



REPORTE DE INFLACIÓN

Junio 2012

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2012-2014**

90

ANIVERSARIO
1922 - 2012

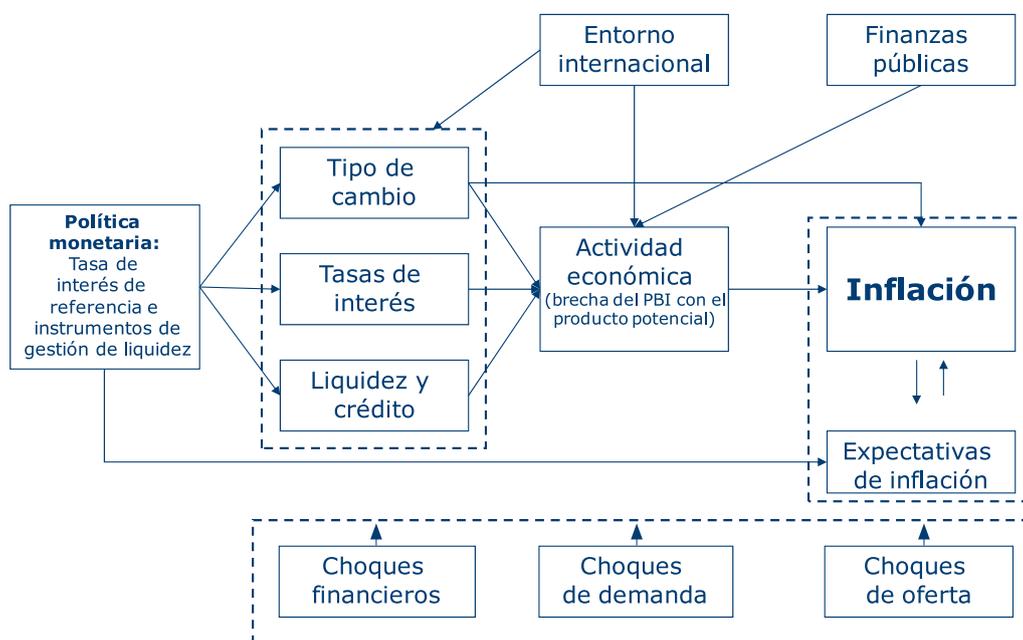


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2012-2014

Junio 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

Junio 2012

CONTENIDO

| | <i>Pág.</i> |
|----------------------------------|-------------|
| Prólogo | 5 |
| Resumen | 6 |
| I. Escenario internacional | 10 |
| II. Actividad económica | 38 |
| III. Balanza de pagos | 54 |
| IV. Finanzas públicas | 63 |
| V. Política monetaria | 83 |
| VI. Inflación | 102 |
| VII. Balance de riesgos | 110 |

RECUADROS

| | |
|--|----|
| 1. Proyecciones del sector minero: inversión y producción | 52 |
| 2. La Política Fiscal en el evento de un “Super Ciclo” | 77 |
| 3. Modificaciones a la institucionalidad fiscal | 80 |
| 4. La evolución de la dolarización del crédito, riesgos e implicancias para la política monetaria | 99 |

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

Prólogo

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





Resumen

- i. Tras la publicación del Reporte de Inflación de marzo en el que se señalaba una disminución de los riesgos asociados a la crisis de deuda en la Eurozona, resurgieron nuevamente los temores sobre la sostenibilidad fiscal de Grecia y la posibilidad de contagio hacia otras economías de la región. Asimismo, diversos indicadores de actividad económica en algunas economías desarrolladas como también en algunas economías emergentes han venido mostrando una evolución poco favorable.

Con un entorno de mayor incertidumbre y de menor dinamismo en algunas economías, el escenario central de proyección contempla una revisión de la proyección de crecimiento mundial de 3,3 a 3,2 por ciento para 2012 y de 3,8 a 3,7 por ciento para 2013. Se espera que para 2014 la economía mundial empiece a mostrar nuevamente signos recuperación por lo que el crecimiento se elevaría a 3,9 por ciento.

- ii. Durante el primer trimestre del año la economía peruana creció 6,0 por ciento impulsada principalmente por el dinamismo mostrado tanto por el consumo y la inversión privada como por las exportaciones. La inversión pública volvió a retomar tasas positivas de crecimiento luego que se contrajera durante 2011. Para el resto del año se espera un crecimiento algo más moderado por el entorno de incertidumbre internacional.

Se revisa al alza el estimado de crecimiento para el año 2012 de 5,7 por ciento contemplado en el Reporte de Inflación de marzo a 5,8 por ciento, por la mayor inversión privada prevista para el año; en tanto que para 2013 se revisa a la baja de 6,3 a 6,2 por ciento debido al menor crecimiento de la economía mundial. Para el año 2014, en línea con la mejora prevista de la economía mundial, el crecimiento se elevaría a 6,3 por ciento.

- iii. Las proyecciones del Sector Público No Financiero asumen que en el horizonte de proyección se cumple con la nueva regla referida al resultado económico estructural señalada en el Marco Macroeconómico Multianual publicado en mayo de este año. De acuerdo a ésta, el resultado económico debería ser consistente con una reducción del déficit estructural de por lo menos 0,2 puntos porcentuales cada año a partir de 2013.

Así, para 2012 se mantiene el estimado de superávit de 1,1 por ciento del PBI del Reporte de marzo, mientras que para 2013 éste se reduce de 1,4 a 1,0 por ciento. Para 2014 se proyecta un superávit fiscal de 1,0 por ciento.

- iv. Para el año 2012 se ha revisado al alza la proyección de déficit de la cuenta corriente de 1,5 por ciento del PBI en el Reporte de marzo a 2,7 por ciento del PBI en el presente Reporte. Esta revisión considera un nivel de precios de los *commodities* más bajo,

particularmente de los metales, así como un menor volumen de exportaciones de harina de pescado y productos no tradicionales, principalmente de pesqueros y textiles.

De igual manera, se proyecta un incremento del déficit en cuenta corriente respecto al Reporte de marzo para 2013, de 1,8 a 2,8 por ciento del producto, asociado al menor valor de las exportaciones mineras. Para 2014 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 2,9 por ciento del PBI.

- v. La inflación de los últimos doce meses bajó de 4,74 por ciento en diciembre de 2011 a 4,14 por ciento en mayo de 2012. Esta evolución favorable estuvo relacionada con el menor incremento de los precios de los alimentos, principalmente de aquellos con alto contenido importado, por efecto de los menores precios de los *commodities* en el mercado internacional. La variación de los últimos doce meses de la inflación subyacente fue 3,77 por ciento y la del IPC sin alimentos y energía fue 2,59 por ciento.

Al igual que en el Reporte de Inflación de marzo, el escenario central de proyección considera que la inflación convergerá paulatinamente hasta ubicarse dentro del rango meta en el año 2012. En la convergencia de la inflación contribuirían tanto la reversión de los choques de oferta que afectaron la inflación durante 2011, en particular la moderación en los precios de los combustibles como consecuencia de la reciente reducción en el precio internacional del petróleo, así como una menor brecha producto.

- vi. Entre marzo y junio, el Directorio del Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 4,25 por ciento. De un lado, esta decisión considera el impacto que tendría sobre la inflación futura tanto los menores términos de intercambio como el menor crecimiento previsto de la economía mundial en un entorno de mayor incertidumbre y profundización de la crisis de la zona Euro. Por otra parte, prevé que la inflación continuará convergiendo al rango meta en los siguientes meses por efecto de la reversión de los choques de oferta en un entorno de crecimiento sin presiones de demanda.
- vii. Tomando en cuenta los efectos que tendrían sobre la inflación los diversos factores de riesgo del presente escenario de proyección, se tiene un balance de riesgo con un sesgo ligeramente a la baja, a diferencia del Reporte anterior, en el que se contemplaba un balance neutral. Este cambio en el balance de riesgos toma en cuenta principalmente la evolución reciente de la economía mundial y la incertidumbre sobre la evolución de la crisis en la Eurozona y su posible efecto contagio.
- viii. Los riesgos a la baja en la proyección de la inflación son, por un lado, de origen externo vinculados con problemas de deuda en la Eurozona y, por otro lado, de origen doméstico, el riesgo de un menor crecimiento de la demanda interna por el aplazamiento de proyectos de inversión.





a. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.

El escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la actividad económica mundial que la contemplada en el Reporte de Inflación de marzo (3,2 por ciento frente al 3,3 por ciento para el año 2012 y 3,7 por ciento para 2013 frente a 3,8 por ciento del Reporte anterior). En el mes de mayo se ha acentuado nuevamente la incertidumbre en los mercados internacionales como secuela de problemas de la deuda soberana y restricciones fiscales en economías de la Eurozona. Ello contribuiría a un debilitamiento de la demanda externa que repercutiría en la economía doméstica a través de canales financieros y comerciales.

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

De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizará la amplia disponibilidad de reservas internacionales y 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. La posición de política monetaria en el horizonte de proyección sería expansiva para prevenir riesgos deflacionarios.

b. Evolución 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.

Por otro lado, existe un factor de riesgo al alza de la inflación, relacionado principalmente a choques de oferta externos (mayores precios de *commodities*) y domésticos (factores climáticos adversos en nuestro país).

c. Mayores precios de *commodities* o condiciones climáticas adversas.

A pesar de que los precios de *commodities* alimenticios y de combustibles presentarían un comportamiento a la baja, existe el riesgo que las presiones inflacionarias globales sean más persistentes de lo que actualmente se contempla en el escenario base. La incertidumbre de cómo las autoridades económicas, sobre todo en la Eurozona, van a resolver los retos y las preocupaciones acerca del panorama económico y político futuro, tiene un efecto marcado sobre el nivel de

actividad económica global. Una política económica más decisiva y creíble en la mayor parte de las economías avanzadas podría generar un choque de confianza que induzca una mayor demanda global. Ello podría afectar la dinámica de la inflación doméstica a través de mayores costos importados y menores márgenes para las empresas locales, lo que podría generar presiones inflacionarias. En contraste con lo contemplado en el Reporte de Inflación de marzo, se ha reducido el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, dado el desarrollo reciente de este mercado.

En el ámbito doméstico, se mantiene el riesgo de condiciones climáticas adversas que podrían afectar el normal desarrollo de la producción y abastecimiento de productos alimenticios (pesqueros y agrícolas, principalmente).

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

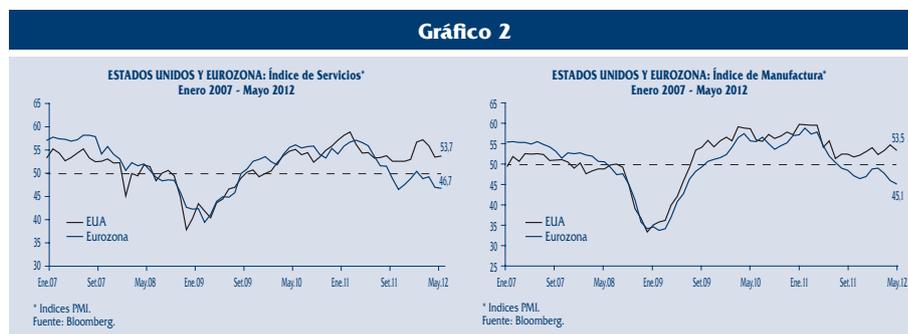




I. Escenario Internacional

Crecimiento

1. En lo que va del año, la economía global ha mostrado un crecimiento moderado aunque cierta desaceleración en los últimos meses. El índice global de Manufactura y Servicios, basado en una encuesta que se realiza a los gerentes de compras, se mantuvo a nivel agregado en la zona de expansión (sobre 50) tanto para los indicadores de manufactura como para el de servicios; aunque, en el caso de la Eurozona ambos indicadores se ubican en la zona de contracción. Otros indicadores recientes de actividad muestran también una evolución mayormente positiva para las economías desarrolladas más grandes, un deterioro para algunas economías de la Eurozona y cierta desaceleración en las economías emergentes de Asia y América Latina.



2. En línea con estos desarrollos, se espera que para el año 2012 y 2013 la economía mundial crezca 3,2 y 3,7 por ciento, respectivamente, tasas ligeramente menores

que en el reporte anterior. La revisión al alza en el crecimiento de algunas economías desarrolladas, en línea con los datos ejecutados, casi se compensaría con una ligera revisión a la baja en el crecimiento del resto de las economías emergentes, en particular de China, India y Brasil.

| Cuadro 1 CRECIMIENTO MUNDIAL (Variaciones porcentuales anuales) | | | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2011 | 2012 | | 2013 | | 2014 |
| | | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| Economías desarrolladas | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 2,0 | 1,9 | 2,1 |
| <i>De los cuales:</i> | | | | | | |
| 1. Estados Unidos | 1,7 | 2,3 | 2,2 | 2,4 | 2,4 | 2,5 |
| 2. Eurozona | 1,5 | -0,6 | -0,5 | 0,8 | 0,5 | 1,3 |
| Alemania | 3,0 | 0,2 | 0,8 | 1,2 | 1,2 | 1,5 |
| Francia | 1,7 | -0,2 | 0,0 | 0,8 | 0,5 | 1,4 |
| Italia | 0,4 | -1,3 | -1,8 | 0,3 | -0,3 | 0,5 |
| España | 0,7 | -1,5 | -1,8 | 0,4 | -0,5 | 1,2 |
| 3. Japón | -0,7 | 1,9 | 2,1 | 1,9 | 1,9 | 1,5 |
| 4. Reino Unido | 0,7 | 0,3 | 0,2 | 1,2 | 1,1 | 1,5 |
| Economías en desarrollo | 6,0 | 5,4 | 5,3 | 5,8 | 5,7 | 5,9 |
| <i>De los cuales:</i> | | | | | | |
| 1. Asia en desarrollo | 7,7 | 7,3 | 7,1 | 7,6 | 7,5 | 7,8 |
| China | 9,2 | 8,4 | 8,0 | 8,4 | 8,5 | 8,7 |
| India | 7,2 | 7,1 | 6,7 | 7,7 | 7,3 | 7,5 |
| 2. Europa Central y del Este | 4,9 | 2,2 | 2,0 | 3,3 | 3,0 | 3,4 |
| 3. América Latina y Caribe | 4,4 | 3,7 | 3,5 | 3,8 | 3,8 | 3,9 |
| Brasil | 2,7 | 3,4 | 3,0 | 4,0 | 3,9 | 4,0 |
| 4. África subsahariana | 4,7 | 4,2 | 4,3 | 5,4 | 5,4 | 5,4 |
| 5. Oriente Medio y Norte de África | 3,1 | 3,2 | 3,5 | 3,6 | 3,7 | 3,7 |
| Economía Mundial | 3,7 | 3,3 | 3,2 | 3,8 | 3,7 | 3,9 |
| Nota: | | | | | | |
| Socios Comerciales 1/ | 3,6 | 2,9 | 2,8 | 3,2 | 3,2 | 3,4 |
| BRICs 2/ | 7,4 | 7,0 | 6,6 | 7,2 | 7,2 | 7,3 |

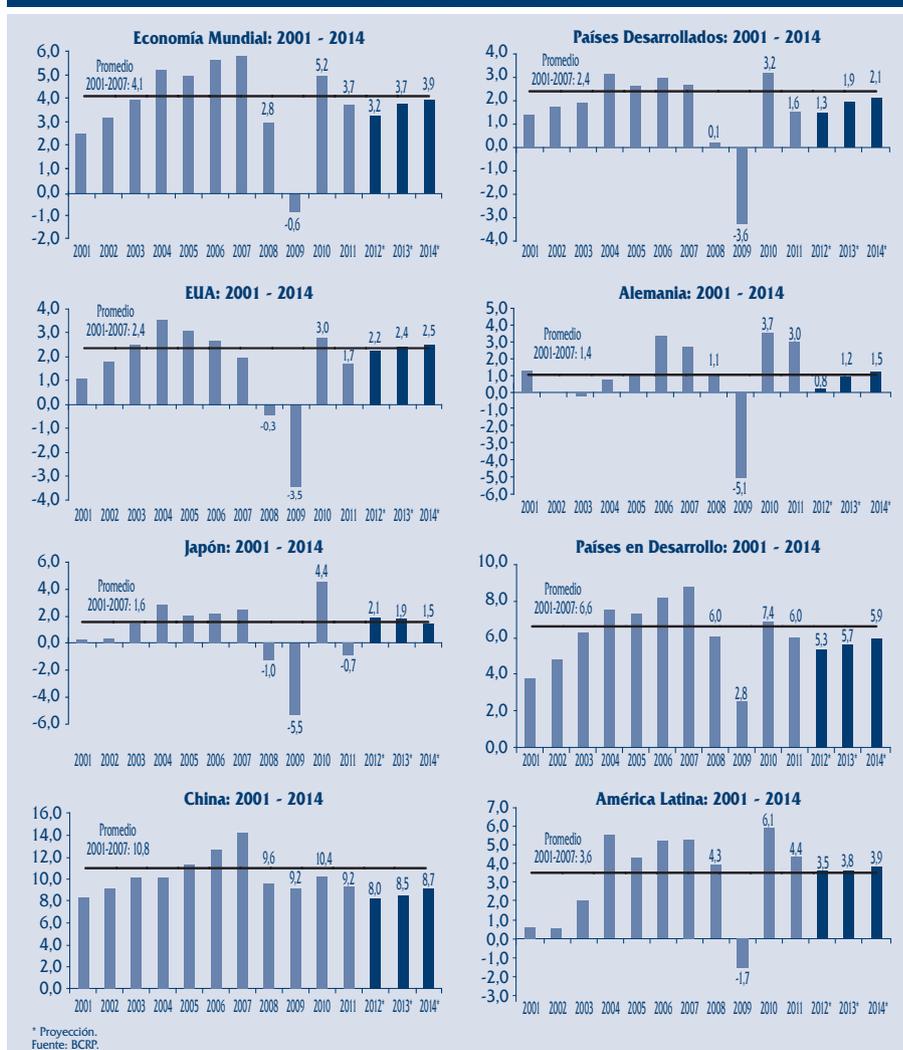
Fuente: FMI (Datos ejecutados) y BCRP (Proyección).
RI: Reporte de Inflación.
1/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.
2/ Brasil, Rusia, India y China.

3. Este escenario central asume que la crisis de deuda de las economías de la Eurozona no se expande a economías más grandes como Italia y España y que no se acentúa significativamente la volatilidad de los mercados financieros. Este riesgo, sin embargo, se ha incrementado respecto al anterior Reporte de Inflación. Por el contrario, el riesgo de ocurrencia de una elevación brusca en el precio del petróleo ha disminuido en línea con la corrección a la baja de la cotización registrada en los últimos meses.



