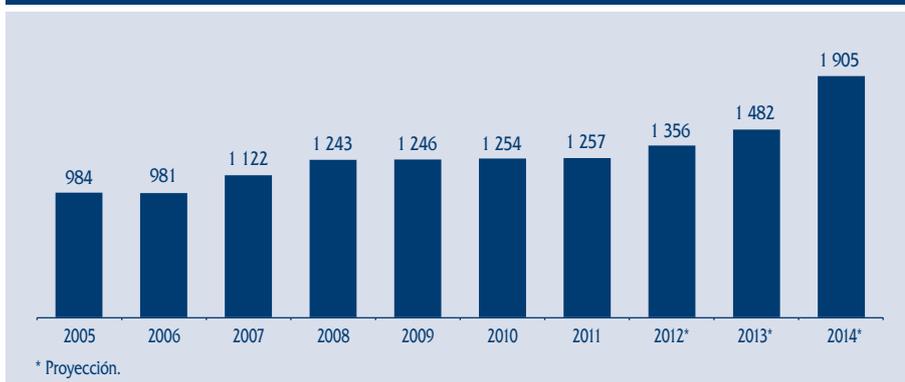
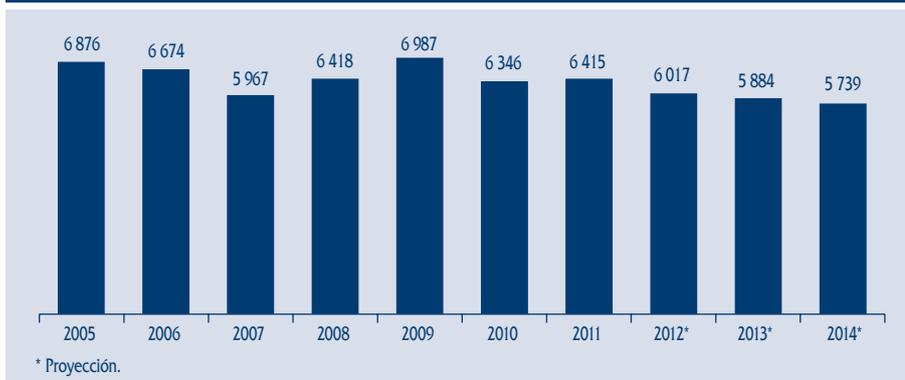


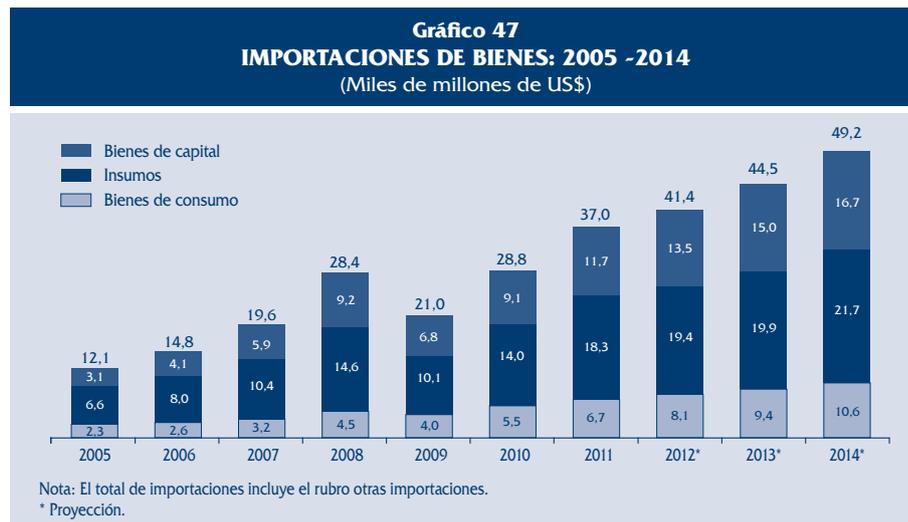
Gráfico 46
VOLUMEN DE EXPORTACIONES DE ORO
(Miles de onzas)





35. La proyección de las **importaciones** de 2012 se ha revisado al alza con lo cual superaría los US\$ 41 mil millones, lo que representa un incremento de 11,9 por ciento respecto a 2011. El mayor valor de las importaciones contemplado para este año respecto al Reporte de setiembre refleja, en gran medida, la mayor ejecución de los primeros nueve meses del año ante los mayores volúmenes de importación de insumos industriales, bienes de capital y petróleo crudo.

Para 2013 se proyecta un nivel de importaciones de US\$ 44 mil millones, en tanto que para 2014 este agregado alcanzaría los US\$ 49 mil millones. Para este horizonte de proyección, los volúmenes de importaciones seguirían mostrando altas tasas de crecimiento (9,1 por ciento en 2013 y 9,6 por ciento en 2014).



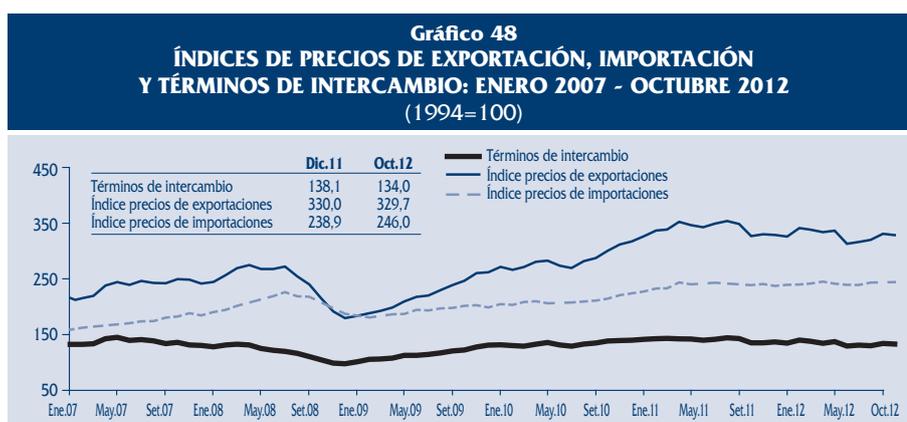
Términos de intercambio y precios de *commodities*

36. En los últimos meses, la mayoría de los principales precios de exportación mostró una disminución afectados por los temores en la Eurozona, los riesgos en torno a las medidas fiscales en EUA y a la desaceleración en China. Con ello se revierte parcialmente la tendencia observada en el año para la mayoría de esos productos.

Por el lado de los precios de importación, la mayoría de las cotizaciones también han corregido a la baja en los últimos tres meses, en línea con la recuperación parcial y estacional de la oferta, las perspectivas de mayor cosecha en EUA y la disminución en el precio del petróleo, principalmente.

Entre enero y octubre los precios de exportación disminuyeron 4,1 por ciento respecto al mismo periodo del año previo, tendencia que se mantendría en los

meses restantes del año. Por el lado de los precios de importación, se registró un incremento de 1,6 por ciento entre enero y octubre, respecto a similar periodo del año previo, comportamiento que se atenuaría en los dos últimos meses del año.



37. Para 2012 se ha revisado la proyección de los términos de intercambio (de -6,6 a -5,1 por ciento) para mostrar una menor reducción debido a la atenuación de la caída de precios de exportación y un menor crecimiento de los precios de importación. En igual sentido se han revisado las proyecciones de los años 2013 (de -2,1 a -0,5 por ciento) y 2014 (de 0,4 a 1,0 por ciento).

Cuadro 16
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2011 - 2014
(Datos promedios anuales)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	Ene.-Oct.	Año	Ene.-Oct.	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12
Términos de intercambio 1/	7,3	5,4	-5,6	-6,6	-5,1	-2,1	-0,5	0,4	1,0
Precios de Exportaciones 1/	23,5	20,0	-4,1	-5,2	-4,1	-2,1	-1,9	1,5	1,9
Cobre (ctv US\$ por libra)	412	400	362	359	361	358	365	357	366
Zinc (ctv US\$ por libra)	102	100	88	87	88	88	90	89	94
Plomo (ctv US\$ por libra)	113	109	92	91	93	93	98	95	99
Oro (US\$ por onza)	1 545	1 570	1 663	1 661	1 673	1 700	1 720	1 700	1 720
Precios de Importaciones 1/	15,1	13,8	1,6	1,4	1,0	0,1	-1,5	1,1	0,9
Petróleo (US\$ por barril)	94	95	95	96	94	95	90	95	90
Trigo (US\$ por TM)	288	280	269	280	278	330	331	324	324
Maíz (US\$ por TM)	267	262	271	281	274	295	276	259	245
Aceite de Soya (US\$ por TM)	1 206	1 191	1 144	1 182	1 127	1 254	1 096	1 209	1 125

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.
1/ Promedio var.% anual.





38. A lo largo del año, la desaceleración del crecimiento de China –principal importador de *commodities*– ha disminuido la demanda mundial de estos bienes, generando, además, expectativas de una mayor contracción de la demanda mundial, factores que han condicionado el comportamiento de los precios de *commodities*. En el décimo mes del año, la mayoría de importaciones de *commodities* de China mostró una desaceleración respecto a similar periodo de año pasado, en un contexto de menor actividad. En el caso del cobre –China es el principal consumidor mundial de cobre, concentrando el 39 por ciento de consumo global–, las importaciones disminuyeron 22 por ciento. Por otro lado, destaca también las tasas de crecimiento de las importaciones de alimentos; éstas se vieron incentivadas por la corrección de los precios internacionales de alimentos.

Cuadro 17
CHINA: IMPORTACIONES DE PRINCIPALES COMMODITIES
(Variaciones porcentuales)

	Oct.11		Oct.12	
	Anual	Acum. del año	Anual	Acum. del año
Metales básicos (refinados)				
Cobre	74,0	-15,0	-22,0	58,0
Zinc	20,0	1,0	22,0	44,0
Energía				
Crudo de petróleo	27,0	7,0	4,0	7,0
Agrícolas				
Trigo	430,0	-15,0	484,0	248,0
Maíz	21,0	-37,0	46,0	386,0
Aceite de soya	-37,0	-9,0	83,0	47,0

Fuente: Barclays Capital.

39. En el tercer trimestre se registró una entrada neta de US\$ 13,1 mil millones a los fondos de inversión en *commodities*, revirtiéndose la salida récord de US\$ 5,2 mil millones del trimestre pasado. Sólo en setiembre se anotó una entrada de US\$ 7,3

mil millones, la mayor desde julio 2011. En octubre, y por quinto mes consecutivo, se registró una entrada neta de US\$ 3,3 mil millones. Esta evolución se explica por los nuevos programas de estímulo monetario implementados por los principales bancos centrales; en particular, la aprobación de un nuevo QE.

Cuadro 18
FONDOS DE INVERSIÓN
FLUJOS DE INVERSIÓN INTERNACIONALES EN COMMODITIES
(Miles de millones de US\$)

	Datos mensuales		Datos anuales					
	Set.12	Oct-12	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (Ene.-Set.)
Flujo total	7,3	3,3	17,0	19,5	76,8	66,1	14,6	14,7
Metales preciosos	5,7	3,0	8,2	12,5	25,8	27,3	13,5	13,8
Metales básicos	0,3	0,0	1,7	1,0	5,7	3,9	0,9	0,4
Agrícolas	0,4	-0,2	3,4	0,5	16,4	15,4	0,7	-1,7
Energía	1,0	0,5	3,7	5,4	29,2	20,2	-0,2	2,1

Fuente: Barclays Capital.

Cobre

40. Durante los tres últimos meses, el precio del cobre continuó con una tendencia a la baja, al pasar de US\$/lb. 3,66 en setiembre a US\$/lb. 3,49 en noviembre, registrando una caída de 4,6 por ciento. Sin embargo, en el año acumula un incremento de 1,7 por ciento.

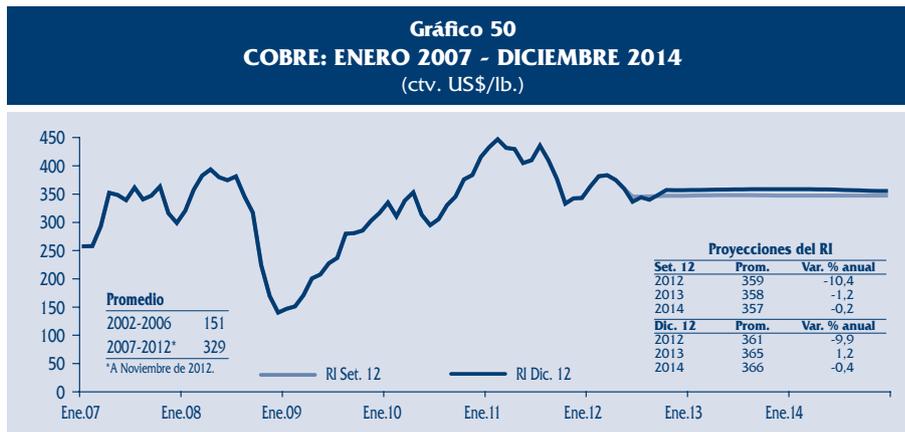
La reciente tendencia a la baja se explica por los temores sobre una posible crisis fiscal en Estados Unidos, la situación de la Eurozona², y sobre todo, la evolución de la actividad en China, principal importador mundial. La demanda china de cobre refinado no aumentó significativamente en el tercer trimestre, ni a inicios del cuarto trimestre del año como estacionalmente ocurre, lo que estuvo acompañado por niveles récord en los inventarios de ese país³.

Para el horizonte de proyección se espera una menor demanda proveniente de algunas economías desarrolladas, lo que se compensaría por la recuperación prevista para China y por los bajos niveles de inventarios en las bolsas de metales mundiales (los cuales incluso han disminuido respecto a diciembre 2011). En línea con estos desarrollos, se estima que, en el horizonte de proyección, los precios se ubiquen ligeramente por encima del nivel considerado en el Reporte de Inflación pasado.

2 La Eurozona entró en recesión por segunda vez en 4 años, registrando una contracción de 0,1 por ciento en el tercer trimestre de 2012.

3 Estos inventarios no se registran como inventarios bursátiles.



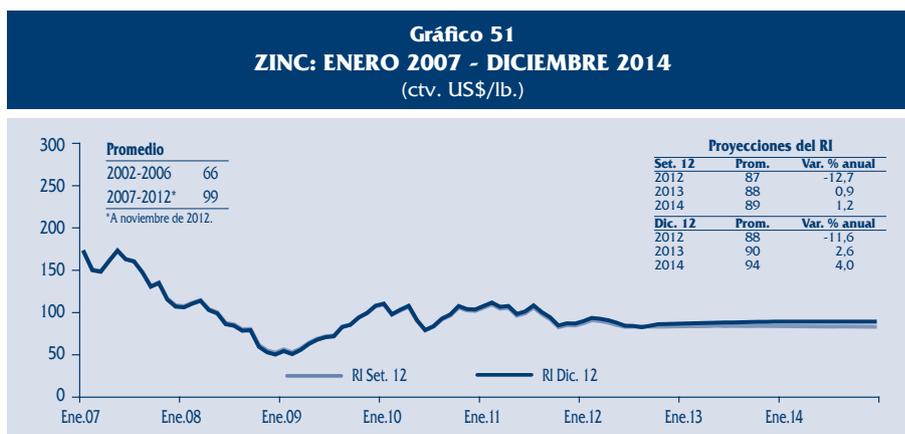


Zinc

41. Durante los últimos tres meses, el precio promedio del zinc ha disminuido 4,9 por ciento, cerrando el mes de noviembre en un promedio de US\$/lb. 0,86. Con ello, revierte la tendencia de los meses previos y acumula en el año una disminución de 0,5 por ciento.

Esta reducción refleja las condiciones más holgadas de oferta del mercado mundial e inventarios mundiales al alza. Estos resultados son consistentes con el incremento de la producción minera en el año, y con la caída en la demanda, afectada por la contracción económica en Europa. La producción viene excediendo a la demanda desde 2007, luego de que los precios récord de diciembre 2006, impulsaran el incremento de la oferta del zinc, llevando a los inventarios en London Metal Exchange (LME) a niveles máximos históricos.

Sin embargo, se proyecta una reducción del superávit de oferta de zinc para el próximo año, debido a que los precios bajos están ocasionando la reducción en la producción de zinc refinado, en particular en China, así como también las regulaciones medioambientales que se refuerzan con las reformas de las nuevas autoridades chinas. Se prevé que, en el horizonte de proyección, el zinc se cotice en niveles levemente superiores a los estimados en el Reporte de Inflación de setiembre.

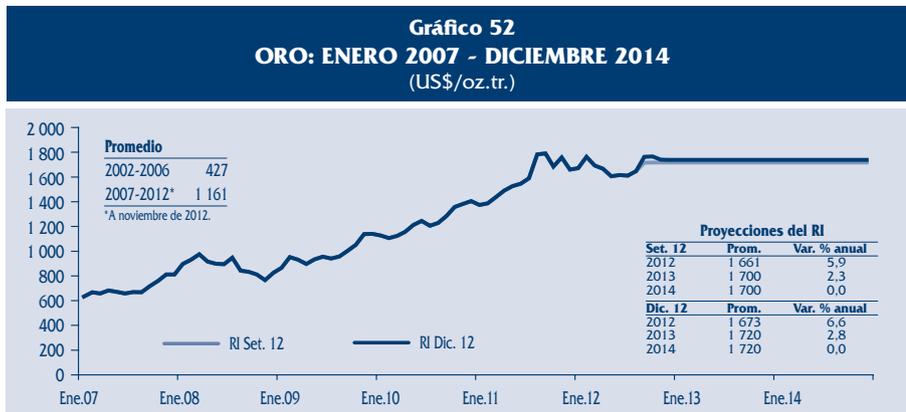


Oro

42. La cotización del oro se redujo 1,3 por ciento en los últimos tres meses, al pasar de US\$/oz.tr. 1 745 en setiembre a US\$/oz.tr. 1 722 en noviembre. Sin embargo, el precio del oro todavía acumula un alza de 4,9 por ciento en lo que va del año.

El reciente comportamiento descendente del oro se sustentó en la caída de la demanda mundial en el tercer trimestre⁴, debido al recorte de inversiones y compras de joyería de China; y por el aumento en la producción de China en los primeros 9 meses del año.

Sin embargo, la cotización del oro continúa presionada al alza por un dólar depreciado tras las medidas de estímulo monetario adoptadas por la FED en setiembre, por la incertidumbre fiscal en Estados Unidos, por la situación de la Eurozona y los conflictos en Medio Oriente. En estas circunstancias, se estima que el precio del oro se mantendrá alto en el horizonte de proyección en un contexto de elevada incertidumbre.



4 Reportada por el Consejo Mundial de Oro.



**Cuenta financiera**

43. Las obligaciones financieras del sector privado de largo plazo en el exterior tuvieron un flujo de US\$ 14 312 millones, monto sustancialmente mayor al de igual período de 2011 (US\$ 8 441 millones), producto de la mayor inversión directa extranjera en el país y los mayores préstamos de largo plazo vinculados a los procesos de expansión de la inversión en el país. Por su parte, la inversión de cartera en el exterior de los agentes residentes aumentó de un flujo de US\$ 752 millones a US\$ 1 203 millones este año.

Cuadro 19
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12
Flujos de activos (1)	-866	-1 298	-1 121	-1 956	-2 166	-2 183	-4 123	-2 350	-4 141
Inversión directa en el extranjero	-115	-113	82	-68	82	0	0	0	0
Inversión de cartera en el exterior	-752	-1 185	-1 203	-1 887	-2 248	-2 183	-4 123	-2 350	-4 141
Flujos de pasivos (2)	8 441	10 918	14 312	16 303	18 879	12 851	14 668	13 518	14 256
Inversión directa extranjera en el país	6 160	8 233	8 284	9 868	11 084	8 264	8 171	9 063	9 336
Préstamos de largo plazo	2 518	2 787	4 373	4 734	5 378	2 725	4 182	2 509	2 554
Desembolsos	2 918	3 886	5 280	5 845	6 595	4 043	5 440	4 041	3 941
Amortización	-401	-1 099	-907	-1 112	-1 217	-1 318	-1 258	-1 533	-1 387
Inversión extranjera de cartera en el país	-236	-102	1 656	1 701	2 416	1 862	2 316	1 946	2 366
Participaciones de capital	-17	147	17	62	477	170	170	165	165
Otros pasivos	-220	-249	1 639	1 639	1 939	1 692	2 146	1 781	2 201
Total (1+2)	7 575	9 620	13 191	14 347	16 713	10 668	10 545	11 168	10 115
Nota:									
Porcentaje del PBI	5,8	5,4	9,0	7,3	8,4	5,0	4,8	4,8	4,3

RI: Reporte de Inflación.