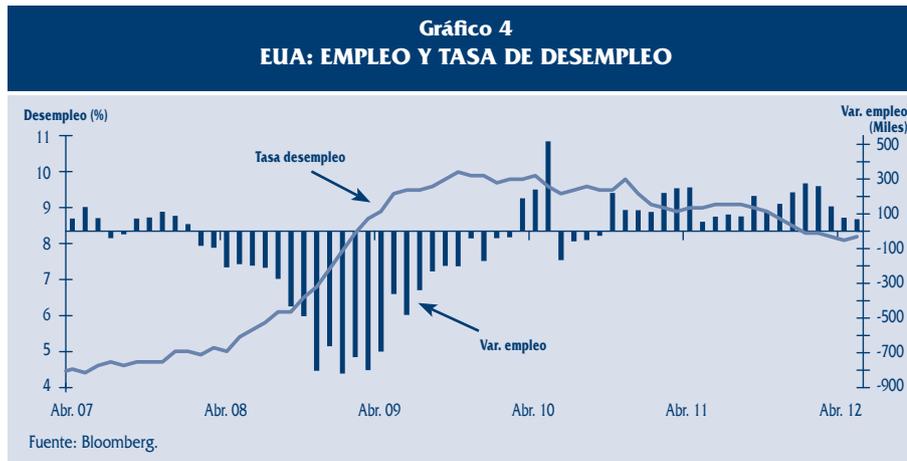


Gráfico 3
CRECIMIENTO DEL PBI



- Las **economías desarrolladas** han tenido una evolución heterogénea en los últimos meses. Las más grandes muestran una recuperación del consumo favorecido por la mejora en el mercado laboral y el mantenimiento de los estímulos monetarios. Por el contrario, otras economías, en particular de la Eurozona, se han visto afectadas por los ajustes fiscales, el alto desempleo y el deterioro creciente de las condiciones financieras. En términos agregados, se espera que las economías desarrolladas crezcan 1,3 por ciento en 2012 y alrededor de 2 por ciento en 2013 y 2014.
- En **EUA**, los principales indicadores de actividad mostraron una evolución mayormente favorable durante los primeros meses del año. En el caso del consumo destacaron indicadores como las ventas minoristas, el mayor crédito de consumo y la mayor

confianza del consumidor que aumentó por octavo mes consecutivo, en línea con la mejora registrada en el mercado laboral que llevó a que entre enero y mayo se crearan 900 mil puestos nuevos de trabajo y que la tasa de desempleo se redujera de 8,3 a 8,2 por ciento.



La inversión también tuvo una evolución favorable, en particular, destaca la aceleración de la inversión residencial, que creció a una tasa cercana a 20 por ciento en el primer trimestre 2012. Los indicadores del mercado inmobiliario, como inventarios, ventas de viviendas y construcción residencial así lo corroboran. Sin embargo los precios de las viviendas continúan corrigiéndose a la baja; el índice S&P/Case Shiller, estimado para 20 ciudades, registró una caída promedio de 3 por ciento en el primer trimestre de 2012.

Cuadro 2
EUA: CRECIMIENTO DEL PBI DESESTACIONALIZADO (I TRIM 2010 - I TRIM 2012)
Tasas trimestrales anualizadas

| | 1T.10 | 2T.10 | 3T.10 | 4T.10 | 1T.11 | 2T.11 | 3T.11 | 4T.11 | 1T.12 |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| PBI | 3,9 | 3,8 | 2,5 | 2,3 | 0,4 | 1,3 | 1,8 | 3,0 | 1,9 |
| Consumo Personal | 2,7 | 2,9 | 2,6 | 3,6 | 2,1 | 0,7 | 1,7 | 2,1 | 2,7 |
| Duradero | 9,9 | 7,8 | 8,8 | 17,2 | 11,7 | -5,3 | 5,7 | 16,1 | 14,3 |
| No Duradero | 4,8 | 1,9 | 3,0 | 4,3 | 1,6 | 0,2 | -0,5 | 0,8 | 2,3 |
| Servicios | 1,0 | 2,5 | 1,6 | 1,3 | 0,8 | 1,9 | 1,9 | 0,4 | 1,0 |
| Inversión Bruta | 31,5 | 26,4 | 9,2 | -7,1 | 3,8 | 6,4 | 1,3 | 22,1 | 6,3 |
| Inversión Fija | 1,2 | 19,5 | 2,3 | 7,5 | 1,2 | 9,2 | 13,0 | 6,3 | 4,9 |
| No Residencial | 6,0 | 18,6 | 11,3 | 8,7 | 2,1 | 10,3 | 15,7 | 5,2 | 1,9 |
| Residencial | -15,3 | 22,8 | -27,7 | 2,5 | -2,4 | 4,2 | 1,3 | 11,6 | 19,4 |
| Exportaciones | 7,2 | 10,0 | 10,0 | 7,8 | 7,9 | 3,6 | 4,7 | 2,7 | 7,2 |
| Importaciones | 12,5 | 21,6 | 12,3 | -2,3 | 8,3 | 1,4 | 1,2 | 3,7 | 6,1 |
| Gasto de Gobierno | -1,2 | 3,7 | 1,0 | -2,8 | -5,9 | -0,9 | -0,1 | -4,2 | -3,9 |

Fuente: BEA.





Durante los primeros meses del año se ha observado también menores presiones inflacionarias. Así, la inflación pasó de 3,0 por ciento anual en diciembre de 2011 a 1,7 por ciento en mayo de 2012, mientras que la inflación subyacente se mantuvo relativamente estable (en 2,3 por ciento). Por su parte, las expectativas de inflación permanecieron cercanas a 3,0 por ciento entre enero y abril. La Reserva Federal (FED) confirmó, en sus reuniones de enero, marzo y abril, que mantendría tasas bajas por lo menos hasta fines de 2014.

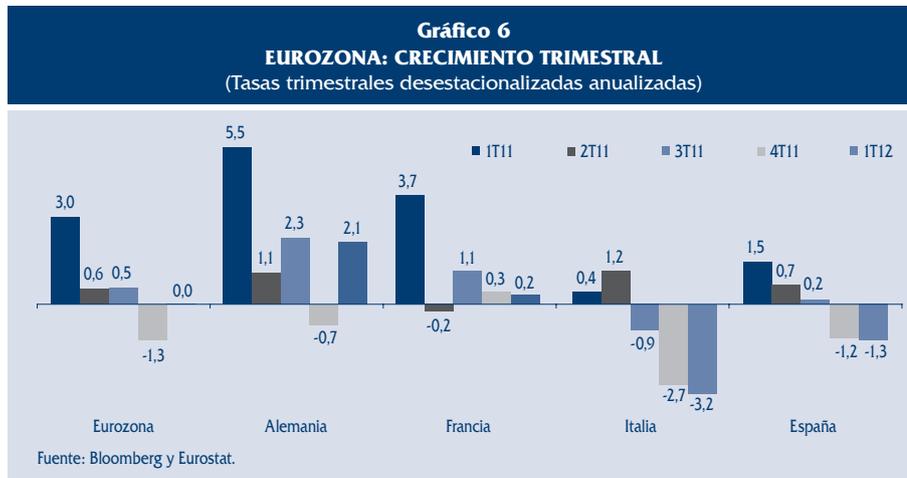
La proyección de crecimiento de EUA se revisa ligeramente a la baja de 2,3 a 2,2 por ciento en 2012 y se mantiene en 2,4 por ciento para 2013, en línea con la ejecución del primer trimestre del año, la evolución reciente de los indicadores económicos y el mantenimiento del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal. La crisis financiera de la Eurozona, la desaceleración china y la falta de acuerdo político para la consolidación fiscal se mantienen entre los factores de riesgo para la economía norteamericana.

6. La **Eurozona** continuó siendo afectada por la crisis de deuda soberana de algunos de sus países miembros. Si bien el crecimiento del primer trimestre superó las expectativas del mercado, los indicadores recientes de actividad muestran que los riesgos de recesión aún se mantienen y que las diferencias entre las economías del norte (Alemania y Francia) y del sur (Italia y España) se han acentuado.

En el primer trimestre, la Eurozona registró una tasa de crecimiento trimestral anualizada del PBI nula. Este resultado se explicó básicamente porque el crecimiento de Alemania (2,1 por ciento) y el de Francia (0,2 por ciento) se compensó con la contracción de los países periféricos. España registró recesión técnica al contraerse por segundo trimestre consecutivo mientras que Italia lo hizo por tercer trimestre consecutivo.

Adicionalmente, los índices de actividad manufacturera y de servicios y los índices de confianza de abril y mayo, señalan una mayor debilidad de la actividad en estos meses reflejo del deterioro de las condiciones financieras observadas desde mayo. De mantenerse esta tendencia en junio, la región podría experimentar una contracción

en el segundo trimestre de 2012. Los acontecimientos políticos en Grecia (que han elevado la probabilidad de su retiro de la Eurozona) han incrementado los riesgos de contagio en la región.



Considerando la ejecución del primer trimestre del año, la proyección de actividad económica de la Eurozona para 2012 se ha corregido ligeramente al alza (de -0,6 a -0,5 por ciento). Respecto al último Reporte, se ha revisado levemente al alza la evolución de Alemania y Francia y se ha mantenido la contracción del resto de países. La proyección para 2013 de crecimiento económico se ha reducido de 0,8 a 0,5 por ciento.

El principal riesgo para esta proyección sigue siendo la crisis de deuda soberana, en particular con la eventual salida de Grecia de la unión monetaria y la profundización de la crisis bancaria en España, que se ha materializado en un préstamo de la Eurozona de hasta € 100 mil millones, y que podría agravar la delicada posición fiscal soberana. Sin embargo, a pesar de que la Eurozona como región viene enfrentando significativas presiones financieras (tasas altas y volátiles, déficit fiscales elevados, vencimientos de deuda significativos y requerimientos financieros elevados) su impacto directo en el crecimiento mundial es hasta ahora limitado.

Dados los vínculos financieros y comerciales, la región más afectada por la crisis de la Eurozona sería Europa emergente, en particular Europa del Este. Según el FMI, Europa Emergente tiene comprometido cerca del 40 por ciento de su producto en pasivos con la banca de la Eurozona y más del 12 por ciento de su producto en exportaciones con dicha región.

Con respecto a los factores de incertidumbre en la Eurozona, en el **plano político**, las elecciones parlamentarias en Grecia (17 de junio) son determinantes para decidir si es que el país mantiene el acuerdo con el FMI/UE; un rechazo al acuerdo podría implicar la salida de este país de la Eurozona. Asimismo, las elecciones parlamentarias en Francia determinarán el respaldo al nuevo gobierno en su propuesta a favor de una





cierta flexibilización de las metas fiscales de la Eurozona y de medidas para estimular el crecimiento. También están pendientes de ratificación, en los ámbitos nacionales, el Pacto fiscal y otras decisiones tomadas a nivel de líderes de UE (en algunos casos se exige aprobación a nivel de la Constitución).

Respecto a las **medidas para enfrentar la crisis**, están previstas reuniones a nivel de líderes y ministros en las que se debe definir algunos aspectos de los fondos de estabilización. En primer lugar, el tamaño del fondo es determinante para ver en qué medida podría apoyar a economías más grandes. Asimismo, se ha venido discutiendo la posibilidad de realizar reformas institucionales para lograr una unión fiscal y financiera, como medidas para disminuir los riesgos de contagio, y que implicarían la posibilidad de la emisión de eurobonos, la creación de un esquema de seguro de depósitos bancario conjunto y un esquema de resolución bancaria. A la emisión de eurobonos, que permitiría mejorar el perfil crediticio de las economías altamente endeudadas, se ha presentado además la propuesta de un fondo conjunto de amortización de deuda, medidas que aún no han alcanzado consenso.

También se deben definir las medidas vinculadas al “**pacto de crecimiento**” que comprenden posibles incrementos de capital al banco de inversión de la eurozona (*European Investment Bank*), la emisión de bonos para financiar proyectos de infraestructura, el uso de los fondos estructurales de la Unión Europea, y eventuales postergaciones de las metas fiscales acordadas en noviembre de 2011.

La sostenibilidad de la política fiscal está además fuertemente vinculada a la **duración e intensidad de la recesión** de la Eurozona. En este aspecto también existen factores que podrían acentuar la recesión y complicar la posición fiscal de algunas economías. Entre ellos destaca la reducción de los activos bancarios asociados con los mayores requerimientos de capital exigidos por la autoridad bancaria de la Eurozona (para junio de 2012) y por Basilea III (a partir de 2013), lo que implicaría una reducción del crédito bancario adicional a la ya observada. Otro factor de riesgo, particularmente en España, es la continuación del ajuste inmobiliario y sus efectos sobre el balance de la banca.

En el marco de la **política monetaria**, el mercado asigna una alta probabilidad a futuros recortes en la tasa de interés del BCE (actualmente en 1,0 por ciento). También está por definirse si el BCE realizará nuevas inyecciones de liquidez a tres años (como las realizadas en diciembre y febrero de este año), si reanuda la compra de bonos soberanos (suspendida desde marzo de este año) y si relaja la exigencia de colaterales en sus operaciones con la banca.

7. En **Japón**, el crecimiento fue de 1,0 por ciento del primer trimestre del año, superior al esperado por el mercado y se explica por mayor inversión pública asociada al mayor gasto en reconstrucción luego de los desastres naturales de marzo y octubre. En el lado monetario, el Banco Central de Japón extendió el programa de compras de activos. Se estima que luego de crecer 2,1 por ciento en 2012 (revisión al alza respecto al Reporte de marzo), la tasa de crecimiento será de 1,9 por ciento en 2013 y de 1,5 por ciento en 2014.

8. Las **economías emergentes**, por su parte, continuaron mostrando señales de una desaceleración moderada por un menor estímulo externo y por la moderación de la demanda interna que, en varios casos, se vio acompañada de menores presiones inflacionarias. Para el año 2012, se estima que estas economías tendrán un crecimiento promedio de 5,3 por ciento.

En el caso de **China**, los indicadores recientes –vinculados a la inversión fija, producción industrial y ventas minoristas, entre otros– confirman una desaceleración asociada a las medidas de ajuste monetario y al retiro de estímulo fiscal implementados en 2011. Los mercados esperan que esta tendencia se prolongue hasta el final del segundo trimestre de 2012. En abril se notó un considerable deterioro tanto en la variación anual de las exportaciones (4,9 por ciento) como de las importaciones (0,3 por ciento), por el deterioro del contexto internacional y el estancamiento de la inversión, respectivamente. En mayo los resultados fueron mixtos: el crecimiento anual de estas últimas variables se recuperó (a 15,3 y 12,7 por ciento, respectivamente), aunque la variación de la inversión en activos fijos se mantuvo alrededor de 20 por ciento y la producción industrial repuntó modestamente a 9,6 por ciento (9,3 por ciento en abril).



Cuadro 3
INDICADORES DE ACTIVIDAD DE CHINA: 2010 - 2012

| | 2010 | | 2011 | | | 2012 | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | Dic. | Mar. | Jun. | Set. | Dic. | Mar. | Abr. | May. |
| Índice PMI de manufactura (50 nivel neutral) | 53,9 | 53,4 | 50,9 | 51,2 | 50,3 | 53,1 | 53,3 | 50,4 |
| Producción Industrial (var.% 12 meses) | 13,5% | 14,8% | 15,1% | 13,8% | 12,8% | 11,9% | 9,3% | 9,6% |
| Inversión en activos fijos (var.% 12 meses) | 24,5% | 25,0% | 25,6% | 24,9% | 23,8% | 20,9% | 20,2% | 20,1% |
| Ventas minoristas (var.% 12 meses) | 19,1% | 17,4% | 17,7% | 17,7% | 18,1% | 15,2% | 14,1% | 13,8% |
| Exportaciones (var.% 12 meses) | 17,9% | 35,8% | 17,9% | 17,1% | 13,4% | 8,9% | 4,9% | 15,3% |
| Importaciones (var.% 12 meses) | 25,6% | 27,3% | 19,3% | 20,9% | 11,8% | 5,3% | 0,3% | 12,7% |
| Nuevos préstamos (Miles millones de yuanes) | 481 | 679 | 634 | 470 | 641 | 1 010 | 682 | 793 |
| Inflación (var.% 12 meses) | 4,6% | 5,4% | 6,4% | 6,1% | 4,1% | 3,6% | 3,4% | 3,0% |
| Inflación alimentos (var.% 12 meses) | 9,6% | 11,7% | 14,4% | 13,4% | 9,1% | 7,5% | 7,0% | 6,4% |

Fuente: Bloomberg.





En este contexto el gobierno chino ha confirmado su intención de implementar medidas de estímulo en los próximos meses para contrarrestar la desaceleración de la economía. Ya anunció medidas monetarias como la reducción del encaje y las tasas de interés, así como el relajamiento de las condiciones de crédito.

Sin embargo, el mercado coincide en que la política monetaria podría tener un impacto limitado en el corto plazo por lo que el gobierno ha puesto énfasis en las medidas fiscales para potenciar el crecimiento. Las políticas anunciadas se centran en estímulo al consumo y apoyo a la inversión, con énfasis en el ahorro de energía y medio ambiente:

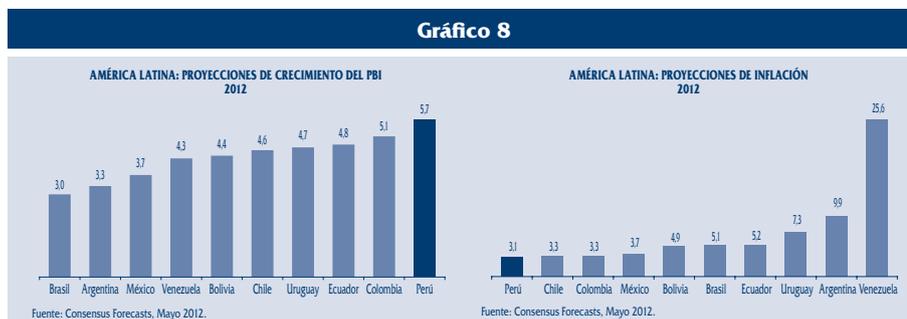
- **Apoyo al consumo:** El gobierno anunció subsidios de alrededor de 30 mil millones de yuanes para promover la venta de electrodomésticos ahorradores de energía (equipos de aire acondicionado, televisores de panel plano, máquinas lavadoras, calentadores de agua, etc.). Adicionalmente, se alentará el uso de luces, automóviles y maquinaria electrónica ahorradores de energía.
- **Inversión pública:** El gobierno viene acelerando la aprobación y lanzamiento de proyectos de inversión clave, especialmente en las áreas de ferrocarriles, medio ambiente y ahorro de energía, infraestructura en áreas rurales y en la región oeste, educación y salud y tecnología de la información. Se trata de proyectos considerados prioritarios dentro del XII Plan Quinquenal. En esta línea se ubica la aprobación de 20 proyectos en siete “industrias estratégicas emergentes”: ahorro de energía y protección ambiental, tecnología de la información, biología, manufactura de equipos avanzados, nueva energía, nuevos materiales y vehículos basados en nueva energía.
- **Inversión privada:** El gobierno apoya la inversión privada en los sectores de ferrocarriles, finanzas, infraestructura urbana, telecomunicaciones, salud y educación, aunque aún no se han anunciado detalles. El gobierno también expandirá la aplicación del IVA (actualmente hay un plan piloto en Shanghai) y reducirá la carga tributaria sobre las empresas de servicios y las PyME. Asimismo, con el fin de desarrollar el mercado de capitales, se ha anunciado una mayor participación de agentes extranjeros en las bolsas locales y facilitar el financiamiento de las PyME mediante la emisión de bonos.

Por estas señales, los mercados estiman que la desaceleración tendría un carácter temporal y esperan una recuperación desde el segundo semestre del año. Se estima que para el año 2012 y 2013 la economía china crecería 8,0 y 8,5 por ciento, respectivamente.

9. En lo que va del año, los países de **América Latina** continúan creciendo a tasas elevadas, como por ejemplo México y Chile, donde el crecimiento del primer trimestre

fue mayor al registrado a finales del año pasado. Sin embargo, en otras economías, los indicadores de actividad de alta frecuencia muestran que, en promedio, el ritmo de crecimiento económico ha disminuido, respecto al registrado el año pasado, en un contexto en el que la demanda interna se viene moderando y los mercados de factores comienzan a mostrar señales de holgura. En el caso de Brasil, la economía sigue mostrando poco dinamismo, siendo el sector industrial el que muestra mayor desaceleración, frente a lo cual, tanto el gobierno, como la autoridad monetaria han adoptado políticas expansivas.

Por otro lado, durante los dos últimos meses, continuó la desaceleración de las tasas de inflación que comenzó a inicios del año, debido a la reversión parcial de choques de oferta que se presentaron a finales de 2011, así como a la moderación de las presiones inflacionarias de demanda, en un contexto de correcciones a la baja de los precios internacionales de algunos alimentos y del petróleo. Destaca la desaceleración en Brasil, Chile y México países en los cuales la inflación ha retornado al rango meta.



10. En lo que va del año, el dinamismo de la actividad económica en **Europa del Este** fue menor a la esperada. Las cifras del primer trimestre estuvieron por debajo de las expectativas; destacan los casos de Hungría y República Checa que revelaron incluso caídas del PBI de 5,1 y 4,0 por ciento respecto al cuarto trimestre de 2011. Un caso particular fue Rusia, que en el primer trimestre de 2012 creció 4,9 por ciento anual, con lo que logró mantener la dinámica económica observada en 2011 (4,8 por ciento). Para el resto del año, se esperaría un menor crecimiento debido al empeoramiento del frente externo (menor demanda y menor precio del petróleo) y del frente interno (tasas de interés elevadas y restricciones de acceso a créditos externos).

Las perspectivas menos optimistas para el resto de Europa (principal destino de exportaciones), la urgencia por consolidar sus cuentas fiscales, el retiro de capitales externos, así como el descenso generalizado de los índices de confianza son señales de que esta región se está desacelerando. Debido a esta evolución, las proyecciones de crecimiento de Europa del Este se han revisado hacia la baja; de 2,2 a 2,0 por ciento para 2012 y de 3,3 a 3,0 por ciento para 2013.



**Mercados Financieros**

11. En los últimos meses, la evolución de los mercados financieros ha estado caracterizada por un incremento en la aversión al riesgo, como reflejo principalmente, de la incertidumbre respecto a la crisis de deuda de la Eurozona y, en menor medida, por las señales de desaceleración de las principales economías emergentes. De este modo se revierte la relativa estabilidad en los mercados financieros que se observó en los primeros meses del año y que se explicó por los datos favorables de crecimiento en las economías desarrolladas más importantes y por el acuerdo del segundo programa griego que implicó la reestructuración de deuda de este país con el sector privado.

El reciente incremento de la aversión al riesgo –reflejado en un incremento del indicador VIX– afectó en general a todos los mercados financieros, en particular a los europeos. En mayo, los mercados de deuda soberana, de dinero, cambiarios y bolsas mundiales revirtieron la evolución positiva observada hasta fines de abril, inclusive algunas bolsas y mercados de deuda europeos revirtieron totalmente las ganancias observadas respecto a diciembre de 2011.

Cuadro 4

| Eventos de incremento de volatilidad en los mercados financieros | | I | II | III | IV |
|--|--|--------------------------------------|---|---|--------------------------------------|
| Niveles récords alcanzados durante los escenarios de volatilidad | | Crisis Sub-prime Jul.08/Jul.09 | 1er. Programa FMI/UE Grecia May./Ago.10 | 2do. Programa FMI/UE Grecia Ago./Dic.11 | Crisis de Eurozona May./Jun.12 |
| Mercados Bursátiles | | | | | |
| VIX | Volatilidad | 81 | 46 | 48 | 27 |
| DAX | Bolsa de Alemania | 3 666 | 5 670 | 5 072 | 5 969 |
| DJ | Bolsa de EUA | 6 547 | 9 686 | 10 655 | 12 101 |
| Mercados de deuda soberana (activo seguro) | | | | | |
| Rendimiento de 10 años | Tesoro de EUA | 2,05 | 2,47 | 1,72 | 1,45 |
| Rendimiento de 10 años | Tesoro de Alemania | 2,89 | 2,12 | 1,67 | 1,17 |
| Mercados de commodities | | | | | |
| Precio del oro | Activo de refugio | 1 213 | 1 261 | 1 895 | 1 664 |
| Precio del cobre | Activo de actividad industrial/riesgos | 1,26 | 2,76 | 3,08 | 3,29 |
| Mercados de dinero de corto plazo - condición de financiamiento | | | | | |
| <i>Spread Libor-OIS</i> | 3 meses US\$ | 3,64 | 0,34 | 0,50 | 0,32 |
| <i>Spread Libor-OIS</i> | 3 meses € | 2,07 | 0,41 | 1,01 | 0,41 |
| <i>Spread del €/US\$ basis swap</i> | 3 meses | -210 | -70 | -157 | -59 |
| Mercados cambiarios spot | | | | | |
| US\$ por € | Activo de refugio | 1,246 | 1,192 | 1,294 | 1,235 |
| Reales por US\$ | Activo de riesgo | 2,512 | 1,882 | 1,904 | 2,09 |
| Mercados de deuda soberana con riesgo | | | | | |
| EMBIG | <i>Spread</i> bono emergente | 891 | 370 | 490 | 441 |
| CDS España | Riesgo soberano de España | 170 | 276 | 493 | 608 |
| CDS Italia | Riesgo soberano de Italia | 201 | 245 | 595 | 570 |

Fuente: Bloomberg.



12. Desde mayo, los **mercados de deuda soberana** han registrado una fuerte volatilidad producto de los eventos políticos en Grecia. Los resultados de las elecciones parlamentarias del 6 de mayo en este país han dado posibilidad de que se forme un gobierno de oposición al programa UE/FMI. De acuerdo con la posición de los líderes de la Eurozona, expresada en la reciente reunión del Eurogroup, el desconocimiento del programa podría implicar el retiro de Grecia de la Eurozona. Esta incertidumbre política finalizaría recién con las nuevas elecciones parlamentarias griegas del 17 de junio. Las principales casas de inversión han señalado que existe una alta posibilidad de que Grecia se retire de la Eurozona.

A estos problemas relacionados con Grecia se ha sumado la delicada posición de la banca española. Las fuertes pérdidas de Bankia (el cuarto banco del sistema), asociadas con su exposición en el mercado inmobiliario, y su posterior nacionalización, han generado incertidumbre respecto a la real posición financiera del resto de la banca española y respecto a la capacidad del gobierno de lograr una adecuada recapitalización dado sus limitados recursos.

En este escenario, los temores de contagio hacia otras economías con problemas de deuda han vuelto a elevarse. Se teme que Portugal e Irlanda, como en el caso de Grecia, demanden un segundo programa de rescate, que Italia y España requieran en un futuro cercano un rescate similar al de Grecia, Portugal e Irlanda. En España además han influido los temores de incumplimiento de las metas fiscales básicamente por los gobiernos regionales (luego de la revisión del déficit fiscal de 2011 de 8,5 a 8,9 por ciento del PBI). Cabe señalar que los países periféricos son los países cuyo sector público enfrenta –junto a Japón y EUA– los mayores requerimientos financieros para el año 2012.





En este contexto, los mercados soberanos registraron una evolución desfavorable desde mayo, con excepción de los mercados soberanos de EUA, Alemania y Reino Unido, favorecidos por su condición de activos sin riesgo.

Así, el *spread* del CDS (prima contra el riesgo de *default*) soberano de Grecia, que con la reestructuración de deuda de marzo se redujo significativamente, volvió a elevarse. Las mayores alzas se concentraron en los países con programa UE/FMI (Portugal e Irlanda) y en aquellos con mayores riesgos de contagio como Italia y España (el *spread* de España alcanzó el 5 de junio un nuevo récord de 608).

Asimismo, los rendimientos soberanos de 10 años se elevaron significativamente, el de Grecia alcanzó nuevo récord (de 29 por ciento el 24 de mayo) y los rendimientos de España se han mantenido sobre 6 por ciento desde el 9 de mayo. Por el contrario, el rendimiento de Alemania descendió significativamente (el 1 junio alcanzó un mínimo de 1,17 por ciento), al igual que los de Reino Unido y EUA.

Cuadro 5
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS

| | Fin de periodo | | | | | | Variaciones en puntos básicos | | | | |
|--|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | Dic. 08 (6) | Dic. 09 (5) | Dic.10 (4) | Dic.11 (3) | Mar.12 (2) | Jun.12* (1) | Mar.12 (1)-(2) | Dic.11 (1)-(3) | Dic.10 (1)-(4) | Dic.09 (1)-(5) | Dic.08 (1)-(6) |
| CDS (pbs) | | | | | | | | | | | |
| EUA | 67 | 38 | 42 | 49 | 30 | 49 | 19 | 0 | 7 | 11 | -19 |
| Reino Unido | 107 | 83 | 74 | 98 | 63 | 75 | 12 | -23 | 1 | -8 | -32 |
| Alemania | 46 | 26 | 59 | 102 | 74 | 109 | 35 | 7 | 50 | 83 | 63 |
| Francia | 54 | 32 | 107 | 220 | 168 | 217 | 49 | -3 | 110 | 185 | 163 |
| España | 101 | 113 | 348 | 380 | 436 | 607 | 171 | 226 | 259 | 493 | 506 |
| Italia | 157 | 109 | 238 | 484 | 395 | 564 | 169 | 80 | 326 | 455 | 407 |
| Grecia 1/ | 232 | 283 | 1 026 | 8 786 | 25 423 | 8 770 | -16 653 | -17 | 7 743 | 8 486 | 8 538 |
| Portugal | 96 | 92 | 497 | 1 082 | 1 070 | 1 029 | -42 | -53 | 531 | 937 | 932 |
| Irlanda | 181 | 158 | 619 | 724 | 573 | 681 | 108 | -43 | 62 | 523 | 500 |
| Rendimiento del Tesoro de 10 años (%) | | | | | | | | | | | |
| EUA | 2,21 | 3,84 | 3,29 | 1,88 | 2,21 | 1,67 | -55 | -21 | -163 | -217 | -55 |
| Reino Unido | 3,02 | 4,02 | 3,40 | 1,98 | 2,20 | 1,70 | -51 | -28 | -170 | -232 | -132 |
| Alemania | 2,95 | 3,39 | 2,96 | 1,83 | 1,79 | 1,42 | -37 | -41 | -154 | -196 | -153 |

Fuente: Bloomberg.

* Al 12 de junio de 2012.

1/ Producto de la reestructuración de deuda griega el *spread* griego se redujo hasta un nivel de 5 730 puntos básicos.

En los mercados de deuda emergente, la mayor aversión al riesgo de los últimos meses llevó a un incremento en los *spreads* crediticios de la región, revirtiendo la tendencia registrada durante el primer trimestre de 2012. Los mayores aumentos de los *spreads* EMBIG y CDS se presentaron en Argentina, luego de la decisión de nacionalizar la empresa petrolera YPF.

Cuadro 6
SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES

| | Fin de periodo | | | | | | Variación en puntos básicos | | | | |
|--------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | Dic.08 (6) | Dic.09 (5) | Dic.10 (4) | Dic.11 (3) | Mar.12 (2) | Jun.12* (1) | Mar.12 (1)-(2) | Dic.11 (1)-(3) | Dic.10 (1)-(4) | Dic.09 (1)-(5) | Dic.08 (1)-(6) |
| EMBIG (pbs) | | | | | | | | | | | |
| Perú | 509 | 165 | 165 | 216 | 157 | 188 | 31 | -28 | 23 | 23 | -321 |
| Brasil | 429 | 189 | 189 | 225 | 177 | 217 | 40 | -8 | 28 | 28 | -212 |
| Chile | 343 | 95 | 115 | 172 | 148 | 180 | 32 | 8 | 65 | 85 | -163 |
| Colombia | 498 | 203 | 172 | 191 | 141 | 170 | 29 | -21 | -2 | -33 | -328 |
| Emergentes | 724 | 294 | 289 | 426 | 342 | 393 | 51 | -34 | 104 | 98 | -332 |
| CDS (pbs) | | | | | | | | | | | |
| Perú | 303 | 124 | 113 | 172 | 121 | 161 | 40 | -11 | 48 | 37 | -141 |
| Brasil | 299 | 123 | 111 | 161 | 121 | 159 | 38 | -2 | 48 | 36 | -140 |
| Chile | 203 | 69 | 84 | 132 | 92 | 122 | 30 | -11 | 38 | 53 | -82 |
| Colombia | 308 | 144 | 113 | 154 | 108 | 148 | 40 | -6 | 35 | 5 | -159 |
| México | 292 | 134 | 113 | 153 | 117 | 148 | 31 | -4 | 35 | 14 | -144 |

Fuente: Bloomberg.
* Al 12 de junio de 2012.

13. Los **mercados de dinero** han sido los menos afectados. En el caso de los mercados europeos, las inyecciones a 3 años del BCE (realizadas en diciembre de 2011 y febrero de 2012) y las bajas tasas de interés de política han favorecido la estabilidad de las tasas de corto plazo. Cabe mencionar que, en el caso de la banca europea, desde mayo se ha observado un ligero encarecimiento del financiamiento en dólares. En mayo, los *spreads* de las tasas *swaps* cambiarias -que miden el riesgo cambiario- registraron una ligera reversión de su evolución observada hasta abril.

Gráfico 10
SPREAD ENTRE LAS TASAS EN US\$ LIBOR A 3 MESES Y O/N DEL MERCADO SWAP (OIS)
(Enero 2008 - Junio 2012)

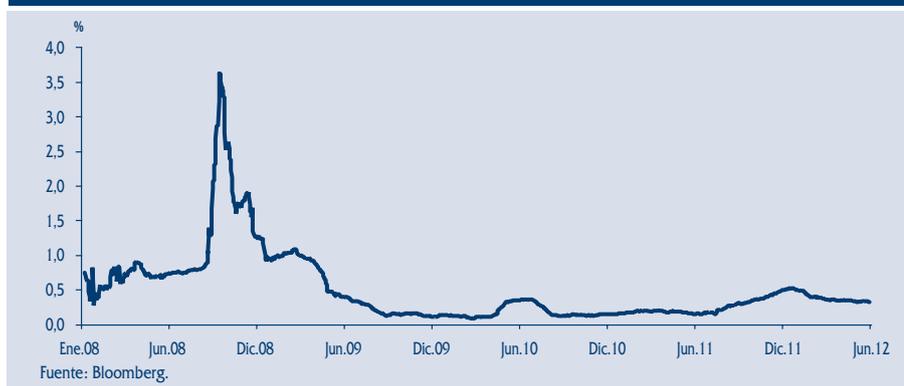




Gráfico 11
SPREAD ENTRE LAS TASAS EN EUROS LIBOR (EURIBOR) A 3 MESES Y O/N DEL
MERCADO SWAP (OIS)
(Enero 2008 - Junio 2012)

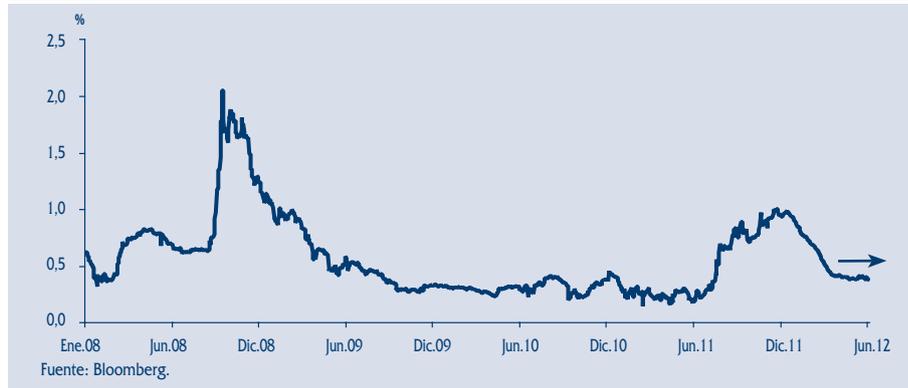


Gráfico 12
EURO/DOLAR BASIS SWAP DE 3 MESES 1/
(Enero 2008 - Junio 2012)

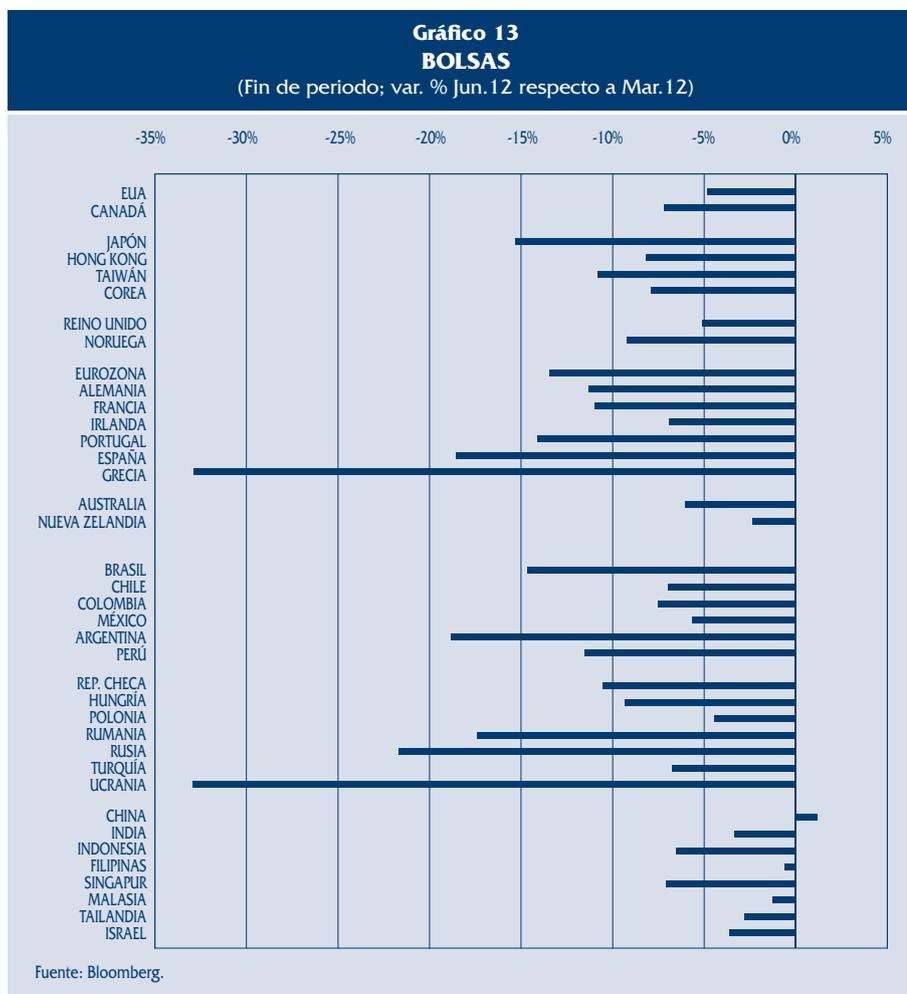


14. Los principales **mercados bursátiles** mantuvieron su evolución favorable hasta el mes de abril producto de la menor aversión al riesgo. Desde mayo, con la acentuación de la crisis de deuda de la Eurozona, los mercados han registrado pérdidas significativas y generalizadas (salvo el caso de la Bolsa de China con una ganancia de 1 por ciento entre los meses de marzo y mayo).