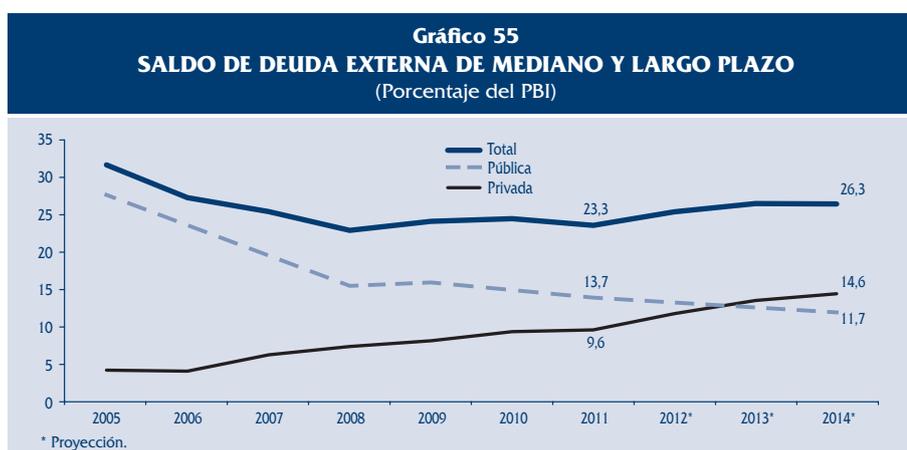
* Proyección.

44. Durante 2012 la cuenta financiera de largo plazo del sector privado ascendería a US\$ 16 mil millones, monto mayor al previsto en el Reporte de setiembre (US\$ 14,3 mil millones). Esta revisión al alza se explica por la mayor inversión directa y de cartera por no residentes en el país, lo que sería parcialmente atenuado por el mayor flujo observado de capitales al exterior por parte de inversionistas institucionales locales.

Para 2013 y 2014 se proyecta un flujo positivo de US\$ 10,5 y US\$ 10,1 mil millones, respectivamente; lo que se sustenta en el mayor requerimiento de financiamiento externo para la ejecución de proyectos de inversión privada, parte del cual es reinversión, y mayores adeudados externos de largo plazo por parte del sector financiero; lo que sería atenuado por las compras de activos en el exterior por parte de inversionistas institucionales locales.



45. Con ello, el saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo del sector privado mostraría una tendencia creciente, pasando de 9,6 por ciento del PBI en 2011 a 14,6 por ciento del PBI en 2014; lo que contrastaría con la evolución esperada de la deuda externa pública, la cual pasaría de 13,7 por ciento del PBI en 2011 a 11,7 por ciento del PBI en 2014, incluyendo los bonos en poder de no residentes.



46. La cuenta financiera de la balanza de pagos que corresponde al **sector público** tuvo un flujo de US\$ 1 754 millones entre enero y setiembre de 2012, mayor al flujo de similar período de 2011 (US\$ 580 millones). Entre las operaciones que explican este flujo se encuentran la compra de bonos soberanos por parte de no residentes (US\$ 1 548 millones), así como la emisión de bonos globales (US\$ 500 millones) y de Cofide (US\$ 400 millones) en el primer trimestre de este año. Con ello se espera cerrar el año con un flujo positivo de US\$ 1 857 millones, lo que toma en cuenta la emisión de bonos en el exterior de Cofide por US\$ 100 millones. Para el año 2013 se





tiene prevista la emisión de bonos en el exterior por parte del sector público financiero (Cofide y Fondo Mi Vivienda), en tanto que no se tiene considerada nueva emisión de bonos globales.

47. El flujo de capitales externos de **corto plazo** mostró una reversión desde una salida de US\$ 1 054 millones en enero-setiembre del año pasado a un flujo positivo de US\$ 1 102 millones en igual período de este año, en línea con condiciones de mayor estabilidad interna.

Para 2012 se proyecta un influjo de capitales de corto plazo de US\$ 2 611 millones, alcanzando un saldo equivalente a 4,5 por ciento del PBI, de los cuales 2,2 por ciento corresponde a adeudados bancarios. Cabe precisar que estos pasivos representan sólo el 7 por ciento del total del crédito de las sociedades de depósito al sector privado.



48. La acumulación de reservas internacionales ha permitido continuar reduciendo la vulnerabilidad ante eventos de reducción abrupta del financiamiento externo. De esta manera, las RIN representan el 33 por ciento del PBI, cubren más de 6 veces el adeudado externo de corto plazo y aproximadamente el total de las obligaciones del sistema financiero en el sector privado (liquidez total).

Cuadro 20
INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES

	Nov.02	Nov.07	Nov.12
Reservas Internacionales Netas (RIN, millones de US\$)	9 767	26 348	63 216
Posición de Cambio del BCRP (millones de US\$)	3 241	18 632	44 993
RIN / Producto Bruto Interno (porcentaje) 1/	17,3	25,7	32,7
RIN / Deuda externa de corto plazo (número de veces) 2/	1,9	3,1	6,4
RIN / Liquidez total (porcentaje)	79,8	98,5	98,2

1/ Acumulado al trimestre inmediatamente anterior.
2/ Incluye el saldo de deuda de corto plazo y la amortización de los próximos cuatro trimestres.



RECUADRO 3
LA ALIANZA DEL PACÍFICO COMO INICIATIVA DE INTEGRACIÓN REGIONAL

El Perú, en el marco de la política de Estado de integración al mundo, ha aplicado desde los noventa una política comercial que comprende la reducción unilateral de aranceles y, en un enfoque más amplio enfatizado durante la última década, la negociación de acuerdos comerciales con nuestros principales socios comerciales o bloques de países que presenten un alto potencial de desarrollo.

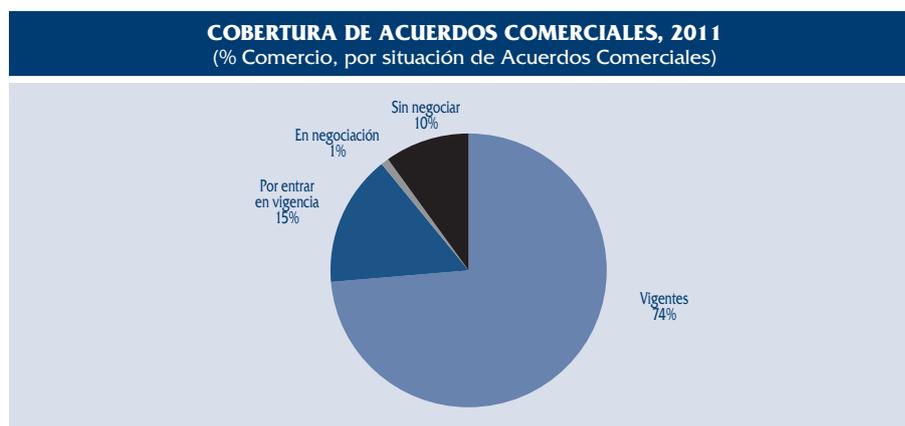
El Perú cuenta con acuerdos comerciales de naturaleza bilateral y regional con 52 países: vigentes, con 22 países, y por entrar en vigencia, con 30 países. De esta forma, el Perú está integrado comercialmente con un mercado de 3 mil millones de personas, que representa el 43 por ciento de la población mundial y concentra el 73 por ciento del PBI global, presentando una creciente apertura comercial.

ACUERDOS COMERCIALES: 2012 (*)			
	Vigentes	Por entrar en vigencia	Total (No. países)
Bilateral	15: Cuba, Estados Unidos, Chile, Singapur, Canadá, China, AELC (4), Corea del Sur, Tailandia, México, Japón, Panamá	30: Costa Rica, Guatemala, Venezuela Unión Europea (27)	45
Regional	7: CAN (3), Mercosur (4)		7
Total (No. Países)	22	30	52

(*) Ordenado en términos cronológicos según la fecha de entrada en vigencia y/o fecha de suscripción del acuerdo. En el caso de bloques comerciales, el número de países figura entre paréntesis.

Como resultado de este proceso de integración, en el año 2011, el 90 por ciento del comercio internacional de bienes del Perú fue realizado con países con los cuales se cuenta con un acuerdo comercial vigente, por entrar en vigencia o en negociación.





Hacia adelante, la agenda de política comercial peruana incluye la concreción de los actuales procesos de negociación con Honduras, El Salvador y el Acuerdo de Asociación Transpacífico (10 países de América, Asia y Oceanía, bloque que incluye a 5 economías con las que no se cuenta con un acuerdo comercial) y la Alianza del Pacífico; y la apertura de nuevos mercados (India, Rusia, Indonesia, Marruecos y Nicaragua, entre otros).

Alianza del Pacífico: Iniciativa de Integración Regional

La Alianza del Pacífico (AP), conformada por Perú, Chile, Colombia y México, es una iniciativa de integración regional que comprende un mercado que concentra el 3,5 por ciento del PBI global, con más de 200 millones de personas (3 por ciento de la población mundial) y con un ingreso por habitante de US\$ 13,2 mil en dólares de paridad de poder adquisitivo (PPP).

ALIANZA DEL PACÍFICO: INDICADORES SELECCIONADOS - 2011									
	PBI (% Mundo)	PBI per cápita - PPP (US\$ miles)	Población (% Mundo)	IDH (*)	ICG (*)	X - Bienes (% Mundo)	M - Bienes (% Mundo)	Arancel nominal medio (%)	IED influjo (% América Latina)
Alianza del Pacífico	3,5	13,2	3,0	-	-	2,9	2,9	-	39,0
Perú	0,4	10,1	0,4	80	61	0,3	0,2	3,7	5,5
Chile	0,4	17,4	0,3	44	33	0,4	0,4	6,0	11,6
Colombia	0,6	10,2	0,7	87	69	0,3	0,3	8,4	8,9
México	2,1	14,7	1,7	57	53	1,9	2,0	8,3	13,1

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

Las bases de la AP se constituyeron con la suscripción del *Acuerdo Marco para el establecimiento de la Alianza del Pacífico* (IV Cumbre de la Alianza del Pacífico celebrada en Chile en junio de 2012). En el Acuerdo Marco se precisa que la AP tiene como objetivo establecer un área de integración amplia orientada hacia la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas entre los países miembros.

El valor agregado de la AP reside en dos dimensiones principales: (i) la profundización de los acuerdos vigentes en materia comercial y relacionada (por ejemplo, reglas de origen, servicios e inversiones); y (ii) la construcción de una plataforma de integración económica-comercial de proyección global, con énfasis en la región Asia-Pacífico.

Con respecto a la primera dimensión, se pretende profundizar los acuerdos existentes entre los países miembros. De forma complementaria al perfeccionamiento de los acuerdos vigentes en materia no arancelaria; en el ámbito arancelario, se contempla la desgravación inmediata de no menos del 90 por ciento del universo arancelario y la desgravación gradual del resto de partidas restantes en un cronograma de hasta 7 años, lo que se definiría en el primer semestre de 2013.

ALIANZA DEL PACÍFICO: INSTRUCCIONES EN MATERIA COMERCIAL Y RELACIONADA	
Comercial	Servicios, Inversiones, entre otras
Eliminación de aranceles.	Constitución de un Grupo Técnico de Asuntos Institucionales que negocie, entre otros, un Régimen de Solución de Controversias.
Regulación de reglas de origen, incluyendo la acumulación de origen, y sistema de certificación electrónica de origen.	Identificación de las barreras para la inversión y el comercio de servicios, por parte del Comité Conjunto Mixto sobre Servicios e Inversión.
Hoja de ruta en materia de medidas sanitarias y fitosanitarias.	Acciones para profundizar la integración en materia de comercio de servicios y capitales, y evaluación de la conveniencia de negociar un acuerdo sobre estas materias.
Plan de trabajo en materia de obstáculos técnicos al comercio.	Cooperación en materia de mejora regulatoria que coadyuve a una mayor productividad, competitividad y desarrollo.
Implementación de la interoperabilidad de las ventanillas únicas, reconocimiento mutuo de Operador Económico Autorizado y acuerdo de cooperación aduanera.	Medidas diversas en el ámbito migratorio, entre otras.

Como valor agregado para el Perú, la AP permitiría ampliar significativamente el acceso al mercado de México dado que, a diferencia de los acuerdos comerciales con Chile y con Colombia que contemplaron una desgravación casi integral, en el acuerdo comercial con dicho país la desgravación inmediata para los productos de exportación peruanos cubre menos del 80 por ciento del universo arancelario.

Con respecto a la segunda dimensión, los países que conforman la AP tienen el potencial de constituir, de forma conjunta, una plataforma atractiva para la negociación con otros bloques comerciales, así como para fortalecer su atractivo como destino de inversión de otros países. Entre las fortalezas de la AP se destaca los siguientes aspectos:

- i. Preserva una estabilidad macroeconómica, caracterizada por un crecimiento estable y sostenido e inflación moderada durante la última década.
- ii. Constituiría la quinta y sexta economía a nivel mundial en términos de población y PBI, respectivamente.
- iii. Constituiría el segundo destino principal del flujo de inversión directa de América Latina.
- iv. Presenta una complementariedad económica importante: cubre los dos hemisferios (condiciones favorables para la agro-exportación, dada la contra-estacionalidad agrícola), y cuenta con acceso a los océanos Pacífico y Atlántico.





-
- v. Presenta una alta coincidencia en la orientación de políticas económicas: tres de los países son miembros de la APEC y dos de la OECD, y todos se encuentran en el marco de las negociaciones del Acuerdo de Asociación Transpacífico.

Dadas las fortalezas y las potencialidades de la AP, existe interés en los futuros desarrollos de esta Alianza: así, Costa Rica y Panamá son países observadores de la AP, a los que se suman Australia, España, Nueva Zelandia y Uruguay, que han manifestado su interés por participar como observadores.

La culminación exitosa de las negociaciones de la AP contribuirá a fortalecer la política de Estado de integración global del Perú. Desde una perspectiva amplia, es fundamental complementar esta tarea con:

- i. Desarrollo de nuevos acuerdos comerciales de importancia para el Perú como el Acuerdo de Asociación Transpacífico y la India.
 - ii. Poner en marcha las reformas para el fortalecimiento de la competitividad y
 - iii. El aprovechamiento de las oportunidades que los acuerdos comerciales generan.
-

IV. Finanzas públicas

49. El Sector Público no financiero acumuló en el periodo enero-setiembre un superávit económico de 5,0 por ciento del PBI, mayor en 0,8 puntos porcentuales al registrado en similar periodo de 2011. Esta evolución es resultado principalmente del incremento de los ingresos corrientes del gobierno general en términos reales (7 por ciento), que superó el incremento real de los gastos no financieros (4 por ciento). Cabe mencionar que en la ejecución los gastos corrientes no han registrado mayor expansión (0 por ciento en términos reales), mientras que los gastos de capital se han incrementado 18 por ciento en términos reales. Con estos resultados, el superávit de los últimos cuatro trimestres a setiembre asciende a 2,6 por ciento del PBI⁵.
50. La previsión de gasto no financiero del gobierno general para el año **2012** es menor que la presentada en el Reporte de setiembre, por cuanto el ritmo de gasto continúa siendo menor al esperado; en particular, a nivel de gobierno nacional. Este menor gasto no financiero explica la revisión al alza del **superávit fiscal** para este año de 1,5 por ciento a 2,0 por ciento del PBI. Para **2013** y **2014** se mantienen las proyecciones del Reporte de setiembre de superávit fiscal de 1,1 por ciento para ambos años con un total de gasto que toma en cuenta los topes considerados en el Marco Macroeconómico Multianual y los niveles de ejecución presupuestal.

Este resultado es consistente con un escenario en el cual se mantiene un alto grado de incertidumbre respecto a la economía global y se observa un cierto deterioro por el lado de las cuentas externas. Los niveles de gasto consideran asimismo, los reajustes de remuneraciones y contrataciones de personal aprobado en el Presupuesto 2013 junto con los mayores recursos que se asignaron en el nuevo presupuesto con cargo a los ahorros de 2012. Es importante considerar sin embargo que la Ley de Equilibrio Financiero aprobada para el año 2013 señala entre otras disposiciones que el resultado económico no debería ser deficitario, con lo cual se deja sin efecto las reglas macro fiscales de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal (déficit fiscal menor a 1 por ciento del PBI y aumento máximo del gasto real de consumo de 4 por ciento).

5 Con información disponible a octubre de 2012 el superávit económico de los últimos cuatro trimestres es de 2,4 por ciento del PBI.





Cuadro 21
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	21,3	21,0	21,9	21,4	21,5	21,7	21,7	21,7	21,7
<i>Variación % real</i>	15,0	13,6	6,6	5,2	6,7	6,6	6,5	6,7	6,6
2. Gastos no financieros del gobierno general 2/	16,0	18,1	16,1	19,1	18,7	19,5	19,5	19,6	19,6
<i>Variación % real</i>	-1,0	1,7	4,5	8,8	7,8	7,8	10,6	7,3	7,0
<i>Del cual:</i>									
Gasto corriente	12,3	13,0	11,9	13,2	13,0	13,4	13,5	13,3	13,3
<i>Variación % real</i>	6,5	7,1	0,4	4,9	4,2	6,2	9,4	6,2	5,6
Formación bruta de capital	3,4	4,7	3,9	5,6	5,4	5,7	5,7	5,9	5,9
<i>Variación % real</i>	-18,9	-8,1	19,8	22,3	19,0	8,6	11,7	10,6	10,7
3. Otros	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	5,5	3,0	6,1	2,6	3,1	2,2	2,2	2,1	2,1
5. Intereses	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
6. Resultado económico	4,2	1,9	5,0	1,5	2,0	1,1	1,1	1,1	1,1

Nota (miles de millones de S/.):

1. Ingresos corrientes del gobierno general	77,0	102,1	85,4	111,4	112,9	121,6	123,1	132,0	133,4
2. Gastos no financieros del gobierno general	57,8	87,8	62,7	99,1	98,0	109,3	110,9	119,2	120,4

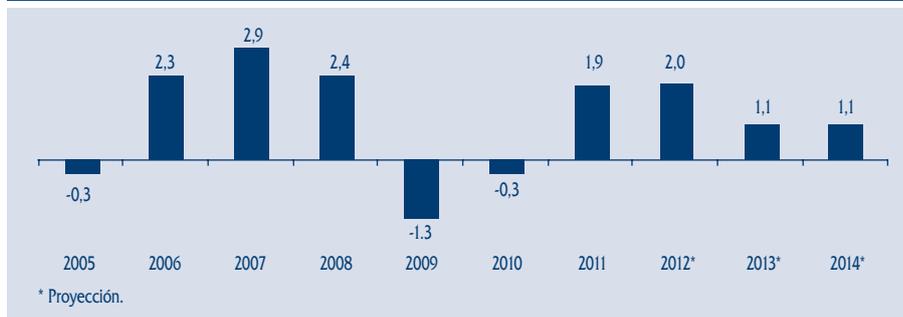
1/ El gobierno central incluye los ministerios, universidades nacionales, instituciones públicas y gobiernos regionales. El gobierno general tiene una cobertura más amplia que incluye además del gobierno central, a la seguridad social, organismos reguladores y supervisores, beneficencias públicas y gobiernos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

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

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Gráfico 58
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2005-2014
(Porcentaje del PBI)



Evolución de los ingresos fiscales

51. Los ingresos corrientes del gobierno general del **tercer trimestre** ascendieron a 20,8 por ciento del PBI, mayor en 0,9 puntos porcentuales a lo obtenido en similar periodo

de 2011, lo que se explicó principalmente por aumentos en el impuesto general a las ventas (IGV), en un contexto en que la economía mantiene una dinámica de crecimiento, otros ingresos asociados a la actividad minera como el Impuesto Especial a la Minería (IEM) y el Gravamen Especial a la Minería (GEM) de aplicación reciente, y los montos que se perciben por traslado de detracciones de la cuentas del Banco de la Nación al Tesoro Público.

El impuesto a la renta (6,1 por ciento del PBI) disminuyó con respecto al mismo trimestre de 2011 (6,3 por ciento del PBI) principalmente por una caída en la recaudación de renta de personas naturales, explicada por el efecto estadístico asociado al ingreso excepcional por liberación de utilidades retenidas de una empresa minera en 2011. Si se descontara este efecto estadístico la recaudación del impuesto a la renta de personas naturales habría registrado más bien un incremento. Por su parte, el impuesto general a las ventas ascendió a 8,6 por ciento del PBI, lo que significó un incremento de 0,3 puntos porcentuales con respecto al tercer trimestre de 2011, en un contexto de crecimiento de la demanda interna y, en particular, de las importaciones.