En el caso de las economías más relacionadas a la Eurozona, y que presentan los mayores riesgos de contagio, las pérdidas recientes han logrado revertir las ganancias acumuladas en los primeros meses del año; estas pérdidas se han concentrado en el sector bancario, el segmento más afectado por la crisis de deuda soberana. No obstante, en la bolsa de Alemania las ganancias acumuladas hasta abril han neutralizado

las pérdidas de mayo básicamente por la favorable perspectiva de crecimiento y los menores temores de contagio hacia esta economía.

En el caso de las bolsas emergentes, las de Brasil y Argentina han registrado pérdidas en lo que va del año; en el primer caso, luego de la desaceleración económica del país, de la mayor exposición a China y la salida de capitales observada desde mayo; y en el segundo caso, luego de la estatización de la petrolera YPF (antes de propiedad de Repsol).

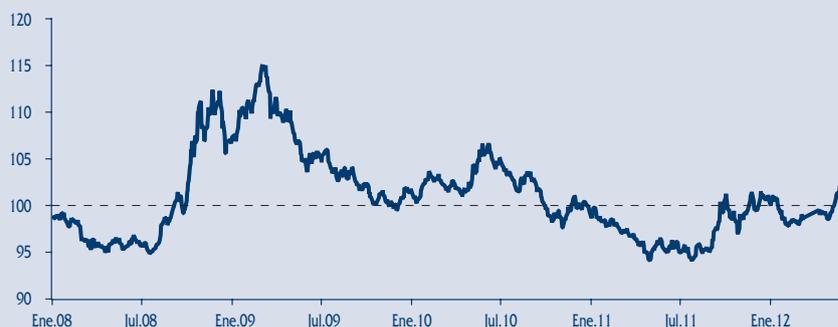


- La tendencia del dólar en el segundo trimestre del año ha sido de apreciación frente a la mayoría de monedas. El índice canasta del **dólar** elaborado por la Reserva Federal indica que la moneda norteamericana se apreció 4 por ciento en promedio respecto a las monedas de los principales socios comerciales de EUA. Esta tendencia se acentuó en mayo al elevarse la aversión al riesgo en los mercados financieros globales.





Gráfico 14
ÍNDICE CANASTA DEL DÓLAR*
(Enero 2008 - Junio 2012)



* Aumento del índice significa revalorización del dólar.

Fuente: FED.

Respecto al **euro**, el dólar se apreció por el mayor riesgo producto de la crisis política griega, llegando a alcanzar niveles no observados desde julio de 2010 (el 31 de mayo cotizó en US\$ 1,236). Con ello, el dólar revierte la depreciación de los primeros meses del año y acumula una apreciación de 3 por ciento respecto al cierre de 2011.

Cuadro 7
TIPOS DE CAMBIO
(Fin de periodo)

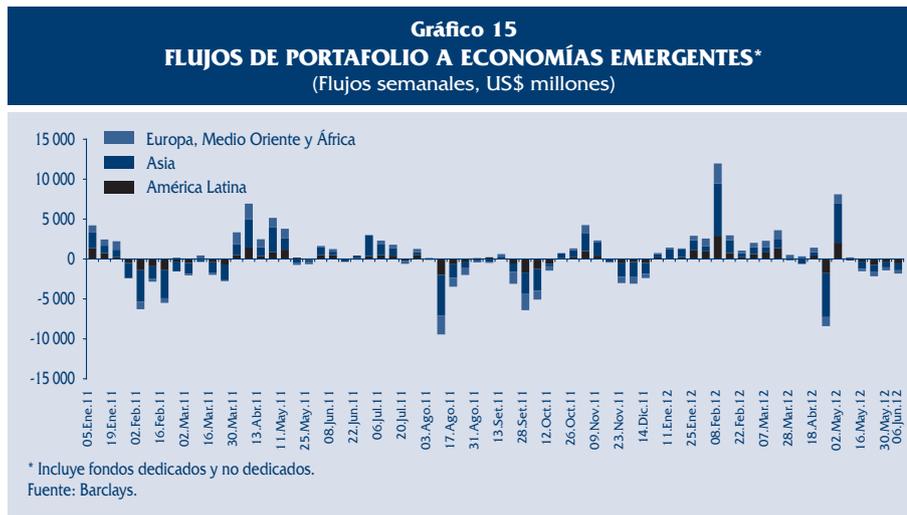
| | Dic.08 | Dic.09 | Dic.10 | Dic.11 | Mar.12 | Jun.12* | Variación porcentual con respecto a: | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------------------------------------|--------|--------|
| | | | | | | | Mar.12 | Dic.11 | Dic.10 |
| Canadá | 1,217 | 1,052 | 0,997 | 1,019 | 0,998 | 1,026 | 2,8 | 0,6 | 2,9 |
| Japón | 90,60 | 92,90 | 81,15 | 76,94 | 82,79 | 79,54 | -3,9 | 3,4 | -2,0 |
| Reino Unido (US\$/u.m.) | 1,463 | 1,616 | 1,560 | 1,554 | 1,601 | 1,557 | -2,8 | 0,2 | -0,2 |
| Eurozona (US\$/u.m.) | 1,398 | 1,432 | 1,338 | 1,295 | 1,334 | 1,250 | -6,3 | -3,4 | -6,6 |
| Suiza | 1,0669 | 1,0355 | 0,9335 | 0,938 | 0,902 | 0,960 | 6,4 | 2,4 | 2,8 |
| Brasil | 2,313 | 1,743 | 1,659 | 1,863 | 1,826 | 2,068 | 13,2 | 11,0 | 24,6 |
| Chile | 635,5 | 507,2 | 467,8 | 519,3 | 488,1 | 503,3 | 3,1 | -3,1 | 7,6 |
| Colombia | 2 246 | 2 040 | 1 915 | 1 936 | 1 787 | 1 778 | -0,5 | -8,1 | -7,1 |
| México | 13,65 | 13,06 | 12,36 | 13,95 | 12,80 | 13,96 | 9,1 | 0,1 | 13,0 |
| Argentina | 3,454 | 3,799 | 3,979 | 4,302 | 4,377 | 4,486 | 2,5 | 4,3 | 12,7 |
| Perú | 3,136 | 2,890 | 2,808 | 2,697 | 2,669 | 2,681 | 0,4 | -0,6 | -4,5 |
| Hungría | 188,30 | 187,96 | 208,15 | 243,28 | 220,49 | 237,06 | 7,5 | -2,6 | 13,9 |
| Polonia | 2,96 | 2,86 | 2,96 | 3,44 | 3,10 | 3,45 | 11,3 | 0,4 | 16,9 |
| Rusia | 30,53 | 30,31 | 30,57 | 32,19 | 29,32 | 33,02 | 12,6 | 2,6 | 8,0 |
| Turquía | 1,54 | 1,50 | 1,54 | 1,88 | 1,78 | 1,82 | 2,4 | -3,3 | 18,5 |
| China | 6,82 | 6,83 | 6,59 | 6,29 | 6,30 | 6,37 | 1,2 | 1,2 | -3,3 |
| India | 48,58 | 46,40 | 44,70 | 53,01 | 50,87 | 55,80 | 9,7 | 5,3 | 24,8 |
| Israel | 3,78 | 3,79 | 3,52 | 3,81 | 3,70 | 3,88 | 4,7 | 1,8 | 10,1 |

Fuente: Bloomberg y Reuters.

* Al 12 de junio de 2012.

En los dos últimos meses, las monedas de las economías emergentes se han depreciado. Destaca la depreciación de las monedas de Brasil, México, Polonia, Rusia e India; en los tres primeros casos en línea con los elevados déficits en cuenta corriente que presentan las economías.

La mayoría de las **monedas de la región** también se han depreciado respecto al dólar, revirtiendo la apreciación acumulada en el primer trimestre. Ello por la corrección a la baja de algunos *commodities*, la mayor aversión al riesgo y las menores entradas de capital. Estos dos últimos factores son generados por la incertidumbre asociada a la situación política, fiscal y financiera de la Eurozona. Destaca la depreciación del real brasileiro (13 por ciento) y del peso mexicano (9 por ciento).



La depreciación del real está asociada a las salidas de capital (por operaciones financieras registradas desde marzo) y a las expectativas de nuevos recortes de la tasa de política, viéndose limitada por las intervenciones del banco central (venta de *swaps* cambiarios). Por su parte, el debilitamiento del peso mexicano refleja principalmente, los temores de agravamiento de la crisis de deuda en Europa y la lenta recuperación de la actividad de EUA.

Decisiones de política monetaria

16. En los últimos meses, la mayoría de economías no modificó sus tasas de política. Así, en el segundo trimestre, de las 32 economías a las que se hace seguimiento, 25 mantuvieron tasas, 3 las aumentaron (Islandia, Polonia y Serbia) y 4 (Australia, Brasil, China e India) las redujeron.

En el caso de las economías desarrolladas, la mayoría han mantenido tasas en los niveles mínimos, en línea con las bajas presiones inflacionarias y la lenta recuperación de las economías. Por su parte, el Banco Central de Japón anunció en abril la extensión





de su programa de compra de activos por ¥ 10 billones (US\$ 124 mil millones)¹ mientras que otras economías como EUA no realizaron modificaciones a sus medidas de estímulo no convencional.

En el caso de las economías emergentes, la pausa –y en algunos casos disminución de tasas– se da en un contexto de moderada desaceleración en las tasas de crecimiento (aunque desde niveles altos), ligera corrección en las presiones inflacionarias y alta incertidumbre en el entorno internacional. Destaca el caso de Brasil, que en los últimos meses ha reducido la tasa en 125 puntos básicos, acumulando en el año una reducción de 250 puntos básicos, en un contexto de fuerte reducción del crecimiento y moderación de las expectativas inflacionarias.

Cuadro 8
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

| | Set.08 | Dic.10 | Dic.11 | Mar.12 | May.12 | Jun.12 | Variación (pbs.) acumulada | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------------------|--------|--------|--------|
| | | | | | | | Mar.12 | Dic.11 | Dic.10 | Set.08 |
| Países que han mantenido tasas en el segundo trimestre de 2012 | | | | | | | | | | |
| BCE | 4,25 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 0 | 0 | 0 | -325 |
| Canadá | 3,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 0 | 0 | 0 | -200 |
| Chile | 8,25 | 3,25 | 5,25 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 0 | -25 | 175 | -325 |
| Colombia | 10,00 | 3,00 | 4,75 | 5,25 | 5,25 | 5,25 | 0 | 50 | 225 | -475 |
| Corea del Sur | 5,25 | 2,50 | 3,25 | 3,25 | 3,25 | 3,25 | 0 | 0 | 75 | -200 |
| Estados Unidos | 2,00 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0 | 0 | 0 | -175 |
| Filipinas | 6,00 | 4,00 | 4,50 | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 0 | -50 | 0 | -200 |
| Hungría | 8,50 | 5,75 | 7,00 | 7,00 | 7,00 | 7,00 | 0 | 0 | 125 | -150 |
| Indonesia | 9,25 | 6,50 | 6,00 | 5,75 | 5,75 | 5,75 | 0 | -25 | -75 | -350 |
| Israel | 4,25 | 2,00 | 2,75 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 0 | -25 | 50 | -175 |
| Japón | 0,50 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0 | 0 | 0 | -40 |
| Malasia | 3,50 | 2,75 | 3,00 | 3,00 | 3,00 | 3,00 | 0 | 0 | 25 | -50 |
| México | 8,25 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 0 | 0 | 0 | -375 |
| Noruega | 5,75 | 2,00 | 1,75 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 0 | -25 | -50 | -425 |
| Nueva Zelanda | 7,50 | 3,00 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 0 | 0 | -50 | -500 |
| Pakistán | 13,00 | 14,00 | 12,00 | 12,00 | 12,00 | 12,00 | 0 | 0 | -200 | -100 |
| Perú | 6,50 | 3,00 | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 0 | 0 | 125 | -225 |
| Reino Unido | 5,00 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0 | 0 | 0 | -450 |
| Sudáfrica | 12,00 | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 0 | 0 | 0 | -650 |
| Suecia | 4,75 | 1,25 | 1,75 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 0 | -25 | 25 | -325 |
| Suiza | 2,75 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0 | 0 | 0 | -250 |
| Tailandia | 3,75 | 2,00 | 3,50 | 3,00 | 3,00 | 3,00 | 0 | -50 | 100 | -75 |
| Taiwán | 3,50 | 1,63 | 1,88 | 1,88 | 1,88 | 1,88 | 0 | 0 | 25 | -163 |
| Turquía | 16,75 | 6,50 | 5,75 | 5,75 | 5,75 | 5,75 | 0 | 0 | -75 | -1 100 |
| Países que han subido tasas en el segundo trimestre de 2012 | | | | | | | | | | |
| Islandia | 15,50 | 4,50 | 4,75 | 5,00 | 5,50 | 5,50 | 50 | 75 | 100 | -1 000 |
| Polonia | 6,00 | 3,50 | 4,50 | 4,50 | 4,75 | 4,75 | 25 | 25 | 125 | -125 |
| Serbia | 15,75 | 11,50 | 9,75 | 9,50 | 9,50 | 10,00 | 50 | 25 | -150 | -575 |
| Países que han bajado tasas en el segundo trimestre de 2012 | | | | | | | | | | |
| Australia | 7,00 | 4,75 | 4,25 | 4,25 | 3,75 | 3,50 | -75 | -75 | -125 | -350 |
| Brasil | 13,75 | 10,75 | 11,00 | 9,75 | 8,50 | 8,50 | -125 | -250 | -225 | -525 |
| China | 7,20 | 5,81 | 6,56 | 6,56 | 6,56 | 6,31 | -25 | -25 | 50 | -89 |
| India | 9,00 | 6,25 | 8,50 | 8,50 | 8,00 | 8,00 | -50 | -50 | 175 | -100 |
| Países que no se han reunido en el segundo trimestre de 2012 | | | | | | | | | | |
| Uruguay | 7,25 | 6,50 | 8,75 | 8,75 | 8,75 | 8,75 | 0 | 0 | 225 | 150 |

Fuente: Reuters y Bloomberg.

1 Adicionalmente, el BoJ anunció el retiro de ¥ 5 billones del fondo destinado a operaciones de mercado. Con ello, el programa de compras y préstamos del BoJ aumenta a ¥ 70 billones.

Términos de intercambio y precios de *commodities*

17. Desde el segundo trimestre, los precios internacionales presentan un comportamiento a la baja, afectados, principalmente, por la mayor aversión al riesgo global producto de los temores de agravamiento de la crisis de la Eurozona. Ello ocurrió en un contexto de apreciación del dólar, temores de menor crecimiento de Europa y China, alivio de tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y expectativas de condiciones climáticas favorables en el caso de algunos alimentos. Con esta evolución se revierten parcialmente los incrementos observados en los primeros meses del año.

En el horizonte de proyección, se espera que, en promedio, los términos de intercambio bajen 3,6 por ciento en 2012. Esta caída es mayor a la prevista en el Reporte de Inflación anterior, debido a una mayor corrección a la baja de los precios de exportaciones, que se compensaría parcialmente, por la disminución de los precios de importación.

En el presente año, los precios de exportaciones caerían 6,2 por ciento, por encima de la caída estimada en el Reporte previo y en línea con la desaceleración de la demanda mundial. Los precios de importación disminuirían 2,6 por ciento, debido a los menores precios de petróleo y alimentos, así como a la menor inflación mundial estimada.

Cuadro 9
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2010 - 2014
(Datos promedios anuales)

| | Ejecución | | 2012 | | 2013 | | 2014 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| | 2010 | 2011 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| Términos de intercambio 1/ | 17,9 | 5,4 | -1,4 | -3,6 | 0,4 | -1,1 | -0,5 |
| Precios de Exportaciones 1/ | 29,9 | 20,0 | -1,9 | -6,2 | 0,9 | -1,2 | 1,5 |
| Cobre (ctv US\$ por libra) | 342 | 400 | 382 | 357 | 385 | 348 | 347 |
| Zinc (ctv US\$ por libra) | 98 | 100 | 93 | 88 | 95 | 88 | 88 |
| Plomo (ctv US\$ por libra) | 98 | 109 | 97 | 91 | 100 | 89 | 89 |
| Oro (US\$ por onza) | 1 225 | 1 570 | 1 680 | 1 624 | 1 675 | 1 600 | 1 600 |
| Precios de Importaciones 1/ | 10,1 | 13,8 | -0,5 | -2,6 | 0,5 | -0,1 | 2,0 |
| Petróleo (US\$ por barril) | 79 | 95 | 105 | 98 | 106 | 95 | 95 |
| Trigo (US\$ por TM) | 195 | 280 | 257 | 251 | 272 | 277 | 282 |
| Maíz (US\$ por TM) | 157 | 262 | 243 | 234 | 223 | 214 | 209 |
| Aceite de Soya (US\$ por TM) | 859 | 1 191 | 1 200 | 1 140 | 1 217 | 1 143 | 1 132 |

RI: Reporte de Inflación.

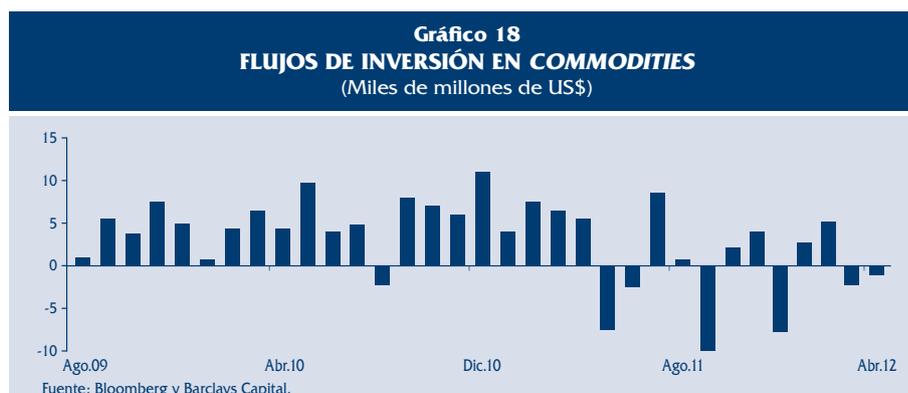
1/ Promedio variación porcentual anual.