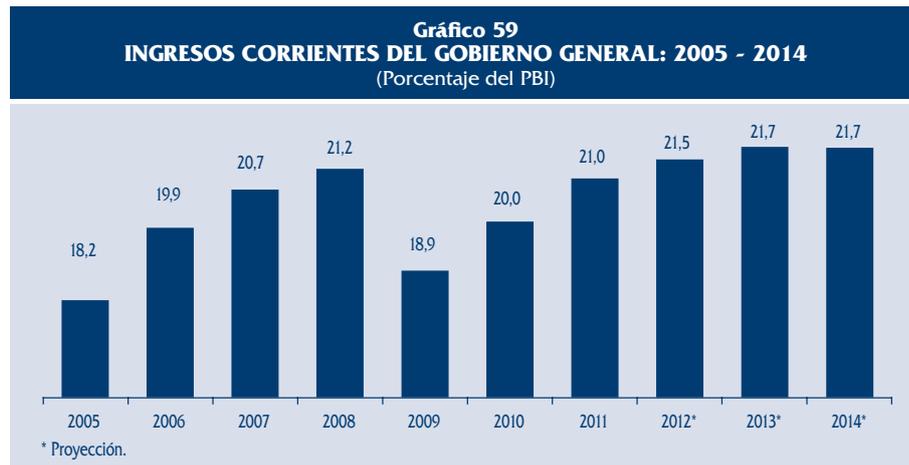
Como producto de la modificación del tratamiento tributario del sector minero respecto de las regalías, en el tercer trimestre de 2012 se captaron ingresos por S/. 541 millones correspondientes a la nueva regalía minera, IEM y GEM. Con ello entre enero y setiembre se ha recaudado por estos conceptos S/. 1 520 millones.

Cuadro 22
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

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

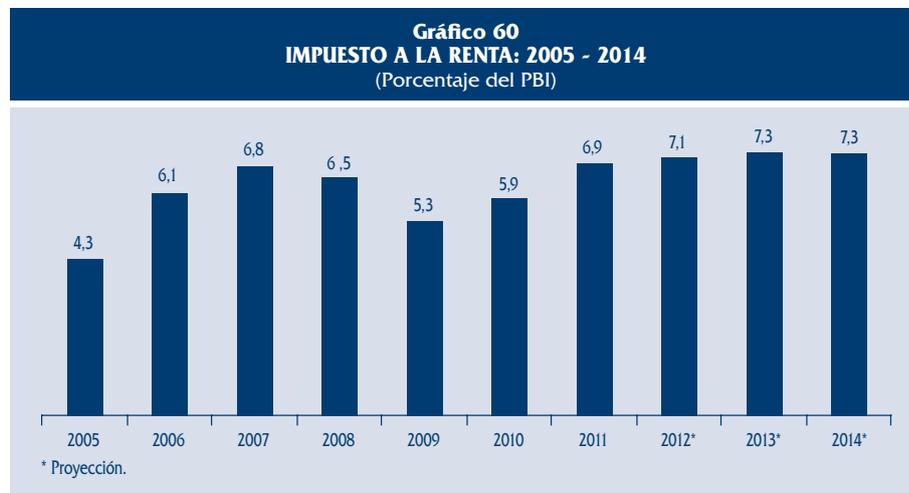
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.





52. Para el año **2012** se estima un crecimiento real de los ingresos corrientes del gobierno general de 6,7 por ciento, con lo cual el ratio con respecto al PBI sería de 21,5 por ciento del PBI, mayor al ratio de 2011 (21,0 por ciento) y al proyectado para 2012 en el Reporte de setiembre (21,4 por ciento). Para los años **2013** y **2014** se esperan tasas de crecimiento de 6,5 y 6,6 por ciento, alrededor de la tasa de crecimiento del producto potencial de la economía, con lo que se mantendría un ratio con respecto al PBI de 21,7 por ciento del PBI en el horizonte de proyección.

La recaudación por el **impuesto a la renta** ascendería a 7,1 por ciento del PBI en 2012, lo que implica un ligero crecimiento real respecto a lo recaudado en 2011 (6,5 por ciento). Este aumento estaría explicado principalmente por las rentas del trabajo, en un contexto de crecimiento del empleo formal, y por distribución de utilidades. Para los años 2013 y 2014 se prevé un ligero aumento a 7,3 por ciento del PBI en cada año, debido al mayor crecimiento previsto de la economía.



La recaudación por el **Impuesto General a las Ventas (IGV)**, sería en 2012 equivalente a 8,5 por ciento del PBI, ratio ligeramente superior al de 2011 y que se mantendría estable en 2013 y 2014. Cabe mencionar que en el caso del IGV interno se registraría un incremento como consecuencia de paulatinas mejoras en la recaudación de este impuesto por medidas administrativas que buscarían ampliar la base tributaria.



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



**Evolución del gasto público**

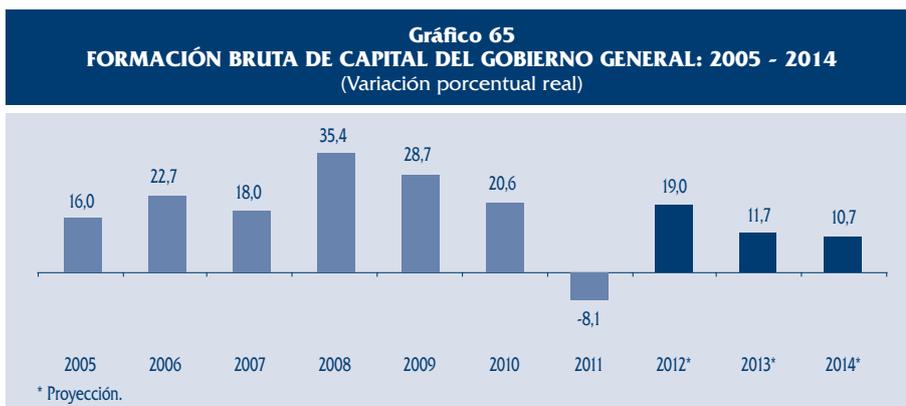
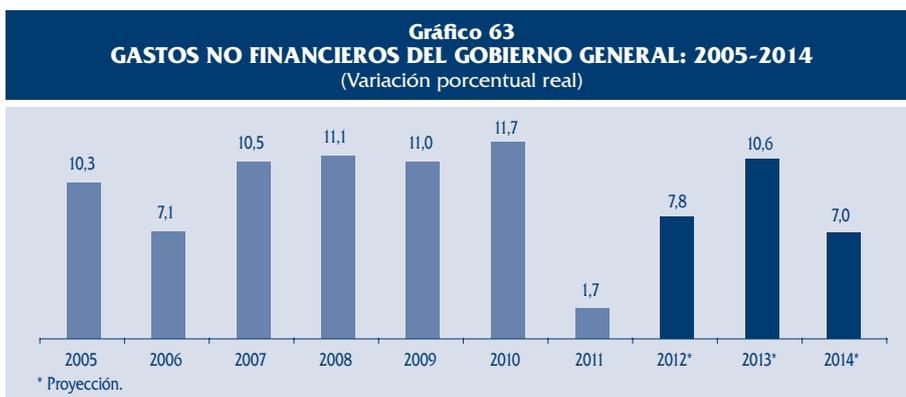
53. En el **tercer trimestre de 2012** los gastos no financieros del gobierno general crecieron 8,8 por ciento en términos reales, lo que marca una recuperación con respecto a las tasas de variación registradas en los dos primeros trimestres del año. Con este resultado, el ratio respecto al PBI alcanzó un nivel de 18,4 por ciento. Durante este trimestre se apreció una significativa recuperación de los niveles de inversión pública (variación real de 25,9 por ciento), específicamente de los gobiernos subnacionales, por cuanto la inversión del gobierno nacional registró una tasa de variación negativa. La tendencia observada durante el año 2012 mostraría que a nivel de gobiernos subnacionales se han ido superando los problemas de gestión que se percibieron en 2011 con el cambio de autoridades.

Cuadro 23
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL

	2011					2012		
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.
Variación porcentual real								
GASTO CORRIENTE	3,3	7,8	8,1	8,5	7,1	-3,2	1,2	2,9
Gobierno Nacional	6,8	9,6	11,3	3,5	7,6	-11,8	-4,3	-2,0
Gobiernos Regionales	-0,2	2,2	1,3	21,3	6,7	10,8	11,7	9,9
Gobiernos Locales	-11,9	6,9	2,4	17,7	5,0	34,6	15,7	19,0
GASTO DE CAPITAL	-22,5	-15,9	-21,5	5,4	-10,1	34,1	1,1	26,4
Gobierno Nacional	7,2	3,6	-6,5	-11,8	-3,9	-31,7	-39,5	2,4
Gobiernos Regionales	-10,6	-26,4	-28,2	15,0	-9,4	44,0	41,9	43,5
Gobiernos Locales	-59,8	-38,7	-30,5	19,4	-17,0	213,1	74,3	44,0
GASTO TOTAL	-2,1	0,3	-1,2	7,3	1,7	3,1	1,2	8,8
Gobierno Nacional	6,8	8,1	7,8	-0,6	5,0	-14,6	-12,7	-1,3
Gobiernos Regionales	-2,3	-6,7	-8,5	18,9	1,6	17,0	19,1	18,7
Gobiernos Locales	-34,8	-17,7	-17,3	18,8	-7,8	87,1	39,2	31,6
Contribución a la variación porcentual real								
GASTO CORRIENTE	2,6	5,3	5,6	5,3	4,9	-2,6	0,9	2,1
Gobierno Nacional	3,7	4,4	5,2	1,5	3,5	-7,1	-2,2	-1,0
Gobiernos Regionales	0,0	0,3	0,2	2,4	0,9	1,6	1,5	1,4
Gobiernos Locales	-1,1	0,6	0,2	1,4	0,4	2,8	1,5	1,8
GASTO DE CAPITAL	-4,7	-5,1	-6,8	2,0	-3,2	5,7	0,3	6,6
Gobierno Nacional	0,6	0,6	-0,7	-1,9	-0,5	-3,1	-6,3	0,3
Gobiernos Regionales	-0,4	-1,5	-1,9	1,1	-0,6	1,5	1,8	2,1
Gobiernos Locales	-5,0	-4,1	-4,2	2,8	-2,1	7,3	4,8	4,2
GASTO TOTAL	-2,1	0,3	-1,2	7,3	1,7	3,1	1,2	8,8
Gobierno Nacional	4,4	5,0	4,5	-0,4	3,0	-10,2	-8,5	-0,8
Gobiernos Regionales	-0,4	-1,3	-1,7	3,5	0,3	3,2	3,3	3,5
Gobiernos Locales	-6,1	-3,5	-3,9	4,3	-1,6	10,1	6,3	6,0

54. A pesar de la mayor dinámica de gasto observada en el tercer trimestre, para el año **2012** se estima un crecimiento real de 7,8 por ciento del gasto no financiero del gobierno general, cifra inferior a la contemplada en el Reporte de setiembre (8,8 por

ciento). De esta forma, esta variable se ubicaría en el año 2012 en un nivel equivalente a 18,7 por ciento del PBI, ratio mayor al registrado en 2011 (18,1 por ciento) pero inferior al contemplado en el Reporte previo (19,1 por ciento). Para el año **2013** se prevé el gasto no financiero del gobierno general en un nivel equivalente a 19,5 por ciento del PBI, en tanto que para 2014 sería de 19,6 por ciento del PBI, ratios similares a los contemplados en el Reporte de setiembre.

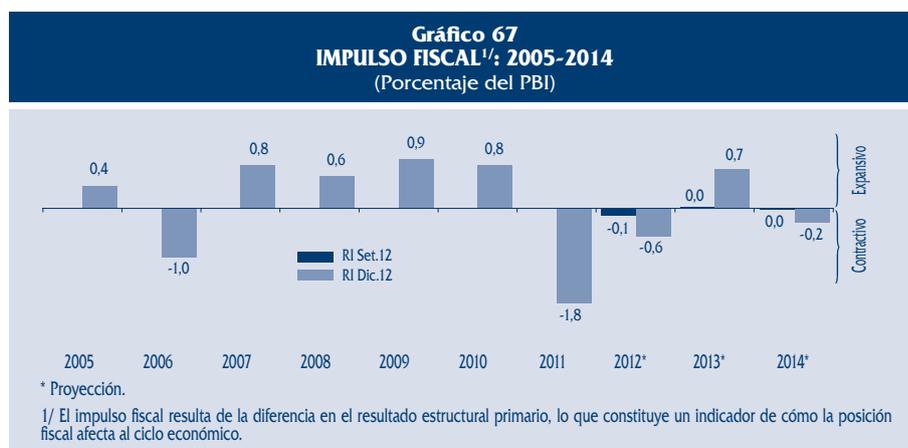


Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

55. El **resultado económico estructural**, indicador de la posición fiscal de largo plazo que deduce del resultado económico convencional los efectos del ciclo económico y de los precios de los principales minerales de exportación, sería de 0,1 por ciento del PBI en 2012. Para el año 2013 se proyecta un resultado estructural negativo de 0,5 por ciento del PBI, en tanto que para 2014 se proyecta una reducción del déficit estructural a 0,2 por ciento del PBI.



56. La variación en el resultado estructural determina el **impulso fiscal**. Este indicador permite identificar los cambios en la posición fiscal descontando los efectos del ciclo económico. En el año 2012 el impulso fiscal sería negativo en 0,6 puntos del PBI (posición contractiva) como consecuencia de la lentitud en la recuperación del crecimiento del gasto público. Para los años 2013 y 2014 el impulso fiscal sería de 0,7 y -0,2 puntos porcentuales del PBI, respectivamente. Cabe mencionar que el mayor impulso fiscal de 2013 con respecto a lo contemplado en el Reporte de setiembre es consistente con un nivel de gasto fiscal previsto en el Marco Macroeconómico Multianual.



Requerimiento financiero

57. En el año 2012 el superávit fiscal excedería el pago de amortizaciones, con lo cual el **requerimiento de financiamiento del sector público** sería negativo por un valor de S/. 5 997 millones. Los menores superávits fiscales previstos para 2013 y 2014 se traducirían en requerimientos financieros menos negativos para estos años. Entre octubre y noviembre las emisiones de bonos soberanos efectuadas fueron reaperturas de los bonos con vencimiento en los años 2023 y 2042.

Cuadro 24
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/
(Millones S/.)

	2011		2012*			2013*		2014*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12	RI Set.12	RI Dic.12
I. USOS	-12 436	-5 315	-16 044	-3 710	-6 027	-2 147	-2 276	-2 648	-2 565
1. Amortización	2 836	3 763	3 327	4 373	4 343	4 240	4 206	4 557	4 513
a. Externa	1 606	2 292	2 352	3 082	3 092	2 485	2 451	3 233	3 188
Millones US\$	578	831	883	1 164	1 168	943	943	1 226	1 226
b. Interna	1 230	1 471	975	1 291	1 252	1 755	1 755	1 325	1 325
Del cual: bonos de reconocimiento	370	530	353	503	515	451	451	448	448
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-15 273	-9 078	-19 371	-8 083	-10 371	-6 387	-6 481	-7 205	-7 078
II. FUENTES	-12 436	-5 315	-16 044	-3 710	-6 027	-2 147	-2 276	-2 648	-2 565
1. Externas	1 792	2 808	678	1 444	1 356	2 457	2 552	2 133	2 104
Millones US\$	647	1 023	255	551	517	932	981	809	809
2. Bonos 2/	863	1 195	3 847	4 095	4 196	1 422	1 422	1 484	1 484
3. Internas 3/	-15 091	-9 318	-20 569	-9 249	-11 580	-6 025	-6 250	-6 265	-6 153
Nota:									
<u>Saldo de deuda pública bruta</u>									
Miles de millones S/.	99,5	103,3	99,8	104,1	102,2	104,7	105,8	105,2	106,2
Porcentaje del PBI	20,9	21,2	19,4	20,0	19,5	18,6	18,7	17,2	17,3
<u>Saldo de deuda pública neta 4/</u>									
Miles de millones S/.	33,9	39,3	19,2	31,8	28,4	25,4	24,5	18,3	17,7
Porcentaje del PBI	7,1	8,1	3,7	6,1	5,4	4,5	4,3	3,0	2,9

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

2/ Incluye bonos internos y externos.

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

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

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

58. Luego de que en febrero de este año COFIDE lograra colocar títulos de deuda a 10 años por un monto de US\$ 400 millones, en noviembre realizó una reapertura por US\$ 100 millones, logrando un rendimiento anual de 3,32 por ciento. Esta institución espera continuar con su programa de colocaciones externas el próximo año.

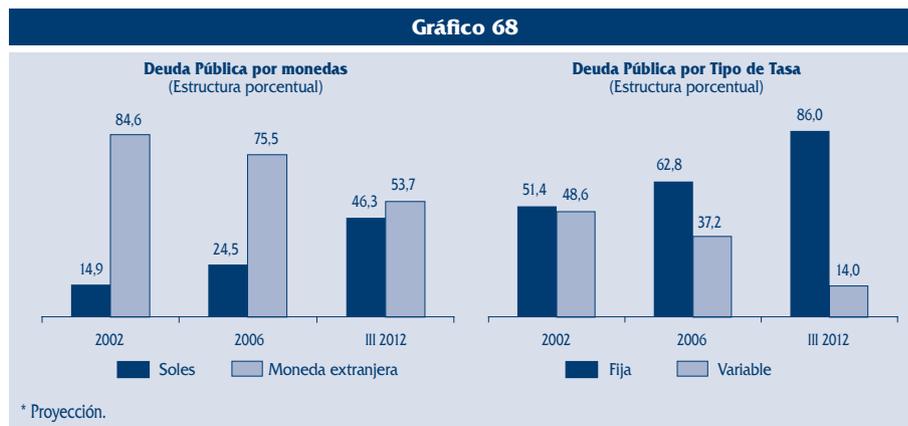
El Fondo Mivivienda espera efectuar colocaciones externas para el próximo año para ampliar su oferta de créditos para viviendas. Asimismo, la Municipalidad de Lima



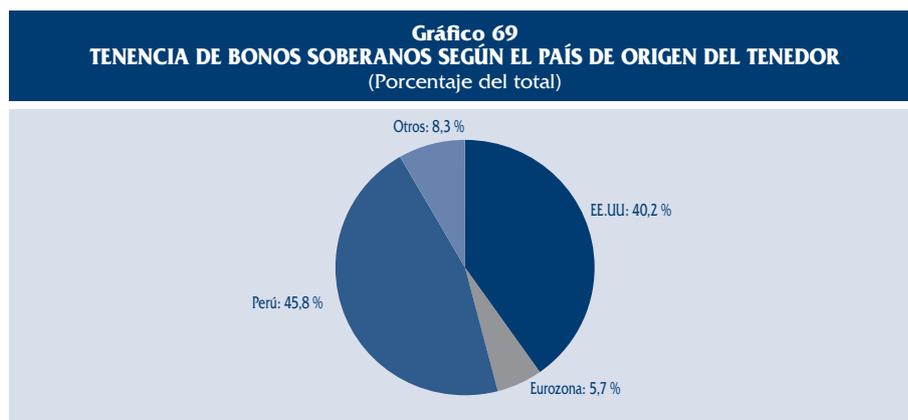


ha manifestado su intención de realizar colocaciones externas e internas durante el 2013 por un monto de aproximadamente US\$ 500 millones para financiar obras en la capital.

59. Para los próximos años se proyectan emisiones del gobierno central únicamente de bonos soberanos, otorgándose, de esta manera, prioridad a las operaciones que permitan incrementar la participación de la moneda local dentro del saldo de deuda pública. Al respecto, la deuda contratada en soles ha pasado a constituir un 46,3 por ciento del total adeudado. Asimismo, el porcentaje de deuda contratada a tasa variable se ha reducido sustancialmente desde el año 2002 alcanzando actualmente el 14 por ciento.



60. En relación a la tenencia de bonos soberanos por no residentes, al 30 de setiembre de 2012 dicha cifra superó el 51 por ciento (S/. 17 062 millones). De acuerdo al origen del tenedor en el exterior, son los estadounidenses los que más demandan estos títulos participando con un 40,2 por ciento respecto al total de bonos en manos de no residentes, siguiéndole en importancia, los miembros de la Eurozona con un 5,7 por ciento.



De acuerdo a la composición por categoría de bonos soberanos, el bono más demandado por los no residentes sigue siendo el que vence en el año 2020. Se aprecia a nivel de segmentos de la curva de rendimiento de los bonos soberanos que los inversionistas extranjeros continúan dominando el tramo corto y medio de la curva y que se empiezan a posicionar con mayor agresividad en el tramo largo de la curva. Asimismo, dichos inversionistas muestran una preferencia por los *Global Depositary Notes* (GDN)⁶. Del total de instrumentos de deuda pública en manos de no residentes el 62,8 por ciento está constituido por GDN (S/. 10 722 millones), mientras que el 37,2 por ciento restante se mantiene en bonos soberanos (S/. 6 340 millones).

Cuadro 25
BONOS SOBERANOS EN PODER DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES

Año de vencimiento	Saldo de no residentes Mill S/.	Bonos Soberanos		Global Depositary Notes	
		%	Mill S/.	%	Mill S/.
2013	461	57,9	267	42,1	194
2015	1 402	35,7	501	64,3	902
2016	7	100,0	7	0,0	0
2017	894	47,8	427	52,2	467
2020	7 320	37,9	2 775	62,1	4 545
2023	15	0	0	100,0	15
2024	93	100,0	93	0,0	0
2026	2 280	38,2	870	61,8	1 409
2031	2 524	19,5	491	80,5	2 032
2035	35	100,0	35	0	0
2037	1 425	42,5	605	57,6	820
2042	606	44,3	269	55,7	338
TOTAL	17 062	37,2	6 340	62,8	10 722

Fuente: MEF.

61. Los indicadores de deuda continúan mostrando resultados positivos. La vida promedio de la deuda pública llegó a 12,8 años al tercer trimestre de 2012 mientras que la deuda bruta y la deuda neta continuaron su descenso alcanzando a setiembre de 2012 el 19,4 por ciento y el 3,7 por ciento del PBI, respectivamente. Considerando, tanto el incremento en la actividad económica, cuanto el aumento de los depósitos del sector público, se estima que para fines del año 2012 la deuda bruta alcanzaría el 19,5 por ciento del PBI, en tanto que para 2014 este coeficiente sería de 17,2 por ciento del producto. La deuda neta, replicando la misma tendencia, pasaría a reducirse hasta 2,9 por ciento del PBI en 2014.

6 Instrumentos de deuda creados por un banco depositario de bonos soberanos peruanos en el exterior. La característica de este instrumento financiero es que facilita a los que lo adquieran en el mercado internacional, la cancelación del servicio de esta deuda en dólares, no obstante el activo subyacente (el bono soberano) que respalda la emisión de los GDN se paga localmente y está denominado en nuevos soles.





RECUADRO 4 MULTIPLICADORES FISCALES CONTINGENTES AL ESTADO DE LA ECONOMÍA

Una pregunta aún controversial en macroeconomía es determinar la potencia de la política fiscal para afectar la evolución de la actividad económica. Tradicionalmente, esta efectividad se calcula en términos de la razón entre el aumento del producto debido a un incremento exógeno del gasto público, y dicha elevación de gasto del gobierno, comúnmente conocido como “multiplicador” del gasto público.

Desde los inicios de la macroeconomía se han esbozado diversas hipótesis sobre el tamaño de dicho multiplicador en función de ciertas características de la economía, de manera que el multiplicador fiscal debería ser mayor si la economía se encuentra cerrada al comercio exterior, si está bajo un régimen de tipo de cambio fijo o si el ratio de deuda pública sobre el producto es relativamente bajo. Sin embargo, los diversos estudios empíricos que han tratado de estimar dichos multiplicadores no evidencian categóricamente la validez de tales hipótesis, generando una amplia gama de estimaciones.

Blanchard y Perotti (2001)⁷ encuentran un multiplicador máximo de alrededor de 1,3 para las compras del gobierno para Estados Unidos, Perotti (2002)⁸ muestra que dichos estimados pueden variar entre países y a lo largo del tiempo; mientras que Mountford y Uhlig (2002)⁹ encuentran que el multiplicador del gasto público para la economía americana se encontraría alrededor de 0,5.

Para las economías latinoamericanas Restrepo y Rincón (2006)¹⁰ encuentran que el multiplicador máximo ascendería a 1,9 para Chile y a 0,12 para Colombia, mientras que los multiplicadores acumulados (de largo plazo) convergerían a 1,37 para Chile y 0,17 para Colombia.

Una limitación de estas estimaciones es que consideran un modelo lineal en que la respuesta a choques en la política fiscal es igual tanto en periodos de expansión como en periodos de recesión.

7 Blanchard y Perotti (2001) “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output”, NBER Working Paper 7269.

8 Perotti (2002) “Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries”, European Central Bank Working Paper 168.

9 Mountford y Uhlig (2002) “What are the effects of Fiscal Policy Shocks?”, Humboldt University CentER and CEPR Discussion Paper 2002-31.

10 Restrepo y Rincón (2006) “Identifying Fiscal Policy Shocks in Chile and Colombia”, Banco Central de Chile, Working Paper 370.

Desde el punto de vista teórico la macroeconomía tradicional considera que el multiplicador fiscal puede ser muy alto en el caso de una depresión económica y cercano a cero cuando la economía se encuentra cerca de su producto potencial. Christiano, et al (2009)¹¹ rescatan esta intuición y encuentran que, en un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico, cuando el límite inferior de cero en la tasa de interés nominal es vinculante, el multiplicador del gasto público puede ser notoriamente mayor a uno.

En línea con estas ideas, recientemente se han estimado diversos modelos estadísticos no lineales con el fin de detectar si existen asimetrías en la respuesta de la economía a choques fiscales y si estas se encuentran asociadas al estado de la economía.

Por ejemplo, Batini, et al (2012)¹², estiman un TVAR (Threshold Vector Autoregressive Model) para medir la respuesta de la política fiscal en episodios de recesión y expansión para Estados Unidos, Europa y Japón, y encuentran que los multiplicadores fiscales son mayores en periodos de recesión que en expansión. De otro lado, Auerbach y Gorodnichenko (2010)¹³ estiman un Modelo Estructural de Vectores Autoregresivos con Transición Suave para la economía americana y también encuentran que los multiplicadores fiscales son significativamente mayores en periodos de recesión que de expansión.

En esta nota se presentan los principales resultados de la estimación de un Modelo de Vectores Autorregresivos no lineal aplicado a la economía peruana. En particular se optó por un modelo TVAR para identificar la posible asimetría en la respuesta de la política fiscal frente al entorno macroeconómico. Este modelo se estimó con datos trimestrales entre el primer trimestre de 1992 y el primer trimestre de 2012. Se consideró en el vector de variables endógenas al PBI no primario, los ingresos corrientes del gobierno general, los gastos corrientes y de capital del gobierno general, el saldo de dinero (M1), y la inversión privada, todas expresadas como tasas de crecimiento. Asimismo, se incluyó como variable exógena la tasa de crecimiento de los términos de intercambio, con el fin de controlar por factores externos.

Se utilizó como variable que condiciona el estado de la economía a la diferencia entre el crecimiento anual del PBI trimestral y el crecimiento anual del PBI potencial. De esta manera, si dicha diferencia es positiva la economía estaría en la fase expansiva del ciclo económico, mientras que, si es negativa, la economía se encontraría en la fase de menor crecimiento del ciclo económico. De acuerdo a esta variable entre 1992 e inicios del 2012 la economía peruana estuvo en expansión durante 51 trimestres y por debajo del crecimiento potencial en 30 trimestres.

Para identificar el componente exógeno de los cambios en las variables fiscales, se utilizaron los supuestos propuestos por Blanchard y Perotti (2001) quienes asumen que las medidas fiscales (de ingresos o de gastos) toman más de un trimestre en ser diseñadas e implementadas.

Se encontró que la respuesta del PBI ante un choque no anticipado en el gasto corriente y en el gasto de capital del gobierno general presenta una fuerte asimetría dependiendo de la fase del ciclo.

11 Christiano, Lawrence, et al (2009) "When is the Government Spending Multiplier Large?" Northwestern University.

12 Batini et al (2012) "Successful Austerity in the United States", Europe and Japan, IMF Working Paper.

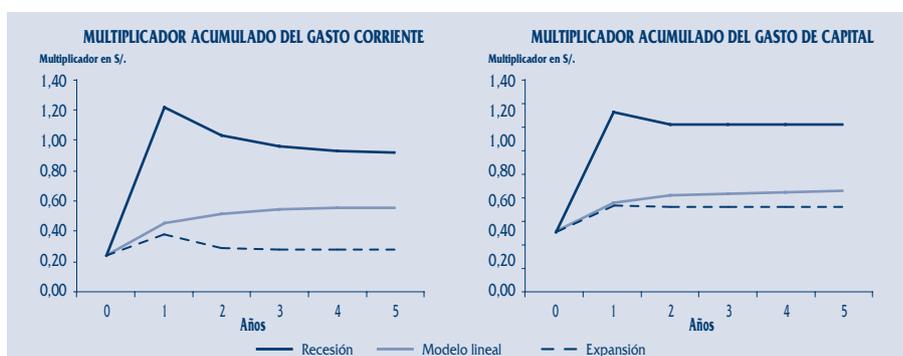
13 Auerbach y Gorodnichenko (2010) "Measuring the Output Response to Fiscal Policy", NBER Working Paper.





MULTIPLICADORES FISCALES - GOBIERNO GENERAL (Efectos acumulados en S/.)						
	Modelo Lineal		Fase de Menor Crecimiento		Fase de Mayor Crecimiento	
	Gasto Corriente	Gasto de Capital	Gasto Corriente	Gasto de Capital	Gasto Corriente	Gasto de Capital
Impacto	0,23	0,50	0,24	0,49	0,24	0,49
1 año	0,46	0,75	1,22	1,53	0,38	0,74
2 años	0,52	0,82	1,03	1,42	0,29	0,73
3 años	0,54	0,84	0,97	1,42	0,28	0,73
4 años	0,55	0,85	0,93	1,42	0,28	0,73
5 años	0,56	0,86	0,92	1,42	0,28	0,73

Así, cuando la economía se encuentra en la fase expansiva, un nuevo sol de mayor gasto corriente generaría 28 centavos de PBI, mientras que un nuevo sol de mayor gasto de capital generaría 73 centavos de PBI; mientras que si se encuentra en la fase de menor crecimiento económico dichos multiplicadores se incrementan a S/. 0,92 y S/. 1,42, respectivamente.



En términos de elasticidades, cuando la economía se encuentra en la fase expansiva, el efecto acumulado (de largo plazo) del gasto corriente se estima en 0,05 y el del gasto de capital en 0,03; mientras que si se encuentra en la fase de menor crecimiento económico dichas elasticidades se incrementan a 0,15 y 0,06, respectivamente.

ELASTICIDADES FISCALES - GOBIERNO GENERAL (Efectos acumulados)						
	Modelo Lineal		Fase de Menor Crecimiento		Fase de Mayor Crecimiento	
	Gasto Corriente	Gasto de Capital	Gasto Corriente	Gasto de Capital	Gasto Corriente	Gasto de Capital
Impacto	0,04	0,02	0,04	0,02	0,04	0,02
1 año	0,07	0,03	0,19	0,07	0,06	0,03
2 años	0,08	0,04	0,16	0,06	0,05	0,03
3 años	0,09	0,04	0,15	0,06	0,05	0,03
4 años	0,09	0,04	0,15	0,06	0,05	0,03
5 años	0,09	0,04	0,15	0,06	0,05	0,03

Estos resultados preliminares muestran que el impacto de la política fiscal es no lineal y depende de la posición cíclica de la economía, por lo que la oportunidad en el diseño e implementación en medidas fiscales es muy importante para la acción de política contracíclica.

V. Política monetaria

62. Entre setiembre y diciembre, el Directorio del Banco Central decidió mantener en 4,25 por ciento la tasa de interés de referencia de la política monetaria, nivel observado desde mayo de 2011. En este período los comunicados de política monetaria destacaron el carácter temporal de la desviación de la inflación con respecto al rango meta de 1 a 3 por ciento, así como su origen en factores de oferta.



RESUMEN DE LOS COMUNICADOS DE POLÍTICA MONETARIA

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

Esta decisión obedece a que el desvío de la inflación ha reflejado factores temporales del lado de la oferta, en un entorno interno caracterizado por un crecimiento económico cercano a su potencial y





en uno externo con incertidumbre en los mercados financieros internacionales, menores términos de intercambio y perspectivas de un menor crecimiento de las economías desarrolladas y emergentes. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

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

Esta decisión obedece a que el desvío de la inflación ha reflejado factores temporales del lado de la oferta, en un entorno interno caracterizado por un crecimiento económico cercano a su potencial y en uno externo con incertidumbre en los mercados financieros internacionales, menores términos de intercambio y perspectivas de un menor crecimiento de las economías desarrolladas y emergentes. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

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

Esta decisión obedece a que el desvío de la inflación ha reflejado factores temporales del lado de la oferta, en un entorno interno caracterizado por un crecimiento económico cercano a su potencial y un escenario externo aún altamente incierto. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes futuros en los instrumentos de política monetaria.

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

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

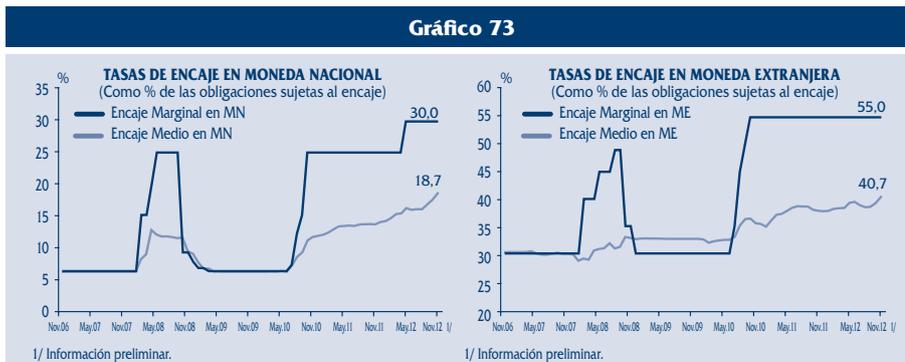
63. Con la finalidad de mantener el crecimiento del crédito en un ritmo sostenible, el Banco Central ha incrementado los requerimientos de encaje en moneda nacional y en moneda extranjera. Estos ajustes se efectuaron mediante aumentos de la tasa de encaje medio, esto es, de la tasa que se aplica al saldo de obligaciones de entidades financieras.

Así, el Banco Central incrementó la tasa del encaje medio en 0,5 puntos porcentuales en setiembre y octubre, y en 0,75 puntos porcentuales en noviembre¹⁴.

Con estas medidas el encaje medio en moneda nacional se elevó de 16,9 por ciento, en setiembre, a 18,7 por ciento en noviembre y en dólares, de 38,9 por ciento en setiembre a 40,7 por ciento en noviembre.

14 El aumento de 0,75 puntos porcentuales es un aumento máximo hasta un límite en el encaje medio de 20 por ciento en moneda nacional y 45 por ciento en moneda extranjera.

Gráfico 73



Los requerimientos de encaje inducirían a que las entidades financieras mantengan niveles holgados de liquidez tanto en moneda nacional y extranjera, lo que reduce su vulnerabilidad frente a posibles escenarios de salidas de capitales al exterior. Asimismo, en la medida que elevan el costo de intermediación financiera también conllevan a elevar las tasas de interés activas.

Cuadro 26
MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE

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

1/A partir del 12 setiembre del 2010 se elevó el encaje a adeudados al exterior de corto plazo a 75%.

2/A partir de enero 2011 se amplió la cobertura del encaje a las obligaciones de las sucursales en el exterior de los bancos que operan en el mercado financiero nacional.

3/A partir de mayo 2012, se extendió el encaje de 60 por ciento a los nuevos adeudados de corto plazo del exterior con plazos menores o iguales a 3 años. Se actualizó el periodo de referencia a abril 2012.

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

5/A partir de setiembre 2012, se modificó la deducción al monto menor entre 7,0% del TOSE de la base ó S/. 80 millones. Se actualizó el periodo de referencia a agosto 2012.

6/A partir de octubre 2012, se modificó la deducción al monto menor entre 8,0% del TOSE de la base ó S/. 80 millones. Se actualizó el periodo de referencia a setiembre 2012. La tasa base se incrementó en 0,5 puntos porcentuales como máximo, hasta un límite de 20 por ciento en moneda nacional y 45% en moneda extranjera.

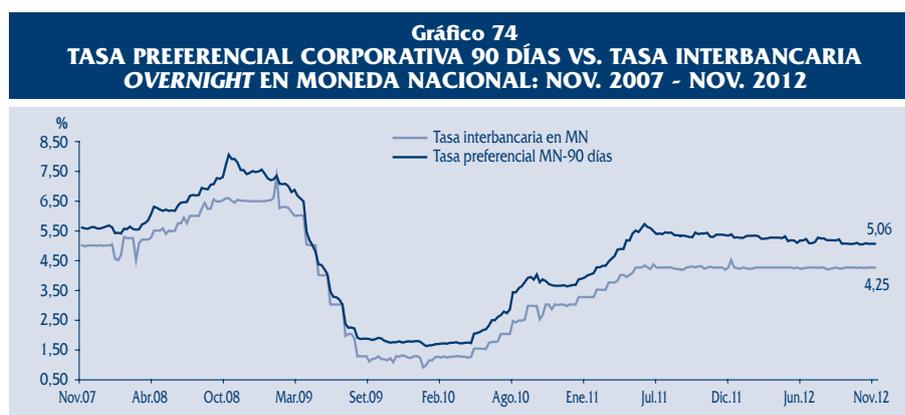
7/A partir de noviembre 2012, se actualizó el periodo de referencia a octubre 2012. La tasa base se incrementó en 0,75 puntos porcentuales como máximo, hasta un límite de 20% en moneda nacional y 45% en moneda extranjera.





Tasas de interés en moneda nacional

64. En moneda nacional, la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días disminuyó 11 puntos básicos desde el cierre de agosto, hasta un nivel de 5,06 por ciento en la cual se ha mantenido estable. Esta tasa de interés, por tener una menor prima por riesgo crediticio y por ser de corto plazo, es la tasa de interés que mantiene una mayor relación con la tasa de referencia de la política monetaria.



65. Se observa un encarecimiento del costo de crédito en moneda nacional para empresas, de entre 15 y 55 puntos básicos, lo que reflejaría el efecto de las medidas recientes de encaje. Un mayor incremento se observa en el caso de las tasas de interés para créditos de consumo, que aumentaron entre noviembre y agosto 214 puntos básicos, en tanto que la tasa de interés para créditos hipotecarios se redujo en 16 puntos básicos hasta un nivel de 8,9 por ciento.

Cuadro 27
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

Moneda nacional							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	4,6	5,9	10,3	23,3	27,2	40,7	9,3
Dic.11	6,0	7,4	11,2	23,2	33,0	38,5	9,4
Mar.12	6,1	7,0	11,2	23,4	32,9	35,6	9,4
Jun.12	6,0	7,3	11,2	23,1	33,0	34,9	9,3
Jul.12	5,8	7,3	10,7	22,9	32,4	35,7	9,1
Ago.12	5,8	7,5	11,1	22,8	32,3	36,4	9,0
Set.12	5,7	7,5	11,1	22,9	33,2	38,0	8,9
Oct.12	6,0	7,5	11,0	23,0	33,0	38,8	8,9
Nov.12	6,2	7,6	10,9	23,0	32,8	38,5	8,9
Variación Acumulada (pbs)							
Nov.12.-Ago.12	33	15	-14	18	55	214	-16
Nov.12.-Dic.11	15	25	-23	-14	-18	8	-54

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

66. Con relación a las tasas pasivas en moneda nacional, se observa que las de muy corto plazo se incrementaron entre 3 y 17 puntos básicos, mientras que las de plazos mayores a 180 días se redujeron en 12 puntos básicos.

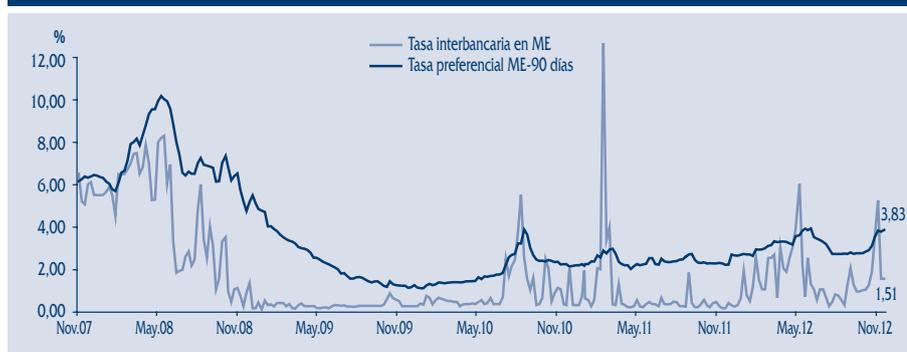
Cuadro 28
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES
 (En porcentajes)

	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	2,2	2,9	3,8
Dic.11	3,9	4,1	4,7
Ene.12	3,8	4,0	4,7
Feb.12	3,7	4,0	4,7
Mar.12	3,7	3,9	4,5
Abr.12	3,7	3,9	4,4
May.12	3,7	3,9	4,3
Jun.12	3,7	3,9	4,3
Jul.12	3,8	3,9	4,3
Ago.12	3,8	3,9	4,2
Set.12	3,7	3,8	4,3
Oct.12	3,7	3,9	4,2
Nov.12	3,7	4,0	4,2
Variación Acumulada (pbs)			
Nov.12-Set.12	3	17	-12
Nov.12-Dic.11	-17	-9	-53

Tasas de interés en moneda extranjera

67. En moneda extranjera, se observa una menor disponibilidad de liquidez en dólares asociada a los mayores requerimientos de encaje y a las ventas de moneda extranjera de los bancos al BCRP, lo que se reflejó en un incremento en 103 puntos básicos de la tasa preferencial corporativa en dólares desde setiembre. Asimismo la tasa del mercado interbancario alcanzó un nivel promedio de 3,43 por ciento en el trimestre, mayor en 210 puntos básicos al nivel promedio observado en setiembre.