Posiciones no comerciales

18. La elevada liquidez internacional producto de las bajas tasas de interés, permitió una recuperación de la demanda de *commodities* como activos alternativos de inversión en los primeros meses del año, sin embargo, el deterioro del contexto internacional asociado a temores de agravamiento de la crisis europea generó salidas netas en marzo y abril. En este último mes, se registraron menores posiciones no comerciales por US\$ 1,0 mil millones de los fondos que administran inversiones en *commodities*.



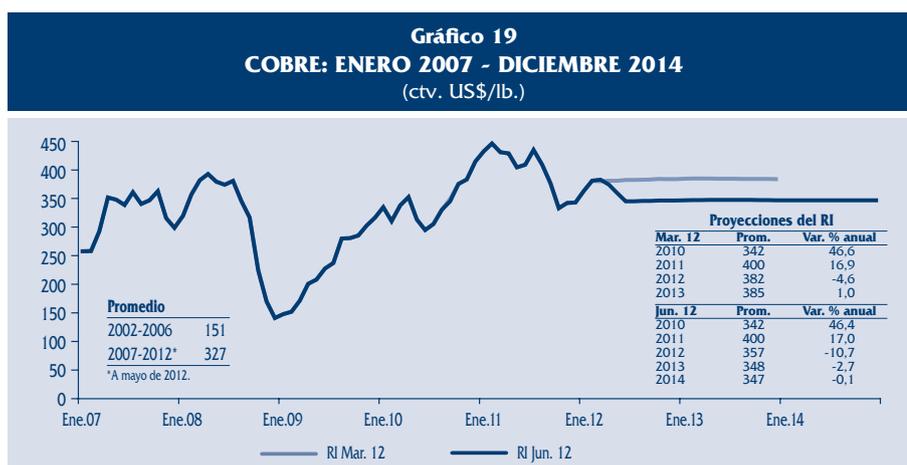
Fuente: Bloomberg y Barclays Capital.

Cobre

19. El precio del **cobre** viene mostrando una tendencia a la baja desde abril, revirtiendo parcialmente el comportamiento ascendente del primer trimestre. Sin embargo, en lo que va de 2012 el precio del cobre se incrementó 5 por ciento, cerrando con una cotización promedio de US\$/lb. 3,60 en mayo.

Luego de alcanzar un máximo en el año de US\$/lb. 3,927 el 28 de febrero, el precio del cobre se redujo afectado por la liquidación de posiciones que generaron los temores sobre la deuda soberana europea y la desaceleración de la demanda china por un ajuste mayor que el esperado en su crecimiento económico.

Se estima que, en el horizonte de proyección, los precios se establezcan en un nivel menor al considerado en el Reporte de Inflación pasado, en línea con la desaceleración de la demanda china y la contracción de la demanda de la Unión Europea. Esta menor demanda aliviaría la presión que ejerce sobre los precios las bajas tasas de crecimiento de la oferta que mantienen el mercado en déficit. El Grupo de Estudios Internacional del Cobre (ICSG por sus siglas en inglés) recortó su proyección de producción minera para 2012 y estima que éste sería el tercer año consecutivo con déficit de producción.



Zinc

20. En lo que va del año, el precio promedio del **zinc** se ha incrementado 1 por ciento, alentado por la mayor demanda en EUA y China; incluso en Europa la demanda se debilitó menos que lo esperado. Asimismo, el crecimiento del sector transporte en EUA le ha dado soporte al precio.

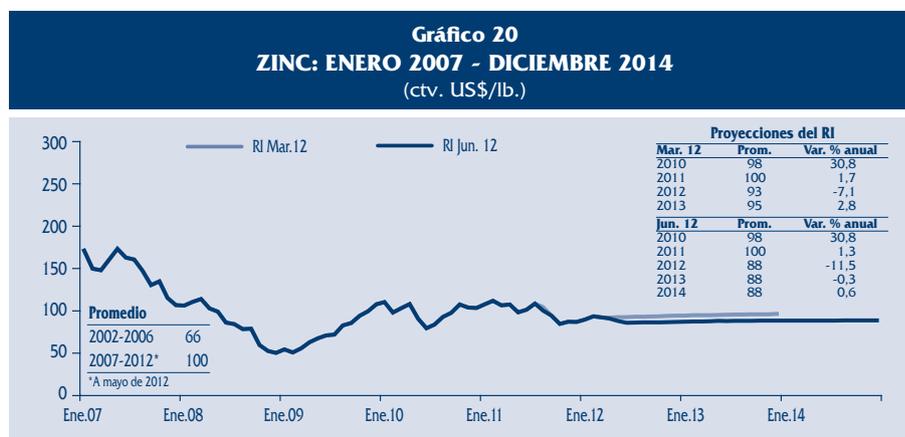
Sin embargo, en los últimos tres meses, la cotización se ha reducido 6 por ciento, cerrando con una cotización promedio de US\$/lb. 0,88 en mayo. Esta caída se sustentó en la reducción de posiciones afectadas por la incertidumbre que genera la crisis de





la deuda soberana europea, en un contexto de inventarios crecientes en la Bolsa de Metales de Londres (LME por sus siglas en inglés). Asimismo, el Grupo de Estudios del Zinc y el Plomo (ILZG por sus siglas en inglés) reportó un inesperado incremento en la producción mundial de febrero; la producción se elevó en todas las regiones, destacándose el incremento en China.

Por estos factores, en el horizonte de proyección, se estima que la cotización del zinc se reduzca ligeramente respecto a los niveles esperados en el Reporte de Inflación pasado.

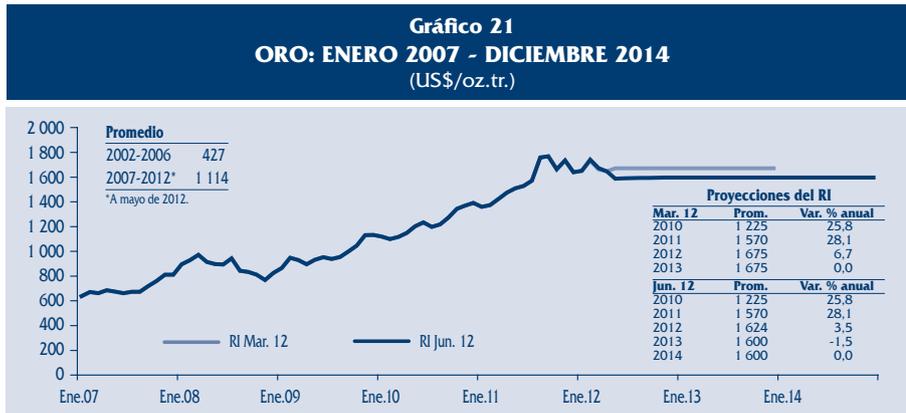


Oro

21. El precio del oro registró una reducción de 3 por ciento en lo que va de 2012, cerrando con una cotización promedio de US\$/oz.tr. 1 590 en mayo. El comportamiento descendente del metal precioso se inició en marzo, revirtiendo el alza de los dos primeros meses del año.

La reducción del oro estuvo en línea con la revisión a la baja de los estimados de demanda para el primer trimestre de 2012 de acuerdo al *World Gold Council*. Esta revisión a la baja se explicó básicamente por la reducción de la demanda por joyería, afectada por la huelga de joyeros en India, parcialmente contrarrestada por la mayor demanda de inversión. Otro factor importante fue la apreciación del dólar en particular en los meses de abril y mayo.

Se estima que el precio del oro se mantenga elevado en el horizonte de proyección en un contexto de incertidumbre por los acontecimientos en Europa. El precio del oro se recuperaría además debido a las compras de los bancos centrales y a una reducción de la oferta de oro reciclado. No obstante, una mayor recuperación se vería limitada por el menor dinamismo de la demanda física en Italia (mayor exportador de joyería de Europa), India (por depreciación de la rupia que encarecería las importaciones) y China (por desaceleración económica).



Petróleo

22. La cotización promedio del **petróleo** WTI se viene reduciendo en los dos últimos meses, revirtiendo la tendencia ascendente mostrada a inicios de 2012. Con ello, el petróleo WTI acumula una caída de 4 por ciento en los primeros cinco meses del año, alcanzando un promedio de US\$/bl. 95 en mayo.

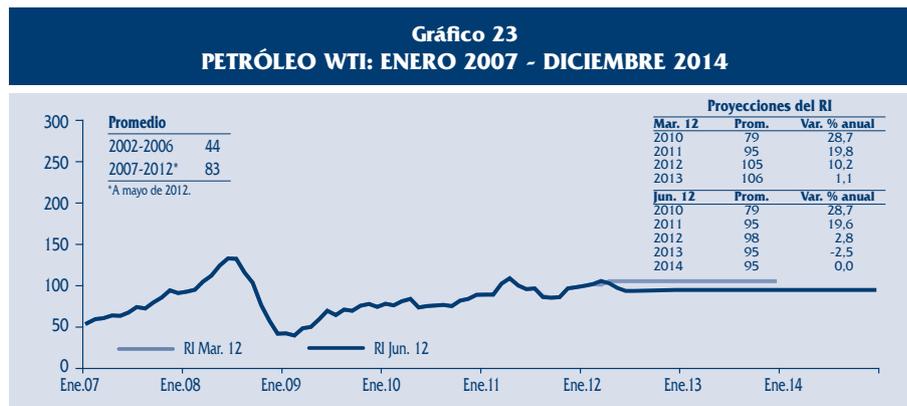
Esta disminución está en línea con el resurgimiento de los temores sobre la deuda soberana de Europa; un clima más cálido que lo normal en el hemisferio norte durante el primer trimestre del año; y por los menores riesgos geopolíticos, tras la decisión de Irán de permitir que expertos occidentales verifiquen su programa nuclear.

Sin embargo, los indicadores de oferta y demanda muestran un mercado equilibrado. La Agencia de Energía Internacional (IEA por sus siglas en inglés) reportó que el mercado está bien abastecido con la producción de la OPEP a su mayor nivel en más de 3 años, y una creciente demanda de Japón por el cierre de sus plantas de generación nuclear.





En el horizonte de proyección, se espera que el petróleo se cotice a niveles similares a los actuales, pero menores que los estimados en el Reporte de Inflación previo. A pesar de esta corrección a la baja, se mantienen los riesgos asociados a un consumo mayor al esperado de los países de la OECD, a la recuperación de la producción de las refinerías y al posible resurgimiento de conflictos geopolíticos.



Alimentos

23. Durante los cinco primeros meses del presente año, los precios de los **alimentos** presentaron comportamientos mixtos. Por el lado de la oferta, unos se vieron favorecidos por la menor producción esperada proveniente de América del Sur y las condiciones climáticas adversas en determinados países productores; en tanto que otros fueron afectados por el mayor avance de siembras. Por su lado, la demanda en las economías emergentes asiáticas fue un factor que presionó al alza a algunos alimentos. Al igual que en los casos de otros *commodities*, las alzas de los precios de los alimentos se vieron contrarrestadas por la incertidumbre generada en los mercados financieros internacionales. Es así como a mayo, el índice de precios reales de la FAO disminuyó 4,4 por ciento respecto al cierre de 2011. Este índice mostró tasas de crecimiento mensuales negativas en abril (1,4 por ciento) y mayo (4,4 por ciento).



En general, en el horizonte de proyección se prevé que las cotizaciones internacionales de los alimentos se mantengan relativamente estables, sin embargo, éstas podrían aumentar por encima de lo previsto por un probable Fenómeno del Niño, que podría afectar la producción de países como EUA, Australia y de América del Sur.

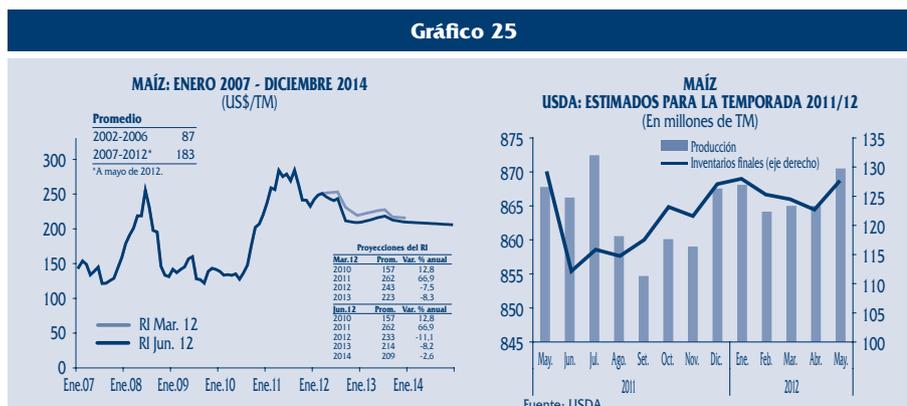
Maíz

24. En mayo, la cotización promedio del **maíz** fue US\$/TM 245, registrándose un aumento de 5 por ciento en los cinco primeros meses del año. Esta alza refleja principalmente, el aumento de los precios de inicios de año, en línea con los temores de menor producción de países productores de América del Sur por efectos del Fenómeno de La Niña. La continua demanda de China, país que cuenta con bajos inventarios y que tiene la necesidad de recomponerlos con mayores importaciones, favoreció al maíz durante todo el año.

Sin embargo, esta alza se vio limitada por las expectativas de una mayor cosecha en EUA, debido tanto a mejores rendimientos de los cultivos, como a una mayor área sembrada esperada. Asimismo, el adelanto de la siembra y el ritmo acelerado de ésta en EUA fueron factores que afectaron al precio del maíz, e incluso determinaron una caída promedio en abril.

En el último balance mundial de alimentos del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA por sus siglas en inglés) se indica que se espera condiciones más holgadas en el mercado de maíz para la actual y la siguiente temporada. Para la campaña 2011/12 el USDA elevó el estimado de producción de Brasil, mientras que para la campaña 2012/13 espera que, por sexto año consecutivo, se alcance una producción global récord, principalmente por EUA.

Por tales motivos, y también por los menores precios del petróleo previstos en el actual reporte, se estima que en el horizonte de proyección, los precios del maíz corrijan a la baja, por debajo de los niveles similares a los proyectados en el Reporte de Inflación de marzo de 2012.





Trigo

25. El precio internacional del **trigo** disminuyó 3 por ciento en lo va de 2012, cerrando el mes de mayo con una cotización promedio de US\$/TM 229. Al término del primer trimestre, el precio del trigo acumuló un crecimiento de 3 por ciento, mientras que en los dos últimos meses, se registraron disminuciones debido al rápido avance de siembra, las expectativas de rendimientos récord y las condiciones climáticas favorables en zonas productoras de EUA.

Sin embargo, desde la segunda quincena de mayo, el precio del trigo ha retomado la tendencia al alza de los primeros meses por las condiciones climáticas desfavorables en importantes países productores y exportadores (Rusia, Ucrania, Australia y EUA). Además, se espera una menor producción doméstica en China, lo que implicaría una mayor demanda. Por su parte, el USDA espera que los inventarios finales globales de la siguiente temporada se reduzcan, indicando condiciones de mercado más estrechas.

Por estos motivos, se espera que el trigo siga un comportamiento ascendente, cotizándose en niveles ligeramente mayores a los estimados en el anterior reporte.



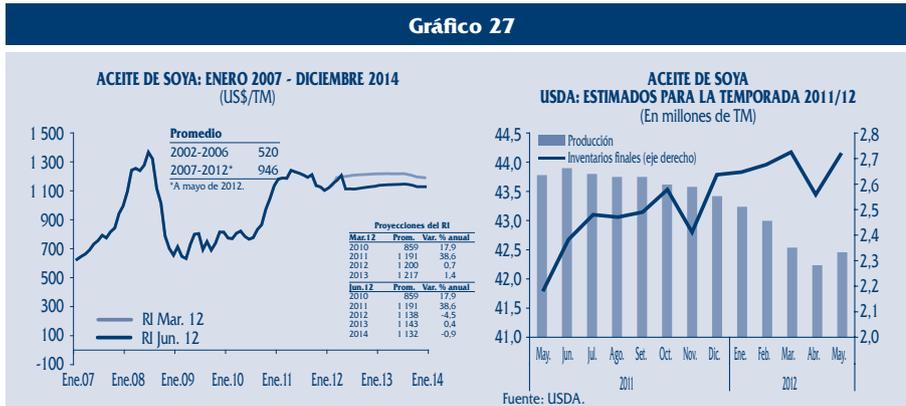
Aceite de Soya

26. La cotización del **aceite de soya** registró un incremento promedio de 1 por ciento en lo que va del año, cerrando el mes de mayo con un precio promedio de US\$/TM 1 116. Este aumento se explica por las alzas de los cuatro primeros meses, pues en mayo, los precios corrigieron a la baja.

En los primeros cuatro meses, el precio del aceite de soya tuvo un comportamiento ascendente en línea con las expectativas de menor producción de soya de países de América del Sur, debido a menores rendimientos esperados en esas zonas productoras. En mayo, los precios corrigieron a la baja por la caída de los precios del petróleo, así como también por la toma de utilidades por parte de inversionistas.

Sobre las condiciones de mercado esperadas, el USDA estima que para la temporada 2012/13, la producción global se recuperaría, en general, por los mayores rendimientos esperados en EUA y en América Latina. Considerando esto último, se estima que el aceite de soya se cotice a niveles similares a los actuales, pero menores que los considerados en el Reporte de Inflación anterior debido, también, a los menores precios de petróleo previstos.

Gráfico 27

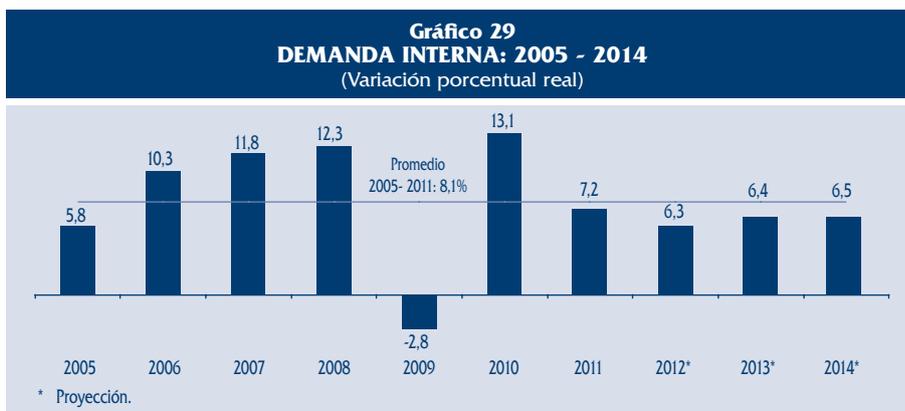
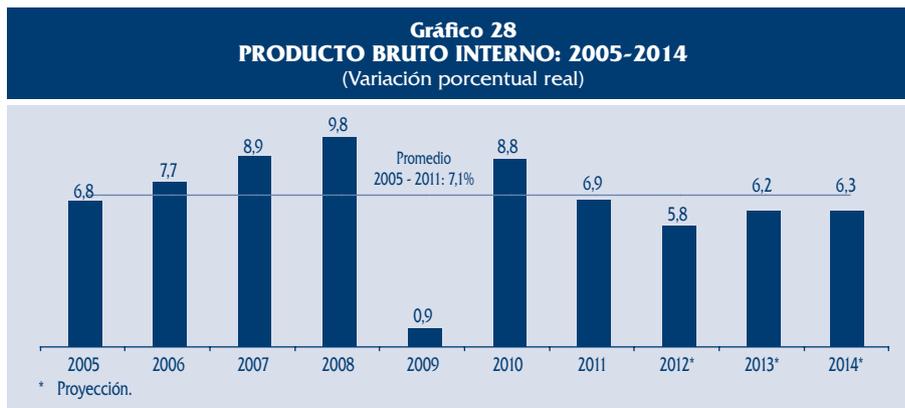




II. Actividad Económica

27. En el primer trimestre de 2012 el **PBI** creció 6,0 por ciento, tasa mayor a la registrada en el trimestre previo (5,5 por ciento), destacando el aumento de 14,8 por ciento en las exportaciones, el incremento de 13,7 por ciento en la inversión privada y el 36,9 por ciento de expansión de la inversión pública.