Gráfico 75
TASA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS VS. TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT EN MONEDA EXTRANJERA: NOVIEMBRE 2007 - NOVIEMBRE 2012



68. El incremento de las tasas de corto plazo en dólares se transmitió a las demás tasas de interés activas en moneda extranjera del mercado, especialmente a las tasas corporativas, a las de crédito para micro empresas y a las de crédito de consumo. Así, en el trimestre, las tasas de interés para créditos a micro empresas pasaron de 19,6 a 20,3 por ciento, para clientes corporativos, de 3,8 a 4,0 por ciento, y para créditos de consumo, de 23,6 a 24,3 por ciento.





Cuadro 29
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

Moneda extranjera							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	3,3	5,5	8,6	14,2	14,8	19,4	8,1
Dic.11	3,0	5,4	8,9	15,0	19,2	22,0	8,2
Mar.12	3,8	5,7	8,9	16,4	19,3	23,0	8,2
Jun.12	4,0	6,1	8,7	15,2	20,0	22,9	8,0
Jul.12	3,9	6,1	8,9	14,9	18,9	21,6	7,9
Ago.12	3,8	5,9	9,2	15,8	19,8	23,3	7,9
Set.12	3,8	5,8	9,2	15,6	19,6	23,6	8,0
Oct.12	3,7	5,9	9,2	15,5	20,1	24,0	8,1
Nov.12	4,0	5,9	9,2	15,8	20,3	24,3	8,1
Variación Acumulada (pbs)							
Nov.12.-Ago.12	13	-6	4	4	45	94	12
Nov.12.-Dic.11	95	47	32	78	112	227	-17

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

69. En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda extranjera se observa un incremento en las tasas de interés de todos los plazos. Así, las tasas de interés pasivas promedio en moneda extranjera hasta 30 días aumentaron en 66 puntos básicos desde setiembre, las tasas de depósitos hasta 180 días en 67 puntos básicos y las tasas de depósitos a plazos hasta de 1 año en 21 puntos básicos.

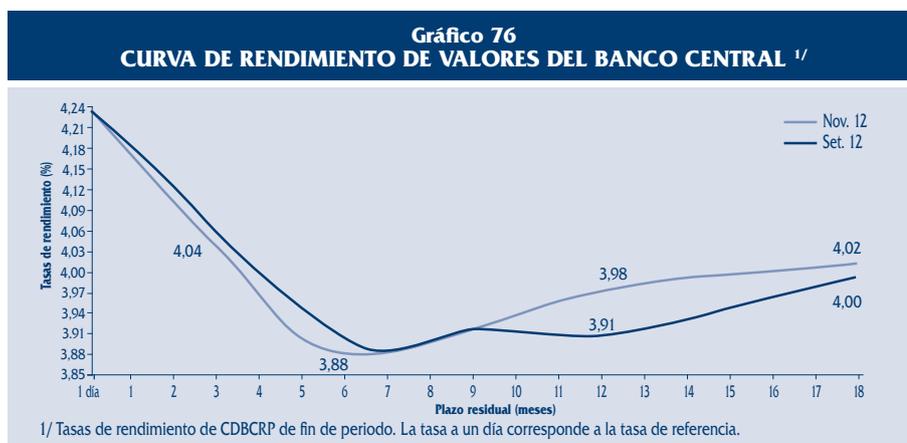
Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES
(En porcentajes)

	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	0,9	1,2	1,7
Dic.11	0,7	1,0	1,6
Ene.12	0,9	1,1	1,6
Feb.12	1,0	1,1	1,6
Mar.12	1,3	1,2	1,6
Abr.12	1,4	1,2	1,6
May.12	2,1	1,1	1,6
Jun.12	1,7	1,2	1,6
Jul.12	1,1	1,2	1,6
Ago.12	0,8	1,2	1,6
Set.12	0,9	1,1	1,6
Oct.12	0,9	1,0	1,8
Nov.12	1,5	1,7	1,8
Variación Acumulada (pbs)			
Nov.12.-Set.12	66	67	21
Nov.12.-Dic.11	88	73	18

Operaciones monetarias

70. Las operaciones monetarias se orientaron principalmente a estabilizar la liquidez generada por la intervención cambiaria de manera que la tasa de interés interbancaria se mantenga cercana a la tasa de interés de referencia.

Entre setiembre y noviembre de 2012, el Banco Central realizó colocaciones netas de sus instrumentos por S/. 5 549 millones, principalmente de Depósitos a Plazo *overnight* por S/. 3 248 millones. En el mismo periodo, el sector público depositó en neto en el Banco Central S/. 483 millones.



71. Como resultado de las operaciones de esterilización monetaria, se incrementó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en sus pasivos totales. Como se muestra en el siguiente cuadro, los instrumentos monetarios pasaron de representar el 16,0 por ciento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) en setiembre, a 18,5 por ciento en noviembre de 2012. Por su parte, la participación de los depósitos totales por encaje aumentó de 28,0 a 28,3 por ciento. Los depósitos del sector público continuaron siendo la principal fuente de esterilización de las intervenciones cambiarias con una participación de 38,4 por ciento de los pasivos totales del BCRP.

Cuadro 31
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

Activos netos	Set.12	Nov.12
I. Reservas Internacionales Netas	100%	100%
	(US\$ 61 161 mills.)	(US\$ 63 216 mills.)
Pasivos netos		
II. Depósitos totales del Sector Público	40,1%	38,4%
En moneda nacional	26,3%	25,4%
En moneda extranjera	13,8%	13,0%
III. Depósitos totales por encaje	28,0%	28,3%
En moneda nacional	12,0%	12,1%
En moneda extranjera ^{1/}	16,1%	16,2%
IV. Instrumentos del BCRP	16,0%	18,5%
CD BCRP	12,4%	13,6%
Depósito a Plazo	3,6%	5,0%
V. Circulante	17,9%	17,8%
VI. Otros	-2,0%	-3,0%

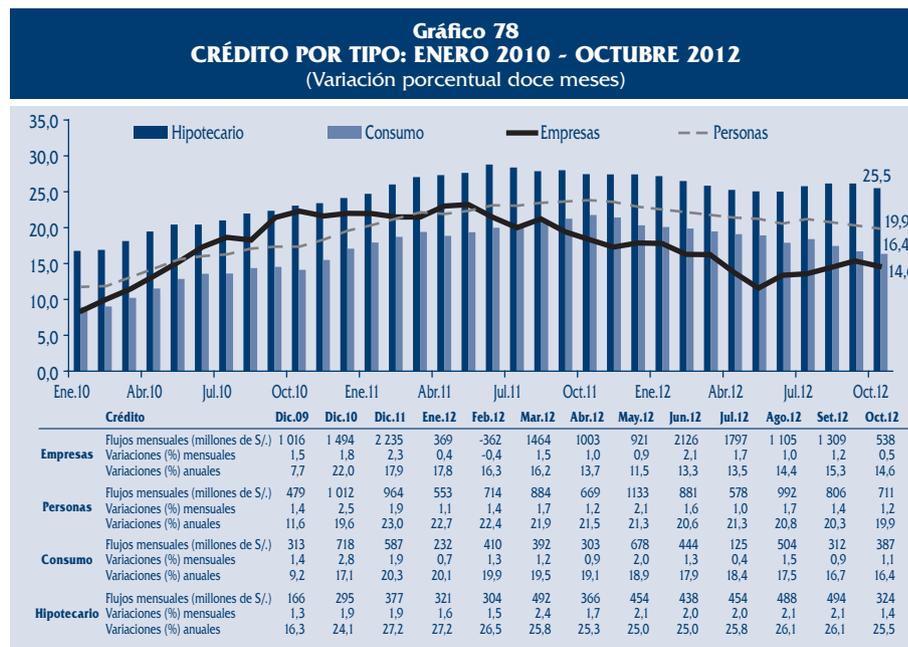
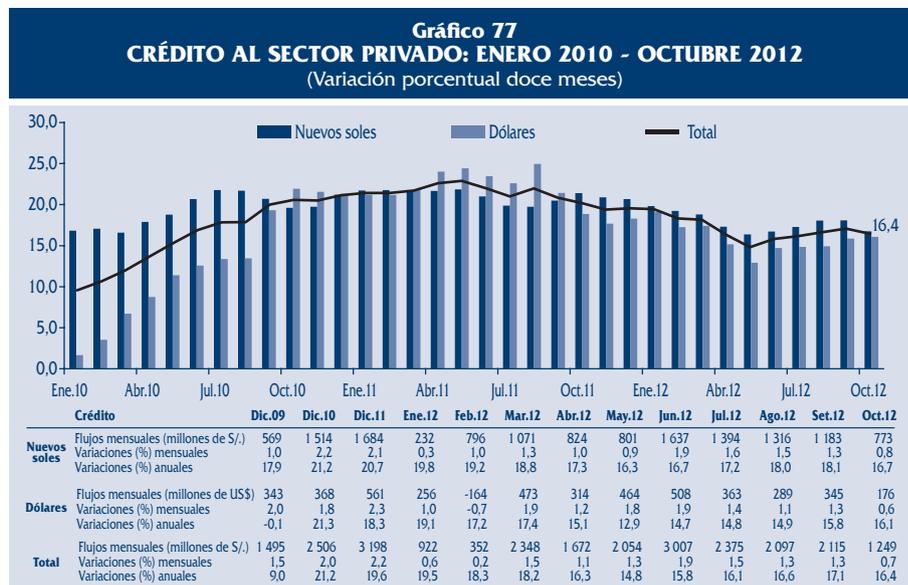
^{1/} Incluye depósitos *overnight* de las empresas bancarias en el Banco Central.

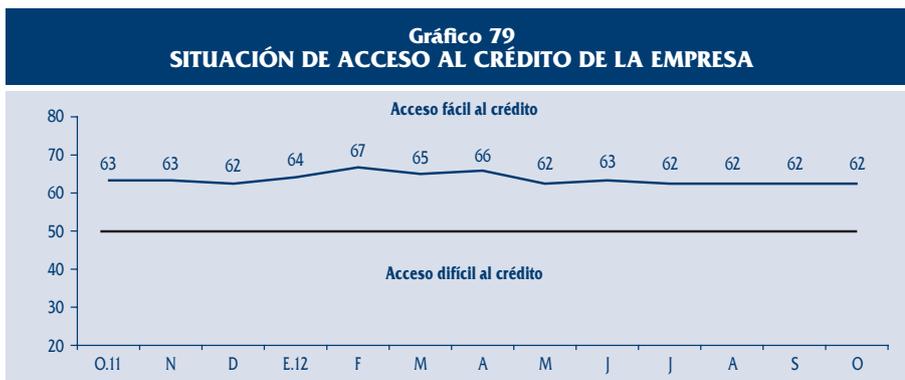




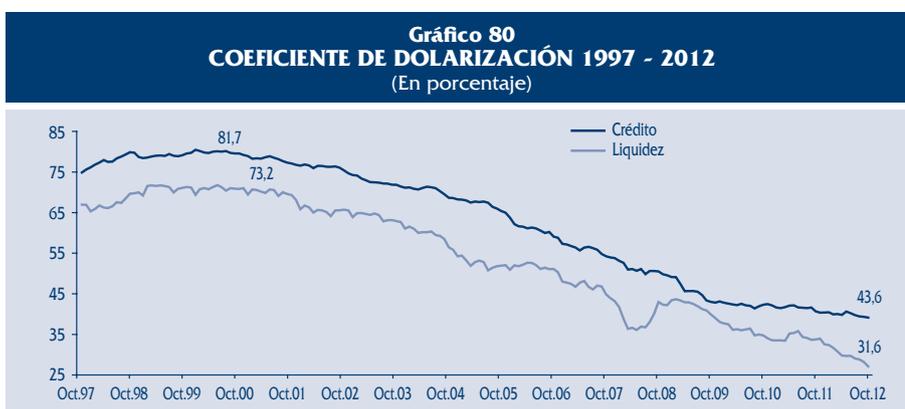
Crédito

72. El crédito al sector privado ha tendido a estabilizarse con una variación anual de 16,4 por ciento frente a un crecimiento de 19,6 por ciento al fin de 2011 y 17,1 por ciento en setiembre de 2012. El crédito a empresas ha tendido, también, a alcanzar tasas más sostenibles desde 17,9 por ciento en diciembre de 2011 a 15,3 por ciento en setiembre de 2012 y a 14,6 por ciento en octubre. En el caso del crédito personal, el crecimiento de este indicador ha alcanzado una tasa de 19,9 por ciento en octubre, de consumo 16,4 por ciento y el hipotecario 25,5 por ciento.





73. La dolarización del crédito continuó reduciéndose en octubre aunque en menor medida que la dolarización de la liquidez. El coeficiente de dolarización del crédito descendió de 43,8 por ciento en setiembre a 43,6 por ciento en octubre. Por su parte, la dolarización de la liquidez se redujo a 31,6 por ciento en octubre desde 32,7 en setiembre.



En cuanto a la dolarización de los créditos, ésta se redujo en menor medida en aquellos segmentos de crédito orientados a empresas.

Cuadro 32
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/

	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Jul.11	Dic.11	Set.12	Oct.12
Créditos a empresas	62,0	55,8	55,9	56,0	54,9	54,4	54,3
Créditos a personas	34,3	29,1	26,5	25,3	25,1	24,7	24,5
Créditos de consumo	15,1	12,2	10,8	9,9	9,8	9,7	9,7
Vehicular	80,5	68,9	64,0	64,8	69,7	74,4	75,0
Tarjetas de crédito	8,8	7,7	7,2	6,7	6,3	6,4	6,7
Créditos hipotecarios	67,9	58,0	52,2	49,7	49,2	47,0	46,4
Por tipo de institución							
Empresas bancarias (*)	57,8	53,1	52,7	52,2	51,2	50,3	50,2
Banca estatal	1,7	4,7	1,8	1,1	1,1	0,1	0,1
Instit. Financ. No bancarias	20,4	14,0	14,4	13,6	13,4	12,4	12,2
TOTAL	53,0	46,8	46,1	45,7	44,6	43,8	43,6
Memo:							
Dolarización del crédito a T.C. constante	49,2	45,1	45,1	45,3	44,6	44,7	44,7

1/ Incluye sucursales en el exterior.





Mercado de Capitales

74. En el mercado de bonos domésticos se observa en el trimestre una recuperación de las emisiones de empresas no financieras, asociada al contexto de bajas tasas de interés tanto en el mercado doméstico como internacional. En octubre se registraron colocaciones de bonos por parte de las empresas no financieras por S/. 576 millones (nivel más alto observado desde noviembre de 2009), en tanto que la banca privada colocó S/. 200 millones.



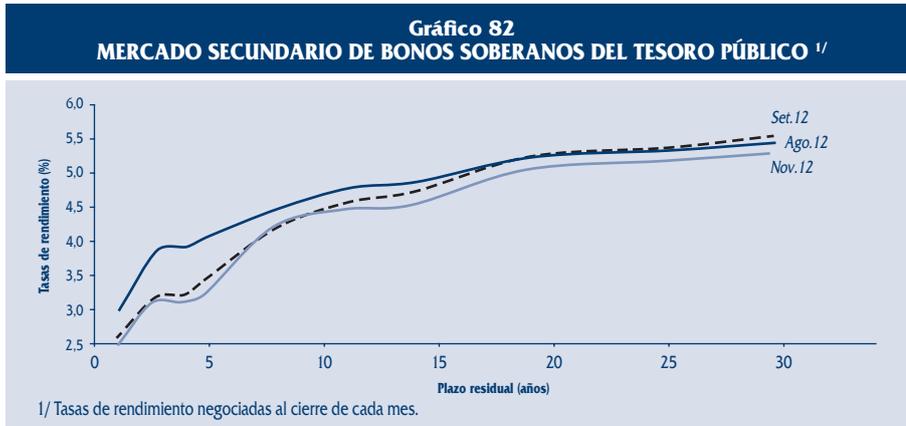
La emisión de bonos en el mercado internacional por parte de empresas no financieras se ha incrementado significativamente de US\$ 320 millones en 2011 a US\$ 1 660 millones en 2012. Sobresalen las emisiones de Volcan (US\$ 600 millones), Ajecorp (US\$ 300 millones) y Coazucar (US\$ 325 millones).

Cuadro 33
BONOS: MERCADO INTERNACIONAL

	US\$ Millones	Plazo	Tasa	Patrimonio	Ingreso por Ventas
2011 Lindley	320	10 años	6,75%	258	626
2012 Total	1 660				
Volcan	600	10 años	5,33%	450	1 212
Camposol	125	5 años	9,88%	277	168
Terminal Portuario Paita	110	25 años	8,13%	36	169
Ajecorp	300	10 años	6,50%	177	1 254
Coazucar (Gloria)	325	10 años	6,38%	922	484
Maestro	200	7 años	6,75%	58	377

75. Las tasas de interés del mercado de los bonos soberanos continuaron su tendencia a la baja entre los meses de setiembre y noviembre, debido a la mayor demanda de inversionistas en línea con la evolución del riesgo país, observándose un aplanamiento cada vez mayor de la curva de rendimiento. Las tasas de rendimiento del tramo corto de la curva (menor a 5 años) continúan ubicándose por debajo de la tasa de referencia

del Banco Central de 4,25 por ciento. Los inversionistas no residentes aumentaron sus tenencias de bonos soberanos entre agosto y noviembre en alrededor de S/. 617 millones, desde S/. 15 507 millones hasta S/. 16 124 millones, lo que representa el 51 por ciento del saldo emitido de bonos soberanos.



76. Un factor relevante que explica, en parte, la reducción de los rendimientos de los bonos soberanos ha sido la reducción de la percepción de riesgo país. Así, en el último trimestre, los *spreads* de la deuda soberana de Perú a 5 y 10 años, medido por la Prima por Riesgo de Moratoria (CDS por sus siglas en inglés), mostraron una disminución de aproximadamente 20 puntos básicos, en tanto que respecto al año anterior, esta disminución va de 64 puntos básicos para el *spread* de deuda a 10 años hasta 67 puntos básicos para la deuda soberana a 5 años.



77. Otro factor importante está asociado a la demanda de activos locales proveniente de los Fondos de Pensiones (AFPs), que en tanto estén más cerca a su límite de inversión en el exterior pueden elevar su demanda por bonos y acciones en el mercado doméstico, presionando al alza sus precios. Actualmente, los fondos de pensiones tienen el 29,0 por ciento de su portafolio invertido en el exterior, cercano al 30 por ciento del límite establecido.





En noviembre, las inversiones de las AFPs en bonos del gobierno se incrementaron en S/. 122 millones respecto a setiembre, en contraste con la inversión en acciones de empresas no financieras, que se redujo en S/. 579 millones en el mismo periodo.