La **demanda interna** creció 5,6 por ciento en el primer trimestre de 2012, por debajo del crecimiento del PBI. Por un lado, se observó un impulso importante de la inversión pública, por el mayor gasto de los gobiernos subnacionales, y de la inversión privada, en línea con la evolución favorable de la confianza empresarial. De otro lado, se observó una moderación en el crecimiento del consumo, que pasó de crecer a tasas de alrededor de 6,4 por ciento a lo largo de todo el año 2011, a un aumento de 6,0 por ciento en el primer trimestre de 2012. La disminución transitoria de 0,7 por ciento en el consumo del sector público, por el menor gasto en mantenimiento de la infraestructura vial, también atenuó el dinamismo de la demanda interna en el primer trimestre.



En **términos desestacionalizados**, el PBI muestra una aceleración con respecto a su evolución en el cuarto trimestre de 2011. La tasa de crecimiento anualizada del PBI desestacionalizado en el primer trimestre es de 6,7 por ciento, ubicándose por encima de las tasas observadas a lo largo del año 2011.



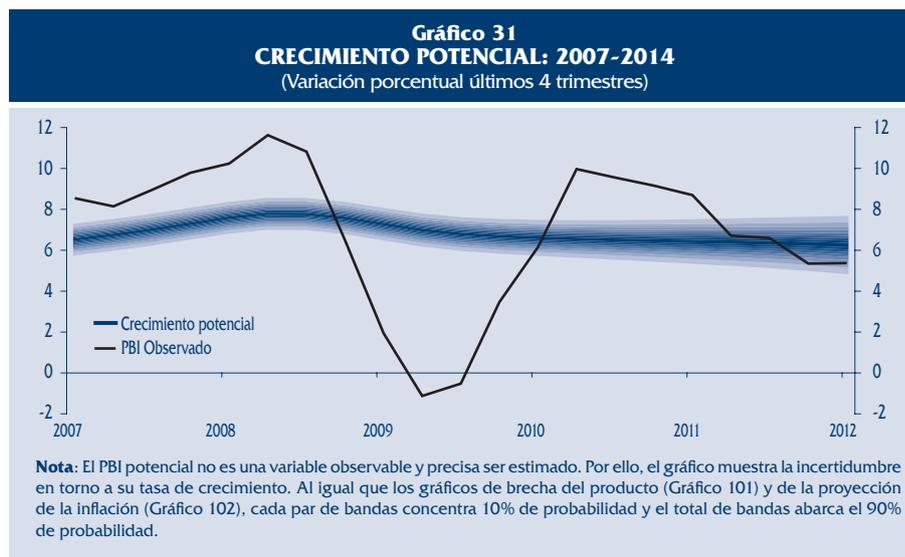
28. Considerando el crecimiento de la economía peruana en el primer trimestre, en particular de la inversión privada, se revisa al alza el crecimiento del PBI para el año 2012, pasando de una tasa de 5,7 por ciento en el Reporte de Inflación de marzo a una tasa de 5,8 por ciento en el presente Reporte.

Para el año 2013, en línea con la revisión a la baja del crecimiento mundial y los términos de intercambio, se ha reducido la proyección de crecimiento del PBI, de 6,3 por ciento a 6,2 por ciento. Se prevé mejores condiciones externas en el año 2014, con lo cual el crecimiento del PBI para dicho año se ubicaría en 6,3 por ciento.

Las tasas de crecimiento del PBI y de la demanda interna previstas para el horizonte de proyección se ubican por debajo del crecimiento promedio de estas variables durante el periodo 2005 – 2011, y con ello se acercan al crecimiento potencial de la economía.

29. La proyección del crecimiento es consistente con un ciclo económico neutral, en donde la economía continuará creciendo a tasas trimestrales similares al crecimiento potencial, y la brecha producto se mantendrá cercana a cero, ligeramente positiva durante el 2012 y ligeramente negativa durante 2013.





Proyección de los componentes del gasto

30. El crecimiento de la **demanda interna** para el año 2012 se ha revisado al alza, pasando de 5,9 por ciento en el Reporte de Inflación de marzo a 6,3 por ciento en el presente Reporte. La revisión se explica por el mayor dinamismo previsto en la inversión privada, cuya tasa de crecimiento se ha revisado de 8,2 por ciento a 10,2 por ciento.

Cuadro 10
PBI Y DEMANDA INTERNA
(Variaciones porcentuales reales)

| | 2011 | | 2012* | | | 2013* | | 2014* |
|----------------------------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| 1. Demanda interna | 10,5 | 7,2 | 5,6 | 5,9 | 6,3 | 6,5 | 6,4 | 6,5 |
| a. Consumo privado | 6,4 | 6,4 | 6,0 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,6 | 5,8 |
| b. Consumo público | 5,2 | 4,8 | -0,7 | 5,3 | 6,0 | 5,1 | 4,9 | 6,3 |
| c. Inversión privada | 15,4 | 11,7 | 13,7 | 8,2 | 10,2 | 8,7 | 8,7 | 8,7 |
| d. Inversión pública | -5,8 | -17,8 | 36,9 | 34,3 | 31,0 | 7,3 | 10,0 | 9,3 |
| 2. Exportaciones | 4,2 | 8,8 | 14,8 | 7,5 | 5,7 | 7,7 | 7,7 | 8,5 |
| 3. Importaciones | 13,3 | 9,8 | 11,0 | 8,3 | 8,3 | 8,3 | 8,3 | 8,9 |
| 4. Producto bruto interno | 8,8 | 6,9 | 6,0 | 5,7 | 5,8 | 6,3 | 6,2 | 6,3 |
| Memo: | | | | | | | | |
| <i>Gasto público</i> | 2,1 | -4,2 | 9,2 | 15,2 | 14,5 | 6,0 | 6,9 | 7,5 |

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Cuadro 11
PBI Y DEMANDA INTERNA
(Contribuciones a la variación porcentual real)

| | 2011 | | 2012* | | | 2013* | | 2014* |
|----------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| 1. Demanda interna | 10,9 | 7,5 | 5,9 | 6,2 | 6,6 | 6,8 | 6,7 | 6,8 |
| a. Consumo privado | 4,5 | 4,2 | 4,1 | 3,9 | 3,9 | 3,8 | 3,7 | 3,8 |
| b. Consumo público | 0,5 | 0,5 | -0,1 | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| c. Inversión privada | 3,4 | 2,5 | 3,2 | 1,8 | 2,3 | 2,0 | 2,0 | 2,1 |
| d. Inversión pública | -0,2 | -1,1 | 1,2 | 1,6 | 1,5 | 0,4 | 0,6 | 0,6 |
| e. Variación de existencias 1/ | 1,0 | 1,4 | -1,3 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,4 |
| 2. Exportaciones | 0,7 | 1,6 | 2,5 | 1,4 | 1,0 | 1,4 | 1,4 | 1,6 |
| 3. Importaciones | 2,8 | 2,1 | 2,4 | 1,8 | 1,8 | 1,9 | 1,9 | 2,1 |
| 4. Producto bruto interno | 8,8 | 6,9 | 6,0 | 5,7 | 5,8 | 6,3 | 6,2 | 6,3 |
| Memo | | | | | | | | |
| <i>Gasto público</i> | 0,3 | -0,7 | 1,1 | 2,1 | 2,0 | 0,9 | 1,1 | 1,2 |

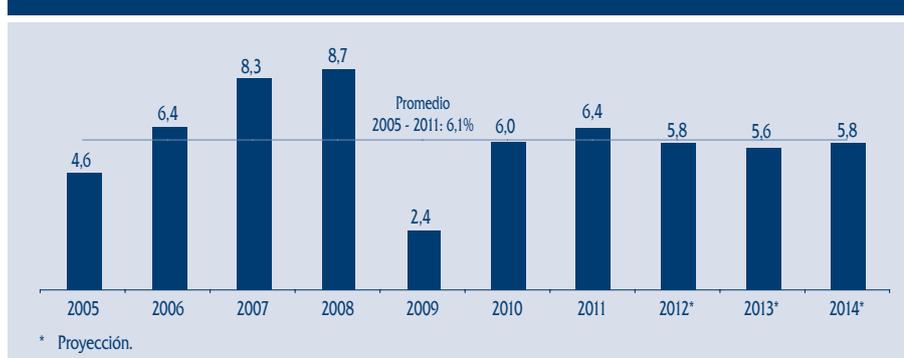
RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

1/ Porcentaje del PBI.

31. Las tasas de crecimiento del **consumo privado** se mantienen cerca del promedio 2005 – 2011. El consumo privado creció 6,0 por ciento en el primer trimestre, moderando su crecimiento respecto a las tasas que registró en 2011. La evolución del consumo de las familias se sustenta en el incremento del ingreso nacional disponible, que aumentó 6,7 por ciento durante el primer trimestre, los altos niveles de confianza del consumidor, la expansión de 20 por ciento en el crédito, así como el aumento de 3,6 por ciento del empleo. Durante el horizonte de proyección se prevé que el consumo privado mantendría un ritmo moderado de crecimiento, consistente con una trayectoria creciente del ahorro interno.

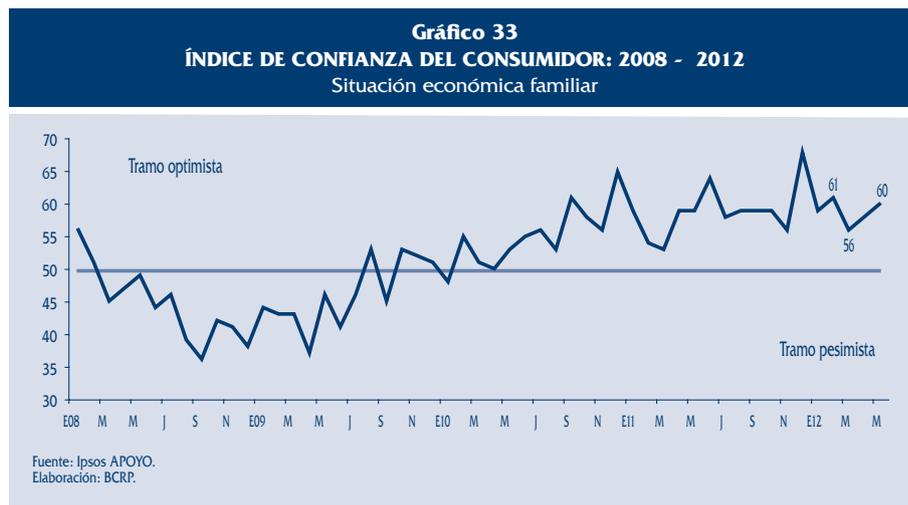
Gráfico 32
CONSUMO PRIVADO: 2005 - 2014
(Variación porcentual real)



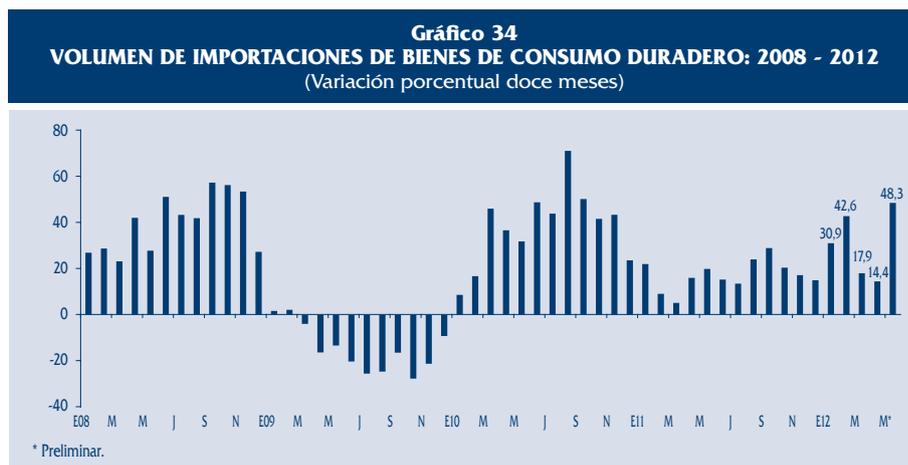


Diversos indicadores reflejan la evolución reciente del consumo privado:

- a. El Índice de Confianza del Consumidor continúa ubicándose en el tramo optimista, con un aumento importante en mayo.



- b. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero sigue creciendo a tasas altas, las mismas que en marzo y abril fueron menores a las registradas en los primeros meses del año. La información preliminar a mayo indica una aceleración.

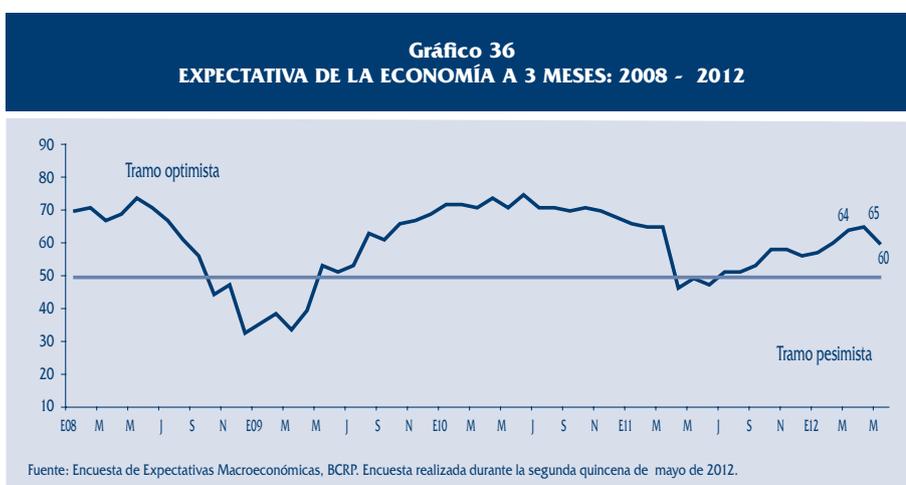


- c. El crecimiento del empleo urbano en empresas de 10 y más trabajadores fue de 3,6 por ciento en el primer trimestre de 2012.



32. La **inversión privada** se aceleró en el primer trimestre con respecto a su crecimiento del año previo, en línea con la evolución de las expectativas de los empresarios. 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. Sin embargo, en mayo este indicador corrigió a la baja luego de cuatro meses de aumento consecutivo.



- b. Con respecto a marzo, los agentes económicos han elevado sus expectativas de crecimiento del PBI para 2012 y 2013. Para estos años, los agentes proyectan un crecimiento de 6,0 por ciento. Para el año 2014 las proyecciones se ubican entre 6,0 y 6,2 por ciento.





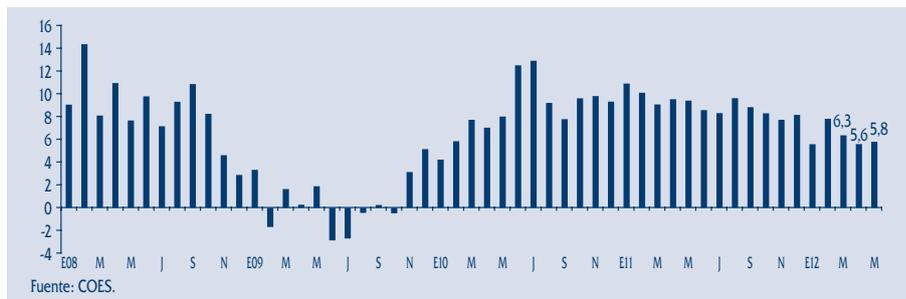
Cuadro 12
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(En porcentaje)

| | RI Dic.11 | RI Mar.12 | RI Jun.12* |
|--------------------------------|-----------|-----------|------------|
| Sistema Financiero | | | |
| 2012 | 5,5 | 5,3 | 6,0 |
| 2013 | 6,0 | 5,6 | 6,0 |
| 2014 | -,- | -,- | 6,0 |
| Analistas Económicos | | | |
| 2012 | 5,4 | 5,0 | 6,0 |
| 2013 | 5,5 | 5,6 | 6,0 |
| 2014 | -,- | -,- | 6,2 |
| Empresas No Financieras | | | |
| 2012 | 6,0 | 5,5 | 6,0 |
| 2013 | 6,0 | 6,0 | 6,0 |
| 2014 | -,- | -,- | 6,0 |

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

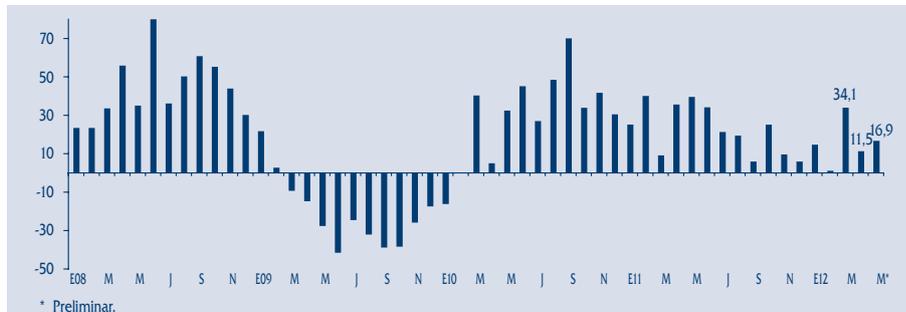
- c. La producción de electricidad continúa mostrando un alto dinamismo, con tasas de 5,6 por ciento y 5,8 por ciento en abril y mayo, respectivamente, cercanas al crecimiento del producto.

Gráfico 37
PRODUCCIÓN DE ELECTRICIDAD: 2008 - 2012
(Variación porcentual doce meses)



- d. El volumen de importaciones de bienes de capital se aceleró, con tasas de dos dígitos en los últimos tres meses.

Gráfico 38
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL: 2008 - 2012
(Variación porcentual doce meses)



- e. El consumo interno de cemento muestra tasas de dos dígitos desde enero, consolidando su recuperación respecto a su comportamiento observado en 2011.