Cuadro 34
CONSOLIDADO DE LAS CARTERAS ADMINISTRADAS POR LAS AFP
POR INSTRUMENTO FINANCIERO

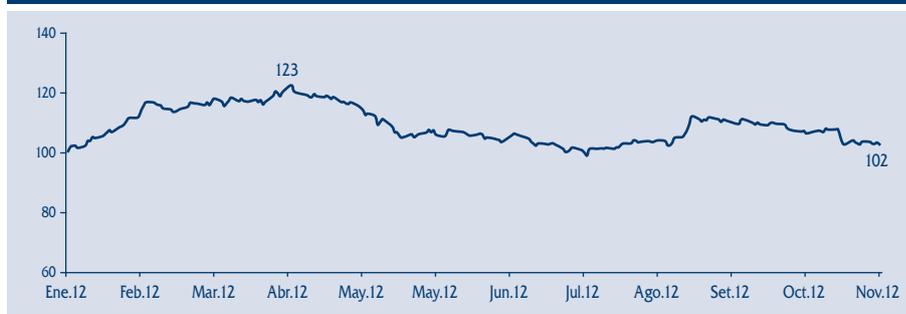
(En millones de nuevos soles)

	Dic.11		Set.12		Nov.12	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
I. INVERSIONES DOMÉSTICAS	58 185	71,1	67 063	71,9	66 914	70,8
1. Gobierno	13 915	17,0	15 907	17,1	16 954	17,9
Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP 1/	886	1,1	2 134	2,3	3 060	3,2
Bonos del Gobierno Central	13 029	15,9	13 773	14,8	13 895	14,7
2. Sistema Financiero	14 333	17,5	16 988	18,2	16 476	17,4
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	5 294	6,5	5 233	5,6	5 530	5,9
3. Empresas no Financieras	23 175	28,3	25 813	27,7	25 212	26,7
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	16 881	20,6	18 971	20,3	18 393	19,5
4. Administradoras de Fondos	3 000	3,7	3 211	3,4	3 235	3,4
5. Sociedades Titulizadoras	3 763	4,6	5 143	5,5	5 037	5,3
II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR	23 437	28,6	25 840	27,7	27 422	29,0
1. Gobierno	949	1,2	2 267	2,4	1 955	2,1
2. Sistema Financiero	2 738	3,3	2 798	3,0	2 654	2,8
3. Empresas no Financieras	8 220	10,0	6 327	6,8	5 483	5,8
4. Administradoras de Fondos	11 529	14,1	14 448	15,5	17 329	18,3
5. Sociedades Titulizadoras	-	-	-	-	-	-
III. OPERACIONES EN TRÁNSITO	260	0,3	372	0,4	188	0,2
TOTAL	81 881	100,0	93 275	100,0	94 524	100,0
Inv. en el Exterior / Cartera Administrada	28,6%		27,7%		29,0%	

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

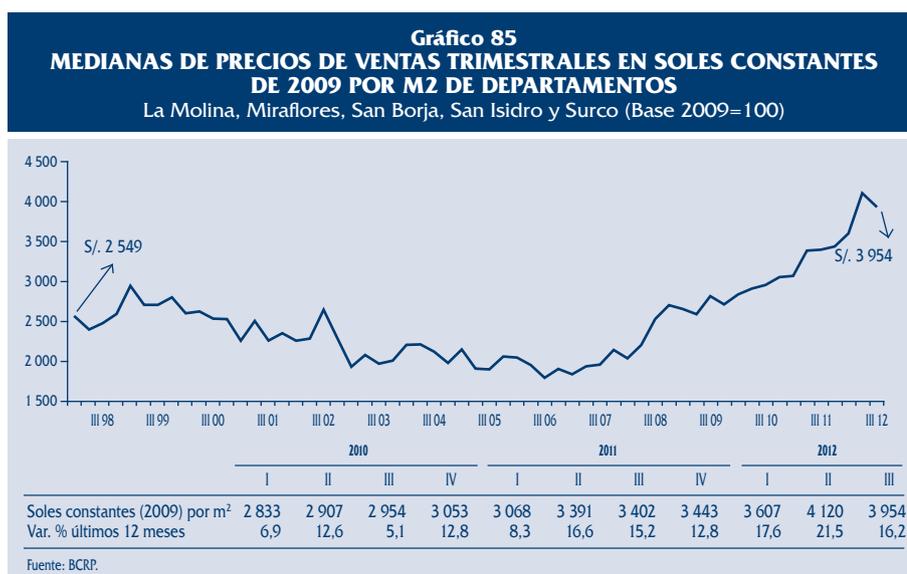
78. Respecto al mercado de renta variable, el IGBVL de noviembre se contrajo 7,5 por ciento respecto a setiembre asociado a la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Este hecho ha reforzado, en parte, el incremento de la demanda de los inversionistas por bonos del tesoro público.

Gráfico 84
ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA
(02 Enero 2012=100)



Mercado Inmobiliario

79. Los precios de los inmuebles mantienen una tendencia creciente a partir del último trimestre de 2006. En el tercer trimestre de 2012 los precios en soles constantes se incrementaron 16,2 por ciento respecto al mismo trimestre del año anterior, lo cual implicó una moderación con respecto al trimestre previo (21,5 por ciento).



Un indicador utilizado para la evaluación de los precios de los inmuebles es el Ratio Precio de venta / Ingreso por alquiler anual (Price to Earnings Ratio - PER), el cual ha venido mostrando una tendencia creciente en los últimos años, observando una moderación en el tercer trimestre.

Cuadro 35
PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL

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

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

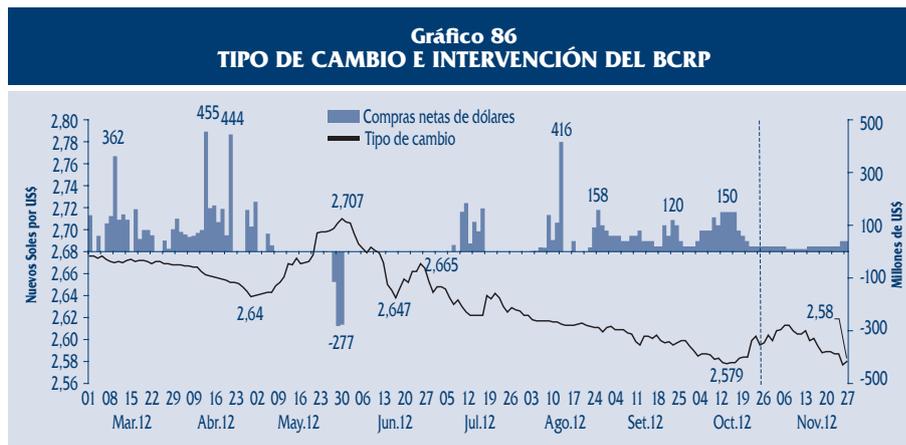




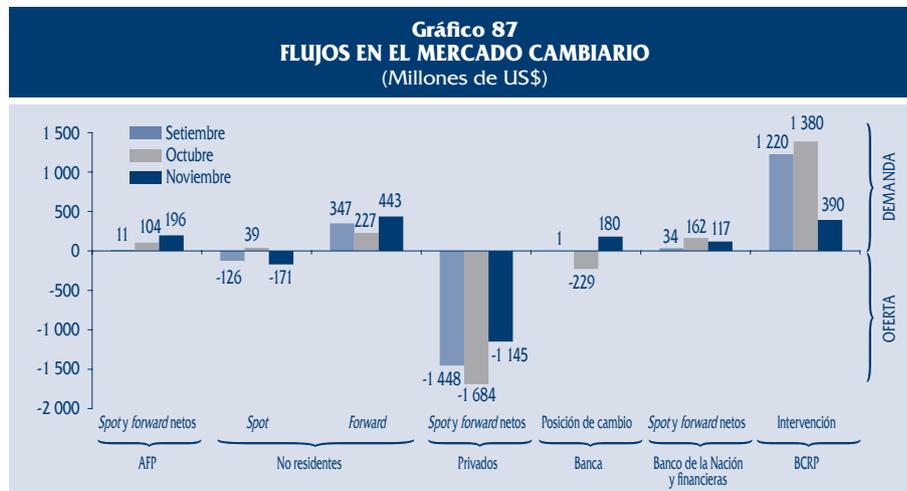
Tipo de cambio

80. Entre fines de agosto y noviembre, el tipo de cambio registró una apreciación nominal de 0,73 por ciento, pasando de S/. 2,599 a S/. 2,58 por dólar, menor a lo observado en el trimestre anterior, cuando la apreciación fue de 2,5 por ciento. Durante este periodo se observó una mayor volatilidad en el tipo de cambio que en meses anteriores.

Asimismo, el BCRP modificó su estrategia de intervención cambiaria, interviniendo en el mercado cambiario aún en los periodos de depreciación del sol, aunque con montos diarios menores. Esta estrategia busca incrementar la incertidumbre del tipo de cambio de tal manera que se observe una mayor volatilidad cambiaria. Entre agosto y noviembre, el BCRP ha intervenido comprando US\$ 3 040 millones en el mercado cambiario.



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



81. En el mercado *forward*, las compras netas de dólares por parte de la banca disminuyeron desde fines de agosto, pasando de US\$ 854 millones en agosto a una venta neta de US\$ 75 millones, en el mes de noviembre.



82. El índice de tipo de cambio real multilateral pasó entre agosto y noviembre de 89,4 a 90,2, lo que representó una depreciación real de 0,85 por ciento en similar periodo. Esta depreciación real corresponde a un incremento del tipo de cambio nominal respecto a una canasta de monedas de 0,2 por ciento entre agosto y noviembre y un mayor diferencial de inflación.

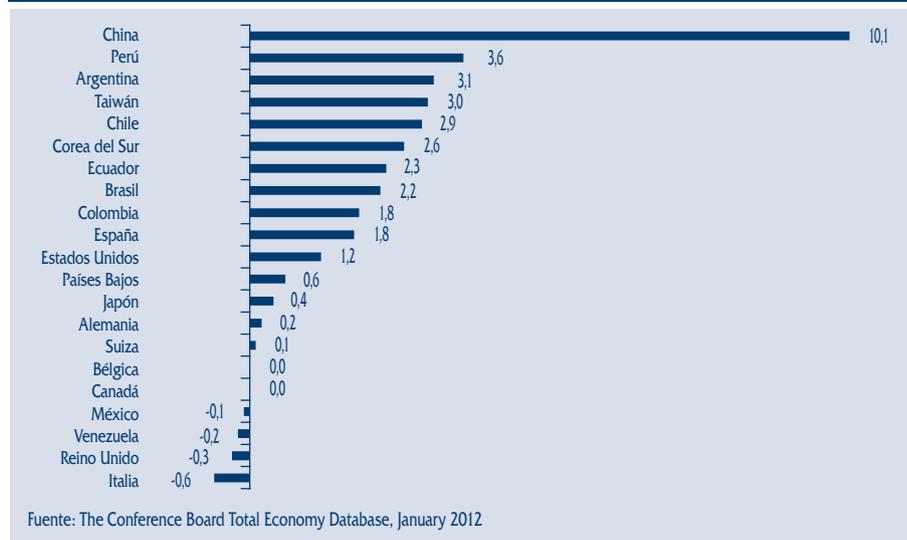


Cabe mencionar que la apreciación del tipo de cambio real ha sido acompañada por un incremento importante de la productividad laboral en el Perú. De acuerdo con *The Conference Board Total Economy Database*, el Perú se ha ubicado en el segundo lugar de crecimiento de la productividad laboral entre 2006 y 2011, sólo después de China.





Gráfico 90
CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD LABORAL 2006 - 2011
PERÚ Y SUS SOCIOS COMERCIALES



RECUADRO 5

CHOQUES DE OFERTA Y POLÍTICA MONETARIA

En teoría, bajo un esquema de metas de inflación, el Banco Central debería responder con acciones de política monetaria oportunas a choques que afecten las expectativas de inflación. El ejemplo típico es un “choque de demanda”, donde excesos de demanda alterarían las expectativas al revelar presiones inflacionarias en el futuro. Sin embargo, al saber los agentes económicos que el Banco Central tomará medidas correctivas, las expectativas se mantendrían ancladas y los efectos del choque sobre la inflación serían transitorios.

Por lo mismo, en libros de texto se concluye que el Banco Central no debería responder a “choques de oferta” –como aumentos de precios creados por condiciones climáticas adversas o el incremento del precio internacional de *commodities*– ya que se considera que éstos, aunque pueden ser de gran magnitud, tienen una duración limitada y revertirán rápidamente. En la práctica, sin embargo, podría ocurrir que el choque de oferta sea tan persistente que contamine las expectativas de inflación. Éste parece ser el caso observado, por ejemplo, con el incremento del precio de alimentos en mercados internacionales hasta el año 2008.

A continuación se presentan los resultados de un análisis que distingue entre choques de ofertas “normales” o de corta duración y choques de ofertas “persistentes”. El análisis consiste en estimar un modelo de vectores autorregresivos similar al propuesto en Winkelried (2012)¹⁵, para el periodo de 1994 a 2012. El modelo incluye una variable fuertemente afectada por choques de oferta (la

15 Winkelried, D. (2012), “Traspaso del tipo de cambio y metas de inflación en el Perú”, Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos, 23, pp. 9 – 24.

inflación no subyacente que recoge factores externos e internos), una variable que refleja choques de demanda (la brecha del producto), la depreciación nominal, y tres medidas de inflación que capturan el comportamiento de la “cadena distributiva de bienes”; a saber, inflación al por mayor importada, inflación al por mayor doméstica e inflación de los precios del consumidor.

La particularidad de esta estimación es que permite efectos asimétricos de acuerdo a dos estados: si la inflación no subyacente presenta un comportamiento “usual” o si viene acelerándose (es decir, es sujeta a una secuencia de choques positivos). El efecto traspaso es una elasticidad que mide la respuesta de la inflación ante un choque que genere un incremento de uno por ciento en la inflación no subyacente, y depende del estado en donde se encuentra la economía.

El Cuadro siguiente muestra las estimaciones del efecto traspaso para varios horizontes. En el caso de la inflación del IPC total se tiene que en tiempos normales el traspaso en el impacto es de alrededor de 38 por ciento y en tres años después del choque asciende a 46 por ciento. Éste es un resultado que se da por construcción, ya que la inflación no subyacente es un componente de la inflación del IPC total, con una ponderación cercana al 30 por ciento. En estados de “aceleración” el traspaso es mayor y tres años después del choque es aproximadamente 60 por ciento. Ello sugiere que en el estado de aceleración se activa un canal de transmisión del choque adicional. Este canal correspondería a las expectativas de inflación.

En el Cuadro se reporta también la respuesta de la inflación subyacente. En tiempos normales el traspaso es bastante reducido y asciende a 14 por ciento luego de tres años de ocurrido el choque. Es bueno mencionar que esta cifra no es estadísticamente significativa. Éste es también un resultado esperado, ya que la inflación subyacente se relaciona más con expectativas y presiones de demanda que con choques de oferta. No obstante, si el choque de oferta se da en un estado de aceleración, el traspaso a la inflación subyacente se incrementa a un significativo 36 por ciento, lo que estaría confirmando la sospecha de que las expectativas de inflación se habrían contaminado.

Podría argumentarse que la inflación subyacente contiene ciertos rubros, como alimentos fuera del hogar, que si bien no son particularmente volátiles podrían verse afectados por choques de oferta a través de un canal de costos. Para descontar estos efectos, en el tercer panel del cuadro se muestran las estimaciones utilizando la inflación sin alimentos ni energía, y se aprecia nuevamente que el traspaso no es importante en tiempos normales, pero sí lo es cuando la economía experimente choques de oferta persistentes.

**EFFECTO TRASPASO DE UN CHOQUE DE LA INFLACIÓN NO SUBYACENTE,
SEGÚN NATURALEZA DEL CHOQUE**
(Porcentajes)

Periodo (meses)	Inflación del IPC total		Inflación del IPC subyacente		Inflación del IPC sin alimentos ni energía	
	Normal	Persistente	Normal	Persistente	Normal	Persistente
1	39	42	-2	4	2	15
6	43	49	5	16	6	32
12	44	53	8	24	9	42
24	46	58	12	33	13	51
36	47	60	14	36	15	53





RECUADRO 6
**MEDIDAS REGULATORIAS RECIENTES DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCA,
SEGUROS Y AFP**

Con fecha 9 de noviembre de 2012, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) ha publicado la Resolución SBS N° 8548-2012, modificando el Reglamento para el Requerimiento de Patrimonio Efectivo por Riesgo de Crédito.

En esta nueva regulación, los requerimientos de patrimonio efectivo se definen en función al tipo de crédito (hipotecario, de consumo revolvente y no revolvente) y a la moneda en la que éste se otorga, exigiendo un mayor requerimiento de patrimonio por los créditos en moneda extranjera. Por ejemplo, un crédito hipotecario en dólares para la compra de primera vivienda a tasa fija con un plazo menor a 20 años sin garantía inscrita está sujeto a un factor de ponderación de 100 por ciento hasta un ratio deuda-valor (LTV por sus siglas en inglés) de 80 por ciento y un factor de ponderación de 150 por ciento si el crédito está por encima del 80 por ciento de ratio LTV.

La resolución exonera a los créditos hipotecarios otorgados hasta el 31 de diciembre de 2012 de los nuevos requerimientos, estos se aplicarían sólo a los créditos otorgados a partir del 1 de enero de 2013. Con esta medida, la SBS busca cubrir la exposición de las entidades del sistema financiero al mercado inmobiliario en un contexto en el que este viene creciendo rápidamente.

El 10 de diciembre de 2012, la SBS publicó la Resolución N° 9076-2012 que modifica el Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario de las empresas del sistema financiero y reduce el límite de la posición global de sobreventa de 15 a 10 por ciento de su patrimonio efectivo, de la posición global de sobrecompra de 60 a 50 por ciento, y del valor absoluto de la posición neta en productos financieros derivados de moneda extranjera de 30 a 20 por ciento del patrimonio efectivo o S/. 300 millones, el mayor.

El Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario rige desde octubre de 2003 y establece límites con el fin de inducir a una menor exposición al riesgo cambiario y así preservar la fortaleza del sistema. Se establecieron límites a la posición global de sobreventa y sobrecompra. Se entiende sobrecompra (sobreventa) como un saldo positivo (negativo) de la posición global. Esta última es el resultado de la suma de la posición de cambio del balance (activos menos pasivos, en moneda extranjera) y la posición neta en productos financieros derivados (posiciones de compra a futuro menos posiciones de venta a futuro, en moneda extranjera, en productos financieros derivados del tipo *forward*, *swap* y futuro de monedas).

Estos límites se han venido reduciendo gradualmente desde su implementación en 2003. Además, el 25 de enero de 2011, la SBS amplió la regulación para incluir un límite adicional: se estableció que el valor absoluto de la posición neta en productos financieros derivados de moneda extranjera de las empresas no podría ser mayor al 40 por ciento de su patrimonio efectivo o a S/. 400 millones, el que resultara mayor. Este límite también ha sido modificado gradualmente desde entonces.

EVOLUCIÓN DE LOS LÍMITES A LAS POSICIONES EN MONEDA EXTRANJERA DE LAS EMPRESAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Resolución SBS N° Fecha:	1455-2003 16 Oct.03	351-2005 04 Mar.05	1593-2010 13 Feb.10	15536-2010 28 Nov.10	9076-2012 10 Dic.12
a) Límite a la posición global de sobreventa La posición global de sobreventa de las empresas no podrá ser mayor a este porcentaje de su patrimonio efectivo.	5%	10%	15%	15%	10%
b) Límite a la posición global de sobreventa La posición global de sobrecompra de las empresas no podrá ser mayor a este porcentaje de su patrimonio efectivo.	100%	100%	75%	60%	50%
Resolución SBS N° Fecha:	923-2011 25 Ene.11	10454-2011 09 Oct.11	9076-2012 10 Dic.12		
c) Límite al valor absoluto de la posición neta en productos financieros derivados de moneda extranjera El límite se define como el monto mayor entre un porcentaje del patrimonio efectivo y un monto fijo en soles	40% S/. 400 millones	30% S/. 350 millones	20% S/. 300 millones		

Estas medidas no son prohibitivas. Las entidades del sistema financiero son libres de comprar y vender moneda extranjera, la regulación simplemente les exige limitar el riesgo cambiario en el que incurren cuando toman una posición marcadamente corta o larga en moneda extranjera. Cabe señalar que actualmente todas las empresas del sistema financiero mantienen posiciones muy por debajo del límite permitido.

Asimismo, se ha propuesto modificar el Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones para incorporar nuevos requerimientos de provisiones por riesgo cambiario crediticio, aplicables a deudores clasificados en categoría Normal que se encuentren expuestos a riesgo cambiario crediticio o que no hayan sido evaluados. Se excluye de la aplicación de provisiones por riesgo cambiario crediticio a la porción cubierta de los créditos que cuenten con garantías preferidas, garantías preferidas de muy rápida realización o garantías preferidas autoliquidables.

Las empresas tendrían hasta el 31 de diciembre de 2015 para constituir el nivel de provisiones por riesgo cambiario crediticio, las que pueden efectuarse de forma gradual no pudiendo las tasas ser menores a lo indicado en el siguiente cuadro:

Tipos de Crédito	Tasas de Provisiones		
	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Créditos corporativos	0,20%	0,30%	0,40%
Créditos a grandes empresas	0,20%	0,30%	0,40%
Créditos a medianas empresas	0,20%	0,30%	0,40%
Créditos a pequeñas empresas	0,40%	0,80%	1,20%
Créditos a microempresas	0,40%	0,80%	1,20%
Créditos de consumo revolventes	0,40%	0,80%	1,20%
Créditos de consumo no-revolventes	0,40%	0,80%	1,20%
Créditos hipotecarios para vivienda	0,10%	0,20%	0,30%



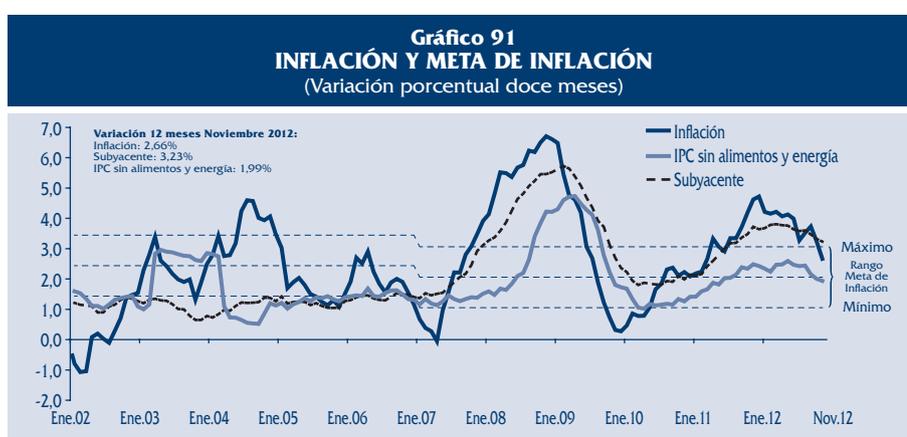


El reglamento vigente a la fecha exonera de provisiones a los créditos otorgados a clientes evaluados por las entidades del sistema financiero siempre y cuando estas tomen medidas propias para interiorizar el riesgo cambiario. El reglamento propuesto exige las provisiones cuando se determine que los deudores están expuestos al riesgo cambiario o no se les haya evaluado. Los requerimientos de provisiones actuales son: 0,25 por ciento para operaciones cubiertas por garantías de muy rápida realización, 0,5 por ciento para los créditos en moneda extranjera cubiertos con otras garantías preferidas y 1 por ciento para el resto de deuda directa en moneda extranjera.