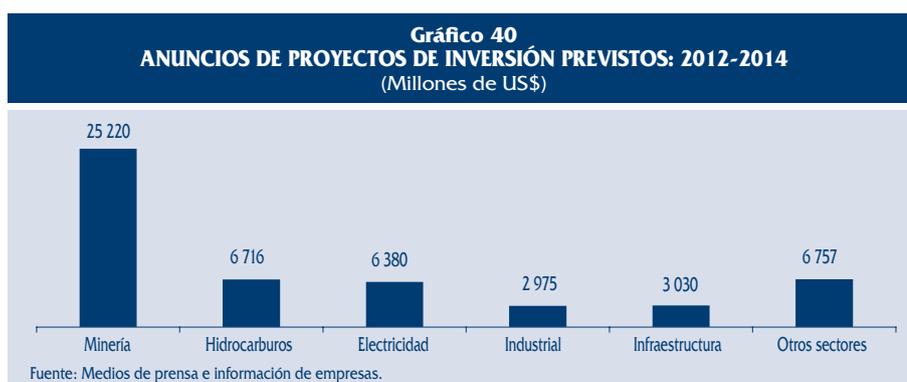


33. Se prevé que la inversión privada crecería a una tasa de 8,7 por ciento en 2013 y 2014. Esta proyección supone la ejecución de importantes proyectos de inversión en todos los sectores, en un contexto de estabilidad macroeconómica y crecimiento sostenido. Los proyectos de inversión de gran envergadura anunciados para el periodo 2012–2014 suman US\$ 51,1 mil millones.

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

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2012-2014 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Minería | 6 940 | 8 814 | 9 466 | 25 220 |
| Hidrocarburos | 2 250 | 2 756 | 1 710 | 6 716 |
| Electricidad | 2 616 | 2 309 | 1 455 | 6 380 |
| Industrial | 1 217 | 946 | 812 | 2 975 |
| Infraestructura | 1 495 | 959 | 576 | 3 030 |
| Otros sectores | 3 483 | 2 411 | 863 | 6 757 |
| TOTAL | 18 001 | 18 195 | 14 882 | 51 078 |

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.





Cuadro 14
ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2012-2014

| Sector | Empresa | Nombre del Proyecto |
|------------------------------------|--|--|
| Minería | Xstrata Copper | Las Bambas |
| | Sociedad Minera Cerro Verde S.A. | Cerro Verde |
| | Jinzhao Mining Perú S.A. | Pampa del Pongo |
| | Anglo American Plc. | Quellaveco |
| | Minera Yanacocha S.R.L. | Minas Conga |
| | China Minmetals Corporation y Jiangxi Copper Company Limited | El Galeno |
| | Southern Perú Copper Corp. Sucursal del Perú | Los Chancas |
| | Candente Copper Corp. | Cañariaco Norte |
| | Gold Fields La Cima S.A.A. | Chucapaca |
| | HudBay Minerals Inc. | Constancia |
| | Marcobre S.A.C. | Mina Justa |
| | Bear Creek Mining Corporation | Corani |
| | Xstrata Tinlaya S.A. | Antapaccay |
| | Southern Perú Copper Corp. Sucursal del Perú | Toquepala |
| | Minera Barrick Misquichilca S.A. | Ampliación: Lagunas Norte |
| | Grupo Milpo | Ampliaciones: Cerro Lindo y El Porvenir |
| | Hochschild Mining | Inmaculada |
| | Aluminium Corp of China Ltd. (Chinalco) | Toromocho |
| | Mitsui Mining & Smelting Co. Ltda. Sucursal del Perú | Quechua |
| | Río Alto Mining Ltd. | La Arena |
| Compañía Minera Milpo S.A. | Magistral | |
| Shougang Corporation | Marcona | |
| Volcan Compañía Minera S.A. | Ampliación: Volcan 2012-2014 | |
| Compañía Minera Antamina S.A. | Ampliación: Antamina | |
| Hidrocarburos | Conduit Capital Partners | Gasoducto Andino del Sur |
| | Pluspetrol Perú Corp. S.A. | Ampliación Planta Pisco y Malvinas |
| | Savia Perú S.A. (ex Petro-Tech Peruana 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 capacidad de transporte de gas |
| | Cáldida Gas Natural del Perú | Masificación de gas |
| | Perenco | Exploración Lote 67 / Oleoducto |
| Pluspetrol Perú Corp. S.A. | Exploración Lote 88 y 56 | |
| SK Energy | Exploración Lote Z 46 | |
| Repsol YPF S.A. | Lote 57 - Kinteroni | |
| Electricidad | Odebrecht S.A. | Central hidroeléctrica Cerro de Chaglla |
| | Kallpa Generación S.A. | Central hidroeléctrica Cerro del Águila |
| | Norwind | Parque eólico Cerro Chocón |
| | Enersur S.A. | Ampliación Chilca 1 |
| | SN Power Perú S.A. | Central hidroeléctrica Cheves |
| | Fénix Power Perú S.A. | Planta termoeléctrica (gas natural ciclo combinado) |
| | Energía Azul S.R.L. | Central hidroeléctrica Santa María |
| | Kallpa Generación S.A. | Kallpa IV |
| | Empresa Administradora Chungar S.A.C. | Central hidroeléctrica Belo Horizonte |
| | Energía Eólica S.A. | Central eólica Cupisnique |
| Solarpack y T-Solar | Plantas solar fotovoltaica | |
| Enersur S.A., Endesa | Reserva fría de generación - Ilo - Talara | |
| Industrial | Corporación Aceros Arequipa S.A. | Ampliación de la planta de laminación (N° 2) |
| | SAB Miller | Plan de inversión 2012-2014 |
| | Repsol YPF | Ampliación de planta La Pampilla |
| | Hochschild Mining | Proyecto de fosfatos |
| | Corporación JR Lindley | Ampliación y nuevas plantas |
| | Cementos Portland | Planta cementera |
| Cementos Interoceánicos | Planta cementera Puno | |
| Yura S.A. | Líneas de producción, central hidroeléctrica, entre otros proyectos. | |
| Infraestructura | OAS S.R.L. | Vía Parque Rimac (ex Línea Amarilla) |
| | Consorcio APM Terminals Callao | Modernización del Muelle Norte |
| | Covisol | Autopista del Sol: Trujillo - Sullana |
| | Consorcio Transportadora Callao | Muelle de Minerías |
| | Terminal Internacional del Sur (TISUR) | Ampliación Puerto Matarani |
| | Autopista del Norte SAC | Red Vial N° 4: Pativilca - Puerto Salaverry |
| | Terminales Portuarios Euroandinos (TPE) | Ampliación Puerto Paíta |
| H2Olmos S.A. | Irrigación Olmos | |
| Consorcio Desarrollo Vial del Perú | IIRSA Centro - Eje Amazonas Centro: Tramo 2 | |
| Otros sectores | Grupo Brescia | Centro comercial, edificios verdes, ampliación de clínicas y otros establecimientos de salud, oficinas prime |
| | Grupo Falabella | Ampliación y nuevos centros comerciales |
| | Grupo Interbank | Ampliación y nuevos centros comerciales |
| | Telefónica del Perú S.A. | Fibra óptica de los Andes y expansión |
| | América Móvil Perú S.A.C. | Ampliación infraestructura, capacidad e innovación tecnológica |

34. La **inversión pública** del primer trimestre creció 36,9 por ciento por el aumento en la velocidad de ejecución de proyectos de inversión de los gobiernos subnacionales, tanto gobiernos locales como gobiernos regionales. Este aumento se explica por la mayor experiencia de las autoridades ejecutoras, así como por los incentivos ofrecidos por el gobierno nacional a través del Bono de Incentivo por la Ejecución Eficaz de Inversiones (BOI). Con ello, la inversión pública se recuperaría en el año 2012, luego de la caída que registró en 2011. Para los años 2013 y 2014 se espera una moderación en el ritmo de crecimiento de la inversión pública.



35. Considerando la evolución de la inversión privada y la inversión pública, el ratio de inversión bruta fija a PBI se elevaría a 26 por ciento en el año 2012



36. Las **exportaciones** han tenido un dinamismo importante en el primer trimestre. No obstante, durante dicho periodo se observó un comportamiento diferenciado entre exportaciones tradicionales y no tradicionales. En el primer caso, se aceleró el volumen de productos tradicionales, que aumentó 17,2 por ciento luego de subir 5,2 por ciento en el año 2011. En este rubro destacó el incremento del volumen exportado de productos como harina de pescado, café, hierro, cobre y plomo. En el





segundo caso, el volumen de exportaciones no tradicionales redujo su dinamismo al pasar de un crecimiento de 20,2 por ciento en 2011 a una tasa de 10,2 por ciento en el primer trimestre. No obstante, la proyección de crecimiento de exportaciones para el año 2012 se ha revisado a la baja, debido a los menores volúmenes exportados de oro por parte de las empresas comercializadoras, así como por el menor dinamismo de productos no tradicionales, en particular, textiles.

El crecimiento de las exportaciones para el periodo 2012 – 2014 se ubicaría por encima del promedio 2005 – 2011, con una evolución sostenida por la entrada en operación de algunos proyectos mineros de cobre, como las ampliaciones de Southern y Antamina, así como por la evolución de la demanda externa.

En el caso de las **importaciones**, para el horizonte de proyección se prevén tasas de crecimiento menores a las registradas en 2011, en línea con la moderación en el crecimiento del gasto del sector privado, tanto de consumo como de inversión, continuando con su trayectoria de convergencia hacia tasas afines al crecimiento potencial de la economía.



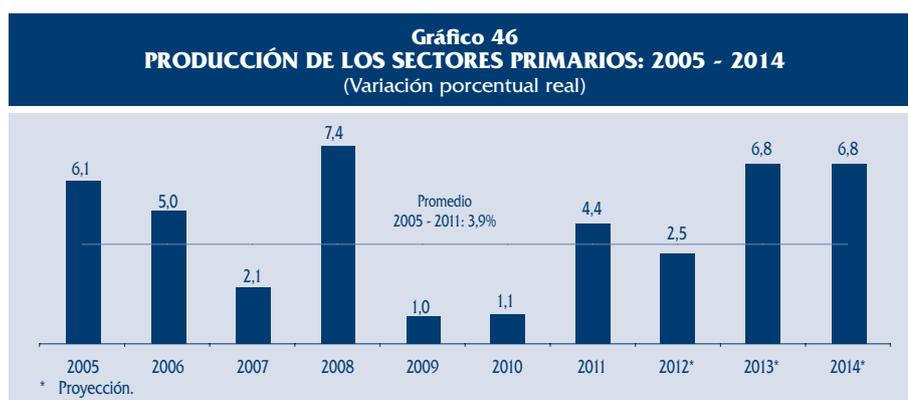
PBI por sectores

37. En el primer trimestre los **sectores primarios** registraron un ligero aumento, debido a que el avance en los sectores agropecuario y minería fue atenuado por la caída del sector pesca, explicada por la menor cuota de anchoveta, así como por la menor actividad de elaboración de harina y conservas de pescado.

En el sector agropecuario se proyecta una normalización del ciclo de lluvias, tras el desfase registrado en 2011. Bajo estas condiciones, el sector continuaría siendo liderado por la producción orientada al mercado externo y la agroindustria, asociada al ciclo de alternancia positivo para la aceituna, una recuperación de la producción de espárragos y mayor producción de uva y palta. Este ciclo de alternancia determinaría que en 2013 la producción para el mercado interno sea más dinámica que la producción para el mercado externo. Para 2014 se proyecta una tasa de crecimiento cercana al promedio de la última década.

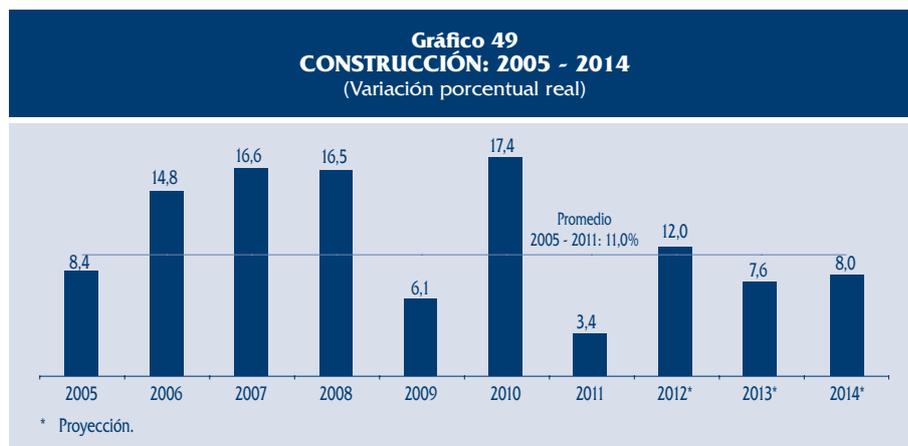
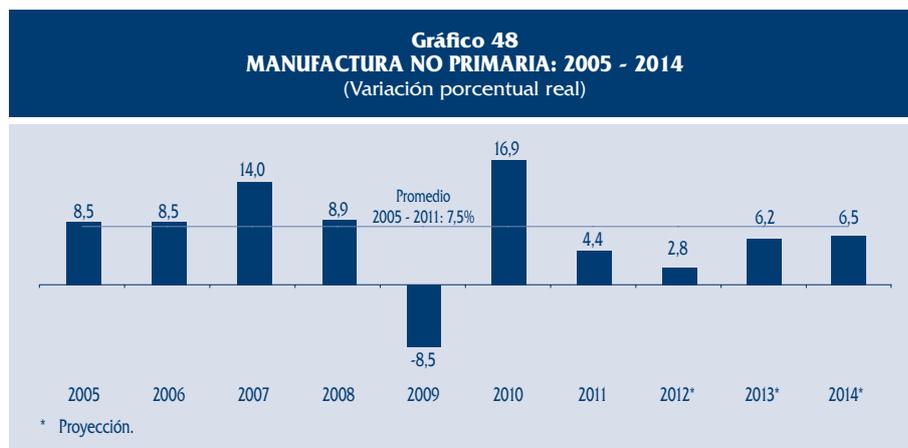
La proyección del sector pesca se ha revisado a la baja, considerando la menor cuota de captura de anchoveta asignada en 2012 al estimarse en dicho año una menor biomasa para la especie. En los próximos años el sector retornaría a una evolución positiva, explicado por la recuperación y mayor presencia de especies destinadas a consumo humano, en tanto la extracción de anchoveta retornaría a su nivel de extracción de largo plazo, cercano a los 6 millones de toneladas anuales.

La evolución del sector minería e hidrocarburos está asociada principalmente al ingreso a fase operativa de importantes proyectos de inversión. Entre éstos destacan los proyectos de cobre en Toromocho, Antapaccay, Constancia y Las Bambas; así como las ampliaciones de Antamina y de la unidad Toquepala de Southern. Por su parte en hidrocarburos destaca el proyecto de ampliación “Loop Sur” que permitiría ampliar la capacidad de transporte de gas natural hasta 650 millones de pies cúbicos diarios y de líquidos de gas natural hasta 120 mil barriles diarios por parte de la empresa Transportadora de Gas del Perú. Asimismo, dentro del horizonte de proyección se incluye la operación de la nueva Planta Compresora KP 127 de Transportadora de Gas Natural, que permitiría ampliar la capacidad de transporte de gas natural hasta cerca de 920 millones de pies cúbicos diarios.





38. Los **sectores no primarios** crecieron a una tasa superior a la del PBI en el primer trimestre, destacando el mayor dinamismo del sector construcción que retoma tasas de expansión de dos dígitos, así como el mayor crecimiento del comercio y los servicios. Para los próximos años se prevé que el crecimiento de los sectores no primarios se mantendría cercano al crecimiento potencial de la economía.



Cuadro 15
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
 (Variaciones porcentuales reales)

| | 2011 | | 2012* | | | 2013* | | 2014* |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| Agropecuario | 3,0 | 3,8 | 2,3 | 4,0 | 4,0 | 4,3 | 4,3 | 4,2 |
| Agrícola | 0,3 | 2,8 | 0,5 | 3,8 | 3,8 | 3,7 | 3,7 | 4,1 |
| Pecuario | 6,6 | 5,2 | 4,5 | 4,6 | 4,6 | 4,8 | 4,6 | 4,6 |
| Pesca | 12,3 | 29,7 | -7,6 | -4,7 | -8,9 | 2,8 | 2,8 | 2,5 |
| Minería e hidrocarburos | -0,3 | -0,2 | 2,1 | 2,8 | 3,1 | 10,7 | 11,2 | 12,1 |
| Minería metálica | -5,6 | -3,6 | 1,7 | 3,2 | 3,7 | 9,0 | 9,5 | 12,1 |
| Hidrocarburos | 34,6 | 18,1 | 3,7 | 1,0 | 0,6 | 18,5 | 18,9 | 12,4 |
| Manufactura | 12,3 | 5,6 | -0,9 | 4,9 | 2,1 | 6,2 | 6,2 | 6,2 |
| Recursos primarios | 11,6 | 12,3 | -2,6 | 3,4 | -1,5 | 6,3 | 6,0 | 4,2 |
| Manufactura no primaria | 12,4 | 4,4 | -0,6 | 5,1 | 2,8 | 6,2 | 6,2 | 6,5 |
| Electricidad y agua | 7,3 | 7,4 | 6,4 | 5,5 | 5,7 | 5,9 | 5,9 | 7,0 |
| Construcción | 8,1 | 3,4 | 12,5 | 11,3 | 12,0 | 7,6 | 7,6 | 8,0 |
| Comercio | 10,3 | 8,8 | 7,9 | 5,9 | 6,6 | 5,4 | 5,4 | 5,9 |
| Otros servicios | 9,3 | 8,3 | 7,8 | 5,8 | 6,5 | 6,3 | 6,1 | 5,9 |
| PRODUCTO BRUTO INTERNO | 8,8 | 6,9 | 6,0 | 5,7 | 5,8 | 6,3 | 6,2 | 6,3 |
| Memo: | | | | | | | | |
| PBI primario | 3,5 | 4,4 | 1,1 | 3,3 | 2,5 | 6,7 | 6,8 | 6,8 |
| PBI no primario | 9,8 | 7,4 | 6,9 | 6,1 | 6,4 | 6,2 | 6,1 | 6,2 |

RI: Reporte de Inflación.
 * Proyección.

39. Para el año 2012 el escenario central de proyección contempla un crecimiento de la economía peruana de 5,8 por ciento, tasa ligeramente mayor a la proyectada en el Reporte de Inflación de marzo. Si bien esta proyección contempla un mayor ritmo de crecimiento de la inversión privada, como consecuencia de una mayor confianza empresarial, y el dinamismo mayor al previsto en algunos sectores, como construcción y servicios, para el resto de año, se esperan tasas de crecimiento trimestrales menores a las observadas en el primer trimestre, que reflejan un menor impulso externo, principalmente por menores términos de intercambio y menor crecimiento de nuestros socios comerciales, que se compensan en parte por un mayor impulso fiscal (0,5 por ciento), que el contemplado en el Reporte de Inflación de marzo (0,3 por ciento).