Los nuevos requerimientos de provisiones por riesgo cambiario crediticio estarían orientados a fomentar que las entidades del sistema financiero interioricen de manera más efectiva dicho riesgo y, a través de las tasas de interés, incentiven a los tomadores de deuda a evitar descalces de moneda.

VI. Inflación

83. Entre setiembre y noviembre la inflación medida por los últimos doce meses se redujo de 3,74 a 2,66 por ciento, debido a la reversión de los choques de oferta que habían afectado a los productos agrícolas en el mercado interno. Tal y como se había previsto en los reportes de inflación anteriores, la reversión de estos choques permite que la inflación retorne al rango meta.



84. La tasa anual de inflación subyacente, que excluye del cálculo del IPC los rubros de más alta volatilidad, disminuyó de 3,7 a 3,2 por ciento entre diciembre de 2011 y noviembre de 2012, mientras que la inflación sin alimentos y energía pasó de 2,4 a 1,9 por ciento.

Cuadro 36
INFLACIÓN
(Variación porcentual)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
								Ene.-Nov.	12 meses
I. Inflación	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,74	2,38	2,66
II. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,28	1,49	4,25	1,71	1,38	2,42	1,50	1,92
III. Inflación subyacente	65,2	1,37	3,11	5,56	2,35	2,12	3,65	3,08	3,23
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,53	3,17	2,44	2,55
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	2,72	4,13	3,73	3,92
IV. Inflación no subyacente	34,8	0,83	5,07	8,11	-2,54	2,00	6,79	1,11	1,62
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	1,18	11,50	2,53	2,43
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	7,54	-1,15	-1,24
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	1,94	3,61	-0,33	1,91
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,01	1,50	0,81	0,84
Alimentos	37,8	1,8	6,0	9,7	0,6	2,4	8,0	3,9	4,0





La inflación no subyacente, afectada en 2011 por el alza de los precios internacionales de los alimentos, pasó de una tasa anual de 6,8 por ciento en diciembre de 2011 a 1,6 por ciento en noviembre de 2012. La corrección de precios en los mercados internacionales de estos bienes, como resultado de la normalización de la oferta a nivel mundial, llevó a que los precios de los alimentos pasaran de registrar un aumento anual de 11,5 por ciento en diciembre de 2011 a 2,4 por ciento en noviembre de 2012.

Cuadro 37 INFLACIÓN (Contribución ponderada)									
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
								Ene.-Nov.	12 meses
I. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,74	2,38	2,66
II. IPC sin alimentos y energía	56,4	0,58	0,67	1,88	0,74	0,78	1,36	0,82	1,05
III. Inflación subyacente	65,2	0,79	1,80	3,20	1,34	1,38	2,38	1,99	2,09
Bienes	32,9	0,31	1,05	1,69	0,68	0,50	1,04	0,79	0,82
Servicios	32,2	0,48	0,75	1,52	0,66	0,88	1,34	1,21	1,27
IV. Inflación no subyacente	34,8	0,35	2,13	3,44	-1,09	0,69	2,36	0,39	0,57
Alimentos	14,8	0,48	1,69	2,63	-0,35	0,17	1,68	0,39	0,38
Combustibles	2,8	-0,09	0,36	0,00	-0,68	0,34	0,23	-0,04	-0,04
Transportes	8,9	0,10	0,07	0,51	0,03	0,17	0,32	-0,03	0,17
Servicios públicos	8,4	-0,14	0,01	0,30	-0,09	0,00	0,12	0,06	0,07

85. En el periodo enero – noviembre, la dinámica de la inflación respondió principalmente a la evolución de los precios de los alimentos perecibles. Las anomalías climatológicas afectaron los rendimientos y el abastecimiento de varios productos agrícolas, como cítricos y cebolla, situación que comenzó a revertirse a partir de octubre.

Entre enero y noviembre los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron las comidas fuera del hogar y los servicios de educación. También destacaron las alzas en los precios de papa y cebolla. Por otro lado, los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación fueron los servicios de teléfono, el transporte nacional, la zanahoria y la gasolina.

Cuadro 38 RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - NOVIEMBRE 2012							
Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	5,4	0,66	Teléfonos	2,9	-4,2	-0,11
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,8	0,43	Transporte nacional	0,3	-20,4	-0,08
Papa	0,9	24,7	0,21	Zanahoria	0,1	-31,3	-0,06
Cebolla	0,4	32,6	0,10	Gasolina y lubricantes	1,3	-3,4	-0,06
Consumo de agua	1,6	5,2	0,09	Azúcar	0,5	-7,1	-0,05
Leche en conserva	1,6	5,4	0,09	Cítricos	0,5	-5,9	-0,04
Electricidad	2,9	3,0	0,08	Papaya	0,2	-14,4	-0,04
Artículos del cuidado personal	4,9	1,5	0,07	Arroz	1,9	-1,9	-0,03
Especias y sazónadores	0,5	11,8	0,06	Aparatos de recreo y cultura	0,9	-3,7	-0,03
Bebidas gaseosas	1,3	4,6	0,06	Pasaje de avión	0,4	-5,4	-0,02
Total			1,85	Total			-0,52

Cuadro 39
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
DICIEMBRE 2011 - NOVIEMBRE 2012

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	5,8	0,71	Teléfonos	2,9	-4,1	-0,10
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,8	0,43	Zanahoria	0,1	-32,6	-0,06
Papa	0,9	27,3	0,23	Gasolina y lubricantes	1,3	-3,5	-0,06
Pasaje urbano	8,5	1,9	0,16	Azúcar	0,5	-7,1	-0,06
Consumo de agua	1,6	5,2	0,09	Arroz	1,9	-2,7	-0,05
Leche en conserva	1,6	5,5	0,09	Aparatos de recreo y cultura	0,9	-4,3	-0,03
Cebolla	0,4	28,4	0,09	Papaya	0,2	-12,7	-0,03
Artículos del cuidado personal	4,9	1,7	0,08	Zapallo	0,1	-16,8	-0,02
Electricidad	2,9	3,0	0,08	Aparatos de televisión	0,5	-4,2	-0,02
Bebidas gaseosas	1,3	4,2	0,06	Pasaje de avión	0,4	-4,3	-0,02
Total			2,02	Total			-0,45

Gráfico 92
PRECIO DE ALIMENTOS PERECIBLES
(Variación porcentual)



86. A noviembre de 2012 la inflación importada registró una variación de 0,5 por ciento en los últimos doce meses, tasa menor a la de diciembre de 2011, que fue de 4,9 por ciento. Destacó la caída en los precios de los alimentos como pan, aceites y fideos, cuya variación anual pasó de 9,6 por ciento en diciembre de 2011 a 2,1 por ciento en noviembre de 2012, debido a los menores precios de los insumos importados y a la apreciación del Nuevo Sol.

Gráfico 93
INFLACIÓN: COMPONENTE INTERNO Y COMPONENTE IMPORTADO
(Variación porcentual últimos doce meses)





Cuadro 40
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2006 - 2012
(Variación porcentual anual)

	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
								Ene.-Nov.	12 meses
I. IPC IMPORTADO	10,8	0,27	10,46	2,20	-6,25	3,78	4,87	0,57	0,47
Alimentos	3,0	2,08	18,83	4,75	-3,07	0,76	9,59	2,01	2,13
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	7,54	-1,15	-1,24
Aparatos electrodomésticos	1,3	-1,29	-1,50	-0,06	-2,39	-0,58	-1,13	-2,27	-2,38
Otros	3,7	0,64	0,47	0,46	-0,34	1,20	0,83	-4,78	0,42
II. IPC INTERNO	89,2	1,28	2,84	7,44	1,35	1,87	4,72	2,61	2,93
III. IPC	100,0	1,14	3,93	6,65	0,25	2,08	4,74	2,38	2,66
Tipo de cambio		-6,40	-7,00	4,47	-7,59	-2,15	-4,24	-2,98	-4,51

Componentes de la inflación a noviembre de 2012

87. El rubro de **comidas fuera del hogar** continuó presentando la tendencia creciente de los últimos cinco años. En el período enero - noviembre alcanzó una variación acumulada de 5,8 por ciento, mayor que el índice general (2,4 por ciento) y que el total de alimentos y bebidas dentro del hogar (3,2 por ciento).

El incremento de 4,8 por ciento en **matrícula y pensión de enseñanza** reflejó principalmente el incremento del mes de marzo (3,4 por ciento) ante el inicio del año escolar. A ello se añadieron las alzas de las pensiones de las universidades e institutos de enseñanza superior no estatal, registradas a lo largo del presente año.

Dentro de los **alimentos**, destacaron los aumentos en los precios de papa y cebolla. Las alteraciones climáticas en la sierra central y sur afectaron las cosechas y el traslado de los productos agrícolas hacia Lima. En el caso de la papa, se registraron menores siembras de la variedad amarilla en Huánuco debido a la falta de lluvias. Asimismo, se observaron menores rendimientos de la variedad blanca en los valles de Lima. Con respecto a la cebolla, hasta el mes de agosto el exceso de humedad y las temperaturas por debajo de lo normal en Arequipa afectaron la calidad del producto, situación que se normalizó a partir de octubre.

También incidieron en la inflación los aumentos en las **tarifas de agua y electricidad**. Las tarifas de agua aumentaron 5,2 por ciento en el período enero - noviembre, acorde con las alzas autorizadas por la Superintendencia Nacional de Servicios de Saneamiento (Sunass). Al reajuste por actualización tarifaria se sumó el alza de 1,7 por ciento en julio con el objeto de que Sedapal cubra los costos del proyecto La Chira.

Con relación a las **tarifas eléctricas**, el incremento de 3 por ciento en el período enero - noviembre recoge los reajustes, tanto al alza como a la baja, determinados por el ente regulador, Osinergmin. Así por ejemplo, la rebaja en julio (-1,3 por ciento) respondió a la actualización de la fórmula tarifaria que contempla, entre otras variables, las variaciones del tipo de cambio y del índice de precios al por mayor. El alza de

agosto (1,7 por ciento) reflejó principalmente el reajuste trimestral de los precios del componente de generación, así como la actualización de los cargos adicionales por generación eléctrica comprendidos en el peaje de transmisión principal. En noviembre, el reajuste de 0,3 por ciento respondió a la actualización de los precios de los principales componentes de la tarifa: generación (-0,1 por ciento), transmisión (1,0 por ciento) y distribución (-0,5 por ciento).

Proyección de Inflación

88. Los principales factores que afectan la trayectoria de la inflación son los factores de oferta, la brecha del producto, la inflación importada y las expectativas de inflación. En el escenario central de proyección, se espera que la tasa de inflación se mantenga dentro del rango meta y que converja gradualmente a 2,0 por ciento. Este escenario considera que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a los precios de *commodities* ni a factores climatológicos locales y que las expectativas de inflación se mantendrían dentro del rango meta. La proyección de inflación para los años 2013 y 2014 se ubica alrededor de 2,0 por ciento.

Cuadro 41 INFLACIÓN: 2009 - 2013 (Variación porcentual anual)							
	Peso	2009	2010	2011	2012		2013*
					Noviembre	Año*	
IPC	100,0	0,2	2,1	4,7	2,7	2,7	2,0
Alimentos y energía	43,6	-0,9	3,0	7,7	3,6	4,0	2,5
Alimentos	37,8	0,6	2,4	8,0	4,0	4,4	2,4
Energía	5,7	-10,4	6,8	6,0	0,7	1,0	3,2
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,7	1,4	2,4	1,9	1,7	1,5

* Proyectado.

Alimentos y energía

Los choques externos están relacionados a la evolución de los precios de los *commodities* (granos y petróleo) mientras que los choques internos obedecen a condiciones climatológicas anómalas que afectan la oferta de los alimentos perecibles. A continuación se detallan las perspectivas de estos conceptos.

En los últimos meses se ha observado una reducción de la cotización internacional del petróleo, por mayor producción de crudo en Estados Unidos. Con ello, la proyección de la cotización del petróleo WTI para el período 2012 – 2014 se ubica por debajo de los niveles previstos en el Reporte de Inflación de setiembre, aunque persisten los factores de riesgo al alza debido a las tensiones políticas en el Medio Oriente.

Por su parte, los precios internacionales de los alimentos han mostrado una disminución desde agosto, revirtiendo parte del incremento de los meses anteriores.





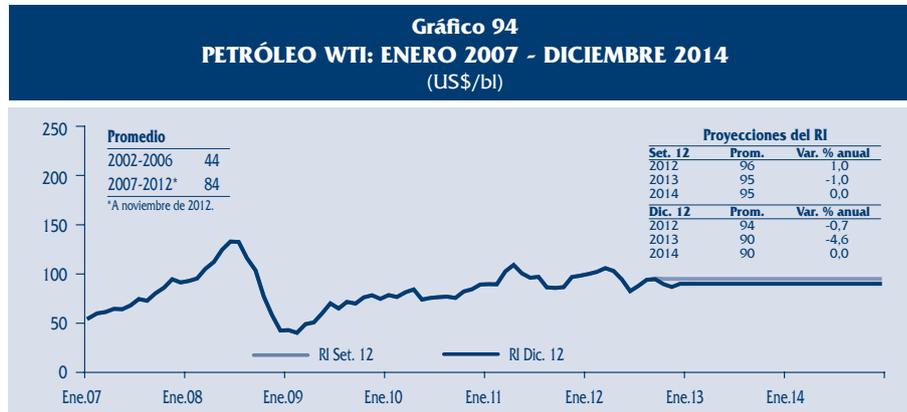
Con respecto a las previsiones del Reporte de inflación de setiembre, se revisa a la baja la proyección de precios en el caso de maíz y soya para los próximos años, y se mantiene la proyección para la cotización del trigo, considerando la evolución reciente y el balance de oferta y demanda mundial de alimentos.

Energía

89. La cotización del petróleo West Texas Intermediate (WTI) se redujo 8,4 por ciento en los últimos tres meses, al caer de US\$ 94,6 por barril en setiembre a US\$ 86,7 por barril en noviembre. Con ello, el precio del petróleo acumuló una caída de 12,0 por ciento en lo que va del año.

La tendencia descendente en la cotización del petróleo estuvo asociada a la revisión al alza en la producción de Estados Unidos, a niveles no vistos en al menos 15 años, debido al auge del crudo no convencional. Este incremento sorprendió a los analistas, que habían proyectado que la producción de crudo en dicho país se mantendría en 2012. A ello se sumó la producción de la OPEP en niveles superiores a los anunciados, los cuales mantuvieron al mercado con abundancia relativa de petróleo, situación que se espera continúe en 2013. Sin embargo, a pesar de la abundancia de crudo, se mantuvieron presiones alcistas por los crecientes temores geopolíticos en Medio Oriente, relacionados con la reducción de las exportaciones de Irán afectadas por el embargo impuesto por la Unión Europea y las sanciones de EUA, y a las tensiones en Siria e Israel.

Debido a la mayor producción de crudo en Estados Unidos, se prevé que el petróleo WTI se cotice en niveles inferiores a los estimados en el Reporte de Inflación de setiembre. Sin embargo, se mantienen elevados los factores de riesgo al alza. La probabilidad de incrementos de los precios se mantiene elevada debido a las recurrentes tensiones políticas presentes en el Medio Oriente.



Dadas estas proyecciones de precios internacionales de petróleo se proyectan ajustes ligeros en los precios domésticos de combustibles. Se contempla además un aumento de las tarifas para cubrir el desarrollo de proyectos como nuevas líneas de transmisión y para financiar el gasoducto del sur.

Alimentos

90. Después del aumento de 6,2 por ciento en términos mensuales de julio, el índice de precios reales de alimentos de la FAO ha seguido un comportamiento volátil en los últimos meses, acumulando una disminución de 1,0 por ciento en ese periodo entre agosto y noviembre. En términos anuales, el índice muestra variaciones negativas desde diciembre de 2011. En noviembre, se registró una caída de 1,5 por ciento.



En los últimos tres meses, la mayoría de precios internacionales de los **alimentos** ha disminuido, corrigiendo parcialmente los incrementos de los meses previos. Este comportamiento se explica, principalmente, por la recuperación parcial y estacional de la oferta (en particular en EUA), una menor demanda ganadera e industrial, menores precios del petróleo y, en algunos periodos, por una liquidación de posiciones en *commodities* por parte de los inversionistas por mayor aversión al riesgo.

Según el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA, por sus siglas en inglés), el Balance de Oferta y Demanda Mundial de Alimentos de noviembre indica previsiones de producción e inventarios finales globales que confirman las condiciones ajustadas en los mercados de maíz, trigo y aceite de soya esperadas para la presente temporada.





Cuadro 42
USDA: BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL
(Millones de toneladas)

	2010/11	2011/12	2012/13	Variación porcentual	
	(3)	(2)	(1)	(2) / (3)	(1) / (2)
MAÍZ					
Inventarios Iniciales	145,3	127,0	132,1	-12,6	4,0
Producción	831,0	880,5	839,7	6,0	-4,6
Oferta Global	976,2	1 007,5	971,8	3,2	-3,5
Consumo Total	849,2	875,4	853,8	3,1	-2,5
Inventarios Finales	127,0	132,1	118,0	4,0	-10,7
TRIGO					
Inventarios Iniciales	200,8	198,0	197,9	-1,4	0,0
Producción	652,1	696,1	651,4	6,7	-6,4
Oferta Global	852,9	894,0	849,3	4,8	-5,0
Consumo Total	654,9	696,1	675,1	6,3	-3,0
Inventarios Finales	198,0	197,9	174,2	0,0	-12,0
ACEITE DE SOYA					
Inventarios Iniciales	3,3	3,6	3,7	8,8	4,5
Producción	41,3	42,4	43,1	2,6	1,6
Oferta Global	44,6	46,0	46,8	3,1	1,8
Consumo Total	40,8	42,1	43,7	3,2	3,8
Inventarios Finales	3,6	3,7	2,9	4,5	-22,5

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA).

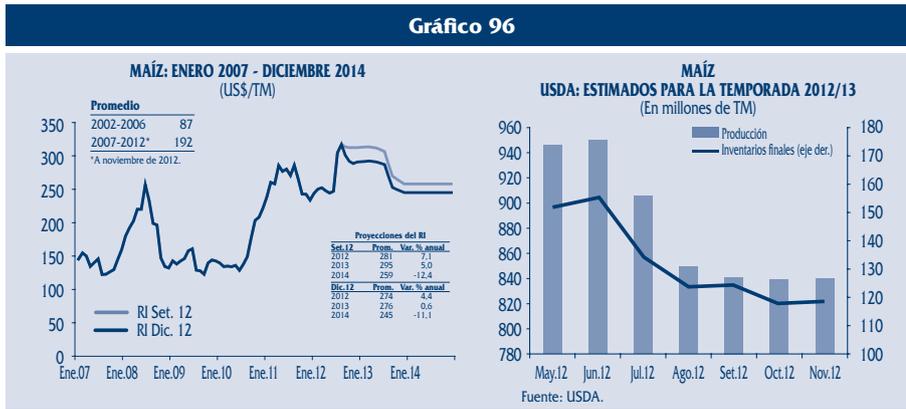
Maíz

91. En los últimos meses, la cotización del maíz ha presentado un comportamiento a la baja y acumula desde setiembre una reducción de 4,2 por ciento; con ello revierte la tendencia de los ocho primeros meses (en que la cotización aumentó 36 por ciento) explicada por las expectativas de menor producción proveniente de EUA y la disminución de los precios del petróleo. La cotización promedio de noviembre fue US\$ 290 por tonelada.

Esta corrección a la baja se explica por la mayor oferta en EUA a un ritmo por encima de los promedios históricos, así como también por las expectativas de recuperación de la oferta global. En su balance mundial de noviembre, el USDA revisó al alza, por primera vez desde junio, su estimación de producción mundial, principalmente por una mayor cosecha esperada en EUA. Por el lado de la demanda, las expectativas de una mayor desaceleración mundial también presionaron a la baja al maíz en este periodo.

En línea con estos desarrollos, se estima que en el horizonte de proyección, los precios del maíz se ubiquen en niveles inferiores a los previstos en el Reporte de Inflación de setiembre. No obstante las recientes mejores en las perspectivas de oferta, el mercado continúa mostrando condiciones ajustadas.

Gráfico 96



Trigo

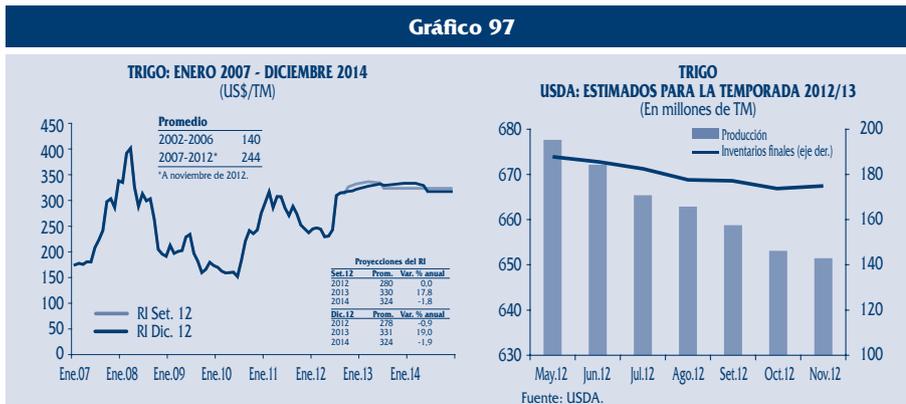
92. A diferencia de lo observado en otros alimentos, la cotización del trigo continuó al alza en los últimos meses, acumulando un incremento de 35 por ciento en el año y cerrando el mes de noviembre con una cotización promedio de US\$ 319 por tonelada.

Las expectativas de una menor oferta han presionado al alza la cotización. Así, en los últimos meses continuaron los temores de restricciones a las exportaciones en Ucrania, y de una menor producción en Australia. Asimismo, en EUA, el principal exportador, se registraron condiciones climáticas desfavorables que deterioraron las condiciones de los cultivos y siembras.

Sin embargo, en noviembre, el USDA revisó al alza los inventarios finales globales para la temporada 2012 - 2013 por primera vez desde que comenzó a publicar estimaciones para esta campaña, debido principalmente a un menor consumo global esperado.

Por estos motivos, se espera que el precio del trigo continúe en niveles altos, similares a los previstos en el anterior Reporte.

Gráfico 97



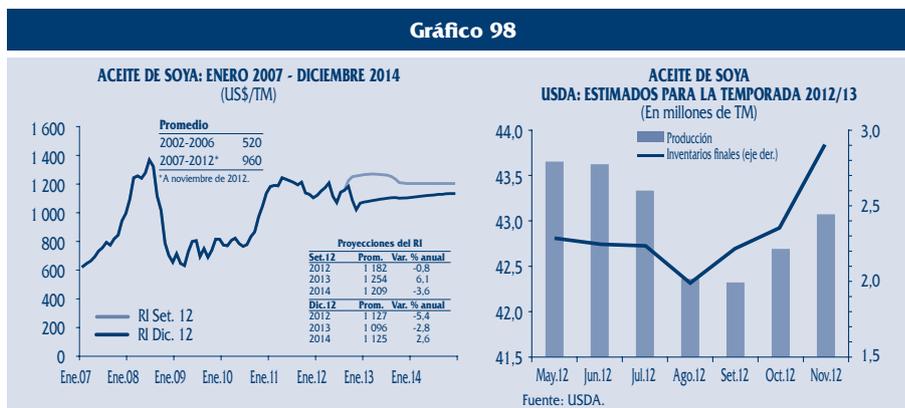


Aceite de Soya

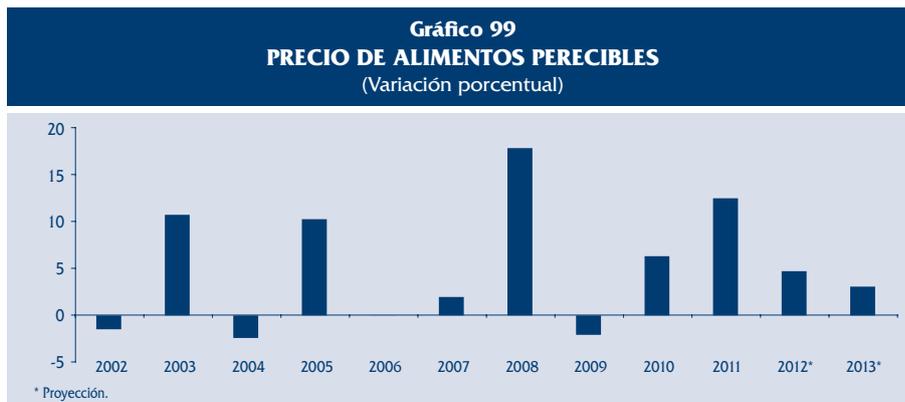
93. La cotización del aceite de soya registró una disminución acumulada de 8 por ciento en lo que va del año, cerrando el mes de noviembre con un precio promedio de US\$ 1 021 por tonelada, y alcanzando un nivel mínimo desde octubre de 2010 de US\$ 990 por tonelada a mediados de dicho mes. Esta disminución refleja las caídas de los dos últimos meses.

Las correcciones de octubre (-9 por ciento) y noviembre (-6 por ciento) están asociadas tanto al comportamiento del precio internacional del petróleo, como a los determinantes de la oferta de soya. Al igual que el maíz, la cotización de la soya ha disminuido en los últimos tres meses por un rápido avance de la cosecha en EUA (salida de nueva oferta) y por mayores rendimientos esperados en ese país. El USDA viene revisando al alza los inventarios finales globales de aceite de soya desde setiembre, debido a una recuperación esperada de la producción, principalmente.

Considerando esto último, se estima que el aceite de soya se cotee a niveles menores que los considerados en el Reporte de Inflación anterior.



Durante 2012 se observaron anomalías climatológicas hasta el mes de setiembre, que afectaron la oferta de alimentos perecibles. Estas se corrigieron a partir de octubre. Para 2013 se esperan condiciones climatológicas normales.



Papa

El incremento del precio de la papa en 2012 estuvo marcado por las menores siembras, tanto en la sierra central como en la costa central, debido principalmente a alteraciones climáticas, situación que recién se ha revertido a partir de noviembre.

Para 2013 se proyecta un incremento de precios moderado. Para el primer semestre del año, con base a la información de siembras al mes de octubre, se espera una menor producción de la región Junín, lo que en parte sería contrarrestado por la mayor participación de Huánuco. En esta región, la mejora de las condiciones climáticas a partir de octubre permitió una regularización de las siembras. Para el segundo semestre del año, se espera que las siembras en la región costa presenten una recuperación con respecto a lo sembrado en el mismo semestre del año 2012, ante el estímulo de los mayores precios registrados en ese período. La papa de costa suele presentar un precio mayor a la de sierra por lo que no se espera una caída de precios con respecto al primer semestre.

Legumbres frescas

En 2012, si bien se produjeron condiciones climáticas adversas en Junín y Lima que afectaron el abastecimiento de arveja verde, principal componente de este rubro, la mayor participación de Huánuco atenuó el alza del precio de este producto.

Para 2013 se proyecta un incremento de precios principalmente en el segundo semestre del año, que es cuando ingresa el producto proveniente de Lima. Se está teniendo en cuenta la tendencia observada en los últimos años de sustituir este cultivo por otros productos más rentables en los valles de costa. Por otra parte, se espera una mejora de la producción en Huánuco, donde se viene utilizando variedades mejoradas y semillas certificadas.

Brecha producto y expectativas

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

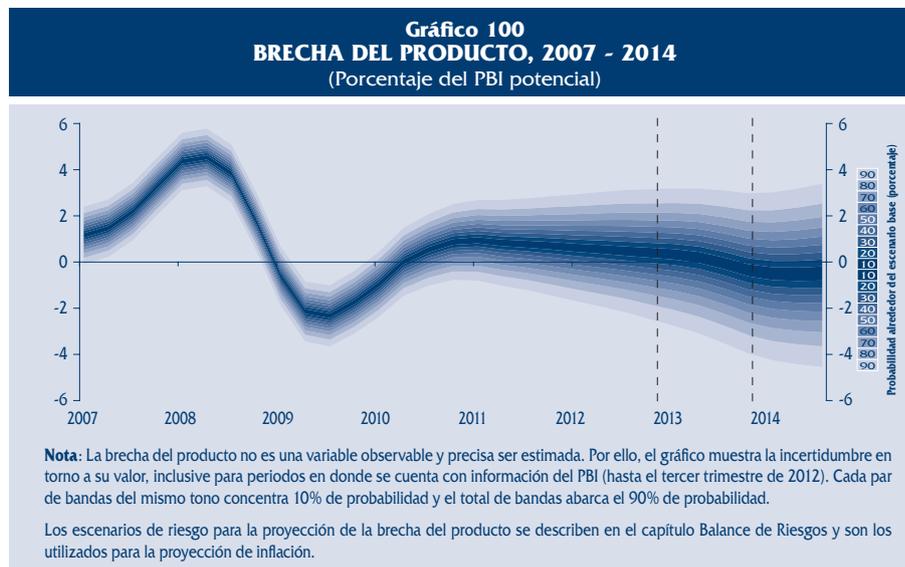
La **brecha del producto** recoge las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica que devienen en presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Esta brecha se ve afectada por diversos tipos de impulsos: impulso externo, impulso fiscal, impulso privado e impulso monetario.

En el frente externo se prevé un menor impulso debido a la revisión a la baja en el crecimiento de nuestros socios comerciales y una reducción de los términos de intercambio. Además, este escenario de proyección incorpora un impulso fiscal positivo de 0,7 por ciento en 2013. Así, en el año 2013 la contribución negativa sobre la brecha del producto del impulso negativo externo se vería aliviada por el comportamiento del impulso fiscal.





Asimismo, se asume que se mantienen las condiciones de confianza de consumidores y empresarios, lo que se reflejó en el dinamismo tanto del consumo privado como la inversión privada



Se prevé que el componente de inflación importada presentaría una moderación que incidiría favorablemente sobre la inflación. La encuesta de expectativas del tipo de cambio muestra que los agentes del sistema financiero y analistas económicos esperan que el tipo de cambio disminuya de manera gradual en los siguientes dos años, en tanto que las empresas no financieras esperan que se mantenga alrededor de S/. 2,60 por dólar.

Cuadro 43
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO
(Nuevos Soles por US dólar)

	Expectativas del:		
	RI Jun.12	RI Set.12	RI Dic.12*
Sistema Financiero			
2012	2,65	2,60	2,58
2013	2,61	2,59	2,55
2014	2,60	2,58	2,50
Analistas Económicos			
2012	2,65	2,61	2,58
2013	2,62	2,60	2,53
2014	2,60	2,60	2,50
Empresas No Financieras			
2012	2,65	2,62	2,60
2013	2,70	2,65	2,60
2014	2,70	2,67	2,60
Promedio			
2012	2,65	2,61	2,59
2013	2,64	2,61	2,56
2014	2,63	2,62	2,53

RI: Reporte de Inflación.
*Encuesta realizada durante la segunda quincena de noviembre de 2012.

95. Con respecto al Reporte de Inflación de setiembre, los agentes económicos han mantenido sus expectativas de inflación para los años 2012 a 2014. Las expectativas de inflación se ubican entre 3,0 y 3,2 por ciento para 2012, reduciéndose a medida que se amplía el horizonte de proyección a valores entre 2,5 y 3,0 por ciento para 2013 y 2014, dentro del rango meta.

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



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

Cuadro 44
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN FIN DE PERIODO
(Puntos porcentuales)

	Expectativas del:		
	RI Jun.12	RI Set.12	RI Dic.12*
Sistema Financiero			
2012	3,2	3,0	3,0
2013	2,8	2,8	2,6
2014	2,5	2,5	2,5
Analistas Económicos			
2012	3,2	3,0	3,0
2013	2,8	2,8	2,8
2014	2,5	2,5	2,5
Empresas No Financieras			
2012	3,2	3,2	3,2
2013	3,0	3,0	3,0
2014	3,0	3,0	3,0

RI: Reporte de Inflación.

*Encuesta realizada durante la segunda quincena de noviembre de 2012.

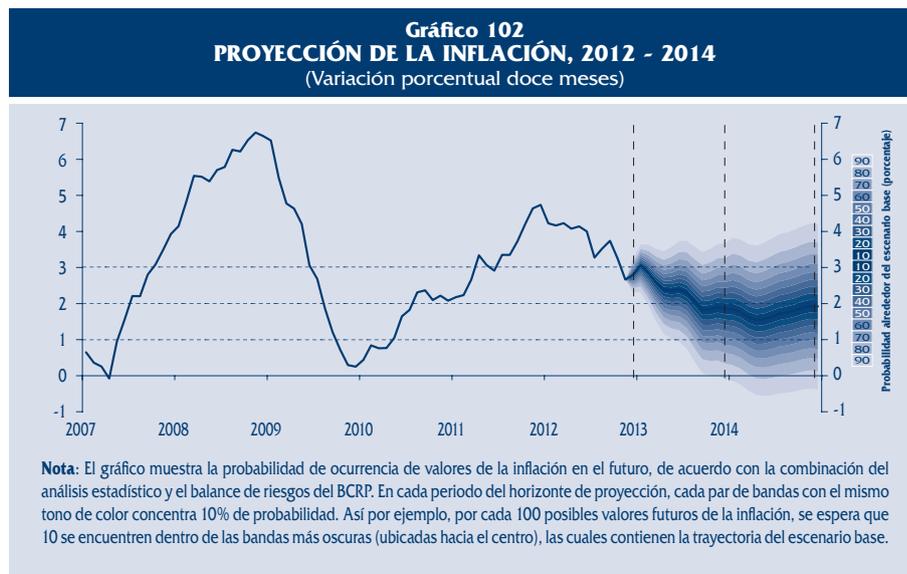




Finalmente, el escenario base de proyección contempla una posición de la política monetaria que no será sustancialmente distinta a la actual en el corto plazo. Una posición adecuada de política monetaria contribuye a mantener las expectativas inflacionarias ancladas, en particular en el contexto de choques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

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

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



VII. Balance de riesgos

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

El proceso de proyección no está exento de incertidumbre sobre los desarrollos futuros de la economía doméstica y global. Por ello, además del escenario base se evalúan otros escenarios que incorporan supuestos alternativos de proyección.

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

Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección continúan siendo la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial y el flujo de capitales internacional, la evolución de la demanda interna y el impacto de los precios de *commodities* en los mercados internacionales y condiciones climáticas adversas. Similar al Reporte de setiembre el balance de estos riesgos se mantiene neutral, aunque existe un cambio en la percepción sobre los impactos esperados de cada uno de estos. El Gráfico 103 muestra el impacto esperado de cada uno de estos factores de riesgo sobre la proyección de la inflación en un horizonte de dos años.

98. Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son, por un lado, de origen externo, vinculados con la contingencia del desencadenamiento de una crisis financiera internacional y, por otro lado, de origen doméstico, en un contexto de menor crecimiento de la demanda interna por una demora en la ejecución de proyectos de inversión.

a. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.

Se mantiene una alta incertidumbre en los mercados internacionales, aunque menor al último Reporte de Inflación. Entre los riesgos más importantes se tiene el abismo fiscal en Estados Unidos y un agravamiento del problema de deuda en la Zona Euro. La materialización de estas contingencias conllevaría a un escenario, menos severo, que el de finales de 2008, con una caída de la actividad económica mundial acompañada de una reducción de los términos





de intercambio. Además, el incremento de la incertidumbre global podría desencadenar una salida repentina y masiva de capitales externos.

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

b. Menor crecimiento de la demanda interna.

En este escenario se contempla la posibilidad de aplazamiento y cancelación de proyectos de inversión. Ello generaría un menor dinamismo de la demanda agregada y, en el corto plazo, un ritmo de crecimiento de la economía por debajo del crecimiento potencial que generaría presiones a la baja en la inflación.

En este escenario, el Banco Central incrementaría el estímulo monetario buscando que la inflación se ubique dentro del rango meta en el horizonte de proyección.

99. Por otro lado, existen dos **riesgos al alza** de la inflación relacionados principalmente al incremento en los flujos de capitales y de los precios de *commodities*.

c. Mayores entradas de capitales.

La alta disponibilidad de liquidez en los mercados internacionales junto con las escasas opciones de inversión atractivas en un contexto de gran incertidumbre global, podrían promover la entrada de capitales extranjeros a economías emergentes con buen desempeño como el Perú. Por un lado, un mayor flujo de capitales aceleraría la expansión del crédito, estimulando la demanda agregada y la inflación. Por otro lado, ejercería presiones apreciatorias sobre el sol, que se traducirían en una menor inflación doméstica. Se estima que el efecto neto de una mayor entrada de capitales sobre la inflación es ligeramente positivo.

En este escenario, el Banco Central ajustaría su posición monetaria y sus instrumentos de política macroprudencial como las tasas de encajes.

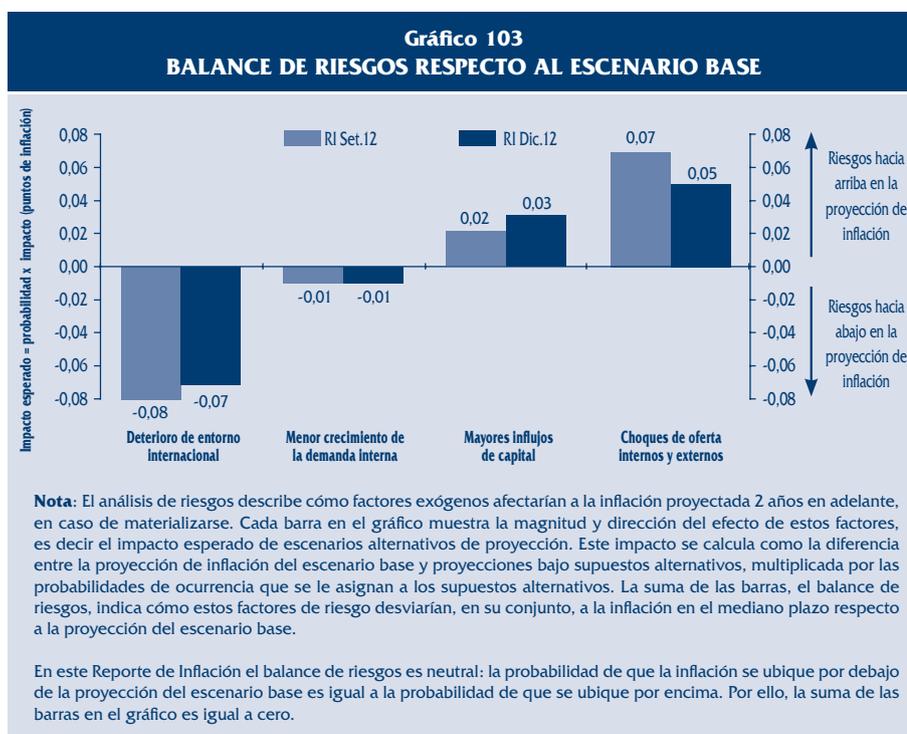
d. Inflación importada y condiciones climáticas adversas.

De modo similar a lo contemplado en el Reporte de Inflación de setiembre aunque con menor probabilidad, se considera el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, dado el temor por una agudización

de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. De materializarse este riesgo, las presiones inflacionarias globales se elevarían. En el ámbito doméstico, se mantiene el riesgo de que condiciones climáticas podrían afectar el normal desarrollo de la producción y el abastecimiento de productos alimenticios (agrícolas, principalmente). Además, se considera el riesgo de los límites en la capacidad de generación eléctrica, que podría ocasionar problemas de racionamiento de electricidad.

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

El balance de riesgos es **neutral** para la proyección de la inflación de fines de 2014. Con la información disponible hasta la fecha, se percibe que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se encuentre por encima.



CONCLUSIÓN

100. La evolución reciente y las perspectivas de la actividad económica y de las expectativas de inflación indican que están dadas las condiciones para que la inflación se mantenga en el rango meta en el horizonte de proyección. Además, eventos recientes





sugieren que en el corto plazo se atenuarían las presiones de costos generados por los incrementos en los precios de algunos *commodities*. Con ello, la trayectoria de inflación convergería a lo largo de 2013 a un nivel alrededor de 2 por ciento. El balance de riesgos es neutral, con una menor incidencia de riesgos a la baja y al alza que los considerados en el Reporte de Inflación de setiembre.

El PBI continuará creciendo a tasas cercanas a su nivel potencial, con una evolución dinámica de la demanda interna que ha venido compensando los efectos de la desaceleración de la economía mundial.

El Banco Central continuará estando pendiente de la inflación y sus determinantes para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar que la inflación se mantenga en el rango meta.