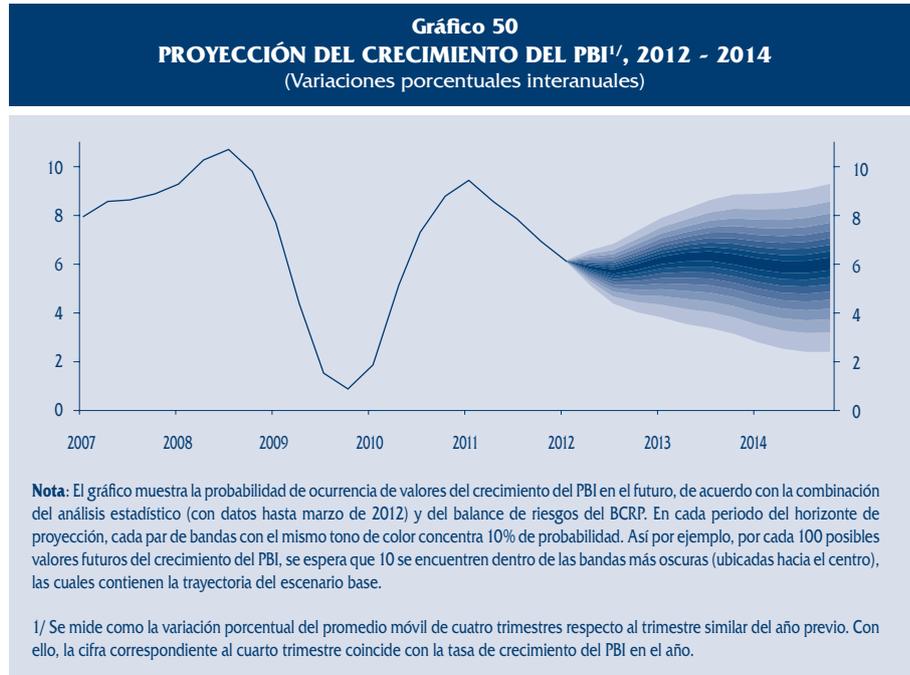
Para el año 2013 la proyección de crecimiento del PBI se revisa a la baja de 6,3 por ciento en el Reporte de Inflación de marzo a 6,2 por ciento en el presente Reporte, teniendo en cuenta, menores términos de intercambio y el menor crecimiento de nuestros socios comerciales.

40. Toda proyección de crecimiento está sujeta a posibles eventos que la desvíen de su escenario central, y en el contexto actual de mayor incertidumbre, la materialización de algunos riesgos podría implicar un crecimiento del PBI distinto al proyectado originalmente. En un escenario de riesgo de origen interno se esperan choques adversos de demanda vinculados al impacto de los conflictos sociales sobre la inversión privada;





adicionalmente se toma en cuenta los efectos negativos de las condiciones climáticas adversas. Por su parte, la creciente incertidumbre de la economía mundial contribuiría a un deterioro de las condiciones macroeconómicas. La descripción de los escenarios de riesgo contemplados en este Reporte se encuentra en el capítulo Balance de Riesgos.

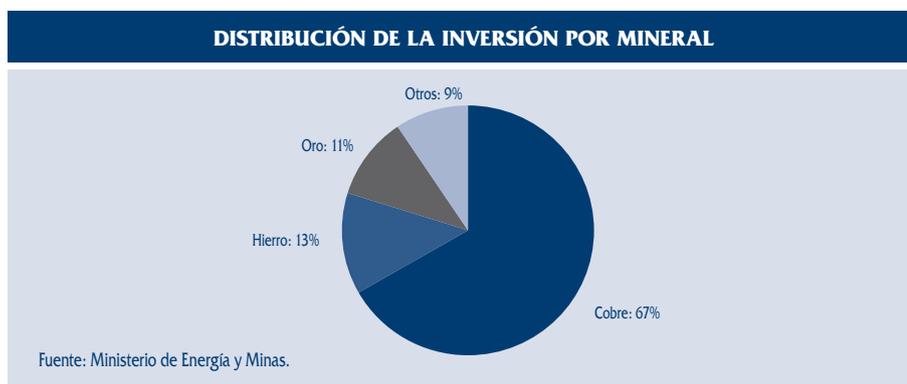


RECUADRO 1
PROYECCIONES DEL SECTOR MINERO: INVERSIÓN Y PRODUCCIÓN

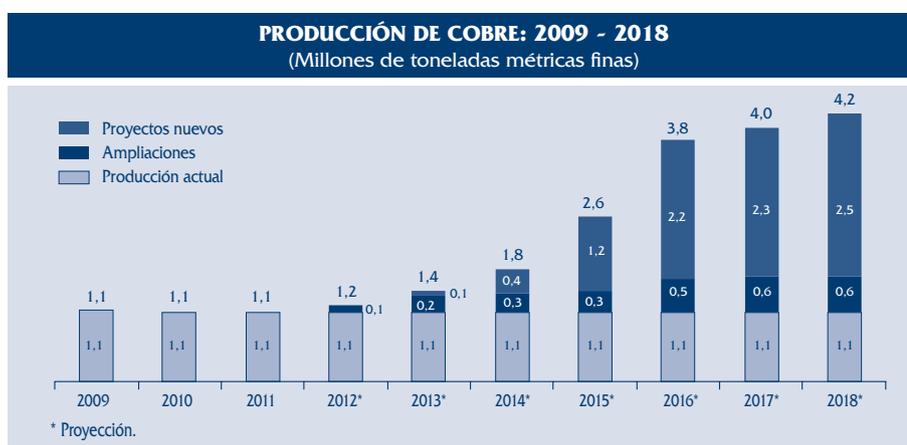
Según el Ministerio de Energía y Minas, entre enero y abril del año 2012 la inversión minera alcanzó los US\$ 2 247 millones, lo que representa un crecimiento de 42 por ciento respecto a similar periodo del año anterior; principalmente por los gastos de capital ejecutados por Xstrata Las Bambas, Chinalco, Antamina y Yanacocha.



La cartera de inversión minera para la década actual contiene 48 proyectos, que en conjunto representarían US\$ 53 mil millones. De este monto, casi el 70 por ciento corresponde a prospectos de cobre, seguido por yacimientos de hierro y oro.



La importancia relativa del cobre dentro de los proyectos a ejecutarse en los próximos años aumentaría, con lo que su participación representaría más de la tercera parte del PBI del sector. Es así que la producción de cobre pasaría de 1,1 millones de toneladas métricas finas (TMF) en el año 2011 a 4,2 millones de TMF en el año 2018. Los nuevos proyectos que se desarrollarían serían la principal fuente de crecimiento de la producción; dentro de ellos destacan Antapaccay, Toromocho, Las Bambas, Constancia, La Granja, Galeno, Cañariaco, Haquira, Quellaveco y Michiquillay, cuya inversión conjunta ascendería a US\$ 21 mil millones.



Por otro lado, la inversión en ampliaciones de las actuales operaciones cupríferas alcanzarían los US\$ 6 mil millones, lo que incluye los gastos de capital de Antamina, Southern en Cuajone y Toquepala y Cerro Verde.

El hierro sería el segundo producto en incrementar su participación en el sector, gracias a la entrada en operación de la ampliación de Shougang, así como de los proyectos Pampa del Pongo y Hierro Apurímac.



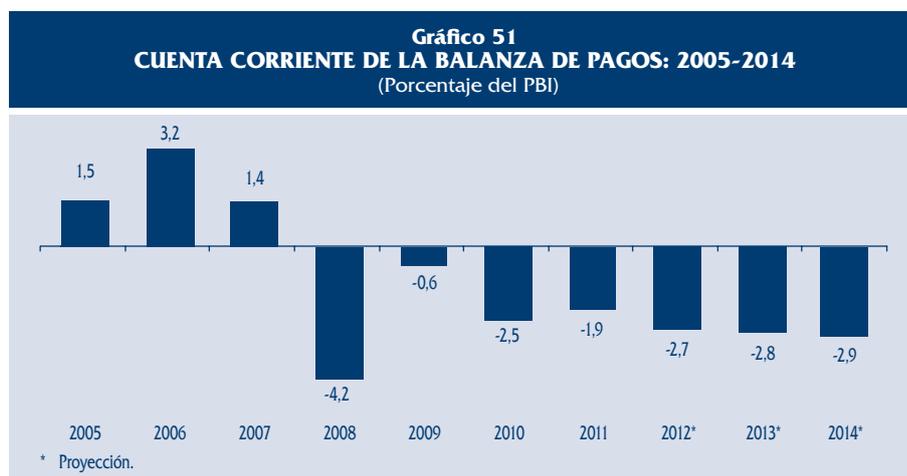


III. Balanza de Pagos

41. Durante el primer trimestre de 2012 el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue de US\$ 982 millones, equivalente a 2,1 por ciento del PBI, disminuyendo respecto al observado en el primer trimestre de 2011 cuando el déficit fue de 3,0 por ciento del producto. Este resultado refleja el mayor superávit en la balanza comercial como consecuencia del crecimiento de las exportaciones por el mayor volumen, tanto de productos tradicionales como de productos no tradicionales.

42. Para el año 2012 en el escenario central de proyección de la cuenta corriente se considera un nivel de precios de los *commodities* más bajo, particularmente de los minerales, así como un menor volumen de exportaciones de harina de pescado y de productos no tradicionales, principalmente de pesqueros y textiles. Esto ha llevado a revisar al alza la proyección del déficit en cuenta corriente de 1,5 por ciento del PBI en el Reporte de marzo a 2,7 por ciento del PBI en el presente Reporte.

Para el año 2013 se proyecta un incremento del déficit en cuenta corriente respecto al Reporte de marzo, de 1,8 a 2,8 por ciento del producto, asociado al menor valor de las exportaciones mineras ante el menor precio del cobre, oro y zinc previsto para dicho periodo, lo que sería compensado por las menores importaciones reflejo de los menores precios de los principales alimentos de importación. Para 2014 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 2,9 por ciento del PBI.



Cuadro 16
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

| | 2011 | | 2012* | | | 2013* | | 2014* |
|---|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE | -1 235 | -3 341 | -982 | -2 955 | -5 341 | -3 935 | -5 970 | -6 905 |
| <i>Porcentaje del PBI</i> | -3,0 | -1,9 | -2,1 | -1,5 | -2,7 | -1,8 | -2,8 | -2,9 |
| 1. Balanza comercial | 1 906 | 9 302 | 2 115 | 9 065 | 6 740 | 9 968 | 6 676 | 6 971 |
| a. Exportaciones | 10 106 | 46 268 | 11 680 | 48 660 | 45 750 | 53 425 | 49 255 | 54 879 |
| b. Importaciones | -8 200 | -36 967 | -9 564 | -39 595 | -39 010 | -43 456 | -42 578 | -47 908 |
| 2. Servicios | -532 | -2 132 | -562 | -2 409 | -2 373 | -2 722 | -2 744 | -3 025 |
| 3. Renta de factores | -3 372 | -13 710 | -3 331 | -13 028 | -13 069 | -14 825 | -13 446 | -14 458 |
| 4. Transferencias corrientes | 762 | 3 200 | 796 | 3 416 | 3 362 | 3 643 | 3 544 | 3 607 |
| Del cual: Remesas del exterior | 634 | 2 697 | 669 | 2 903 | 2 842 | 3 129 | 2 997 | 3 033 |
| II. CUENTA FINANCIERA | 2 944 | 8 065 | 7 653 | 9 955 | 16 040 | 7 935 | 9 970 | 9 905 |
| Del cual: | | | | | | | | |
| 1. Sector privado (largo y corto plazo) | 2 449 | 8 313 | 4 907 | 7 541 | 13 091 | 7 749 | 9 817 | 9 750 |
| 2. Sector público | 211 | 848 | 1 705 | 2 549 | 2 046 | 404 | 148 | 147 |
| III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II) | 1 709 | 4 724 | 6 671 | 7 000 | 10 700 | 4 000 | 4 000 | 3 000 |

Nota:

Financiamiento externo del sector privado

| | | | | | | | | |
|-----------------------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| En millones US\$ | 3 334 | 12 005 | 5 070 | 9 837 | 14 247 | 11 050 | 11 565 | 12 055 |
| En porcentaje del PBI | 8,1% | 6,8% | 10,9% | 4,9% | 7,2% | 5,1% | 5,4% | 5,1% |

Saldo de RIN

| | | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| En millones US\$ | 46 127 | 48 816 | 55 789 | 55 816 | 59 816 | 59 816 | 63 816 | 66 816 |
| En porcentaje del PBI | 28,9% | 27,6% | 30,6% | 28,0% | 30,1% | 27,7% | 29,6% | 28,5% |

RI: Reporte de Inflación.

La cifras correspondientes al RI Marzo incluyen el cambio metodológico en el registro de los títulos de deuda pública en el mercado externo e interno.

* Proyección.

43. En el horizonte de proyección se ha corregido a la baja la cuenta corriente de la balanza de pagos en un contexto de menores términos de intercambio. Adicionalmente, desde el punto de vista de las brechas macroeconómicas, la mayor inversión bruta fija, tanto del sector privado como público, determinaría un mayor requerimiento de ahorro externo; a pesar de que el ahorro interno muestra una evolución creciente entre 2012 y 2014.

Cuadro 17
BRECHA AHORRO INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI nominal)

| | 2011 | | 2012* | | | 2013* | | 2014* |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| INVERSIÓN TOTAL | 26,5 | 25,5 | 26,7 | 25,5 | 25,9 | 26,0 | 26,6 | 27,2 |
| Inversión bruta fija | 25,5 | 24,1 | 28,0 | 25,7 | 26,1 | 26,2 | 26,8 | 27,6 |
| Variación de inventarios | 1,0 | 1,4 | -1,3 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,4 |
| AHORRO TOTAL | 26,5 | 25,5 | 26,7 | 25,5 | 25,9 | 26,0 | 26,6 | 27,2 |
| Ahorro externo | 3,0 | 1,9 | 2,1 | 1,5 | 2,7 | 1,8 | 2,8 | 2,9 |
| Ahorro interno | 23,5 | 23,6 | 24,6 | 24,0 | 23,2 | 24,2 | 23,9 | 24,2 |

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.





44. Considerando la mayor caída de los términos de intercambio prevista para el año 2012 respecto al Reporte anterior, se ha revisado a la baja la proyección del superávit de la **balanza comercial**. Con ello, el superávit comercial en el año 2012 pasaría de US\$ 9,1 mil millones en el Reporte de marzo a US\$ 6,7 mil millones en el presente Reporte.

En el año 2013 se proyecta un superávit comercial de US\$ 6,7 mil millones frente a los US\$ 10,0 mil millones previsto en el Reporte anterior, explicado por la revisión a la baja de los precios de exportación para dicho periodo; en tanto que para el año 2014 aumentaría a US\$ 7,0 mil millones debido al mayor volumen de exportaciones, principalmente mineras ante la entrada en operación de algunos proyectos de extracción de cobre.



Cuadro 18
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

| | 2011 | | 2012* | | | 2013* | | 2014* |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| EXPORTACIONES | 10 106 | 46 268 | 11 680 | 48 660 | 45 750 | 53 425 | 49 255 | 54 879 |
| De las cuales: | | | | | | | | |
| Productos tradicionales | 7 774 | 35 837 | 8 994 | 37 105 | 34 658 | 40 400 | 36 759 | 41 049 |
| Productos no tradicionales | 2 253 | 10 130 | 2 596 | 11 212 | 10 748 | 12 659 | 12 124 | 13 442 |
| IMPORTACIONES | 8 200 | 36 967 | 9 564 | 39 595 | 39 010 | 43 456 | 42 578 | 47 908 |
| De las cuales: | | | | | | | | |
| Bienes de consumo | 1 426 | 6 692 | 1 846 | 7 290 | 7 569 | 8 187 | 8 461 | 9 676 |
| Insumos | 4 024 | 18 255 | 4 536 | 19 428 | 18 586 | 20 516 | 19 405 | 21 350 |
| Bienes de capital | 2 654 | 11 665 | 3 109 | 12 472 | 12 522 | 14 328 | 14 358 | 16 505 |
| BALANZA COMERCIAL | 1 906 | 9 302 | 2 115 | 9 065 | 6 740 | 9 968 | 6 676 | 6 971 |

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

45. La proyección de las **exportaciones** de 2012 se ha revisado a la baja con lo cual llegarían a alrededor de US\$ 46 mil millones, lo que presenta una reducción de 1,1 por ciento respecto a 2011. La corrección respecto al Reporte anterior provendría de un efecto precio por la disminución en las cotizaciones de *commodities* mayor a lo previsto en el Reporte anterior.

En términos de volumen, las exportaciones crecerían 5,4 por ciento en 2012, menor al 7,3 por ciento del Reporte anterior, debido a menores envíos de oro por parte de las empresas comercializadoras; y de productos no tradicionales, principalmente textiles: Ello sería parcialmente compensado por el incremento en las exportaciones de cobre ante la entrada de operaciones de la ampliación de Antamina en el primer trimestre del año.

| Cuadro 19 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales) | | | | | | | | | |
|--|---------|------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--|
| | 2011 | | 2012* | | | 2013* | | 2014* | |
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 | |
| 1. Valor: | | | | | | | | | |
| Exportaciones | 27,5 | 30,1 | 15,6 | 5,2 | -1,1 | 9,8 | 7,7 | 11,4 | |
| Productos tradicionales | 24,3 | 29,5 | 15,7 | 3,5 | -3,3 | 8,9 | 6,1 | 11,7 | |
| Productos no tradicionales | 40,3 | 32,6 | 15,2 | 10,7 | 6,1 | 12,9 | 12,8 | 10,9 | |
| Importaciones | 29,4 | 28,3 | 16,6 | 7,1 | 5,5 | 9,8 | 9,1 | 12,5 | |
| 2. Volumen: | | | | | | | | | |
| Exportaciones | 2,3 | 8,5 | 15,5 | 7,3 | 5,4 | 8,9 | 8,9 | 9,8 | |
| Productos tradicionales | -3,4 | 5,2 | 17,2 | 6,6 | 5,5 | 8,6 | 8,6 | 10,5 | |
| Productos no tradicionales | 25,7 | 20,2 | 10,2 | 9,5 | 4,7 | 9,5 | 9,9 | 7,7 | |
| Importaciones | 14,6 | 12,8 | 11,9 | 7,8 | 8,4 | 9,2 | 9,2 | 10,3 | |
| 3. Precio: | | | | | | | | | |
| Exportaciones | 24,4 | 20,0 | 0,2 | -1,9 | -6,2 | 0,9 | -1,2 | 1,5 | |
| Productos tradicionales | 28,0 | 22,9 | -1,1 | -2,9 | -9,4 | 0,2 | -2,9 | 0,5 | |
| Productos no tradicionales | 11,6 | 10,4 | 4,7 | 1,1 | 1,4 | 3,1 | 2,6 | 2,9 | |
| Importaciones | 13,1 | 13,8 | 4,2 | -0,5 | -2,6 | 0,5 | -0,1 | 2,0 | |

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.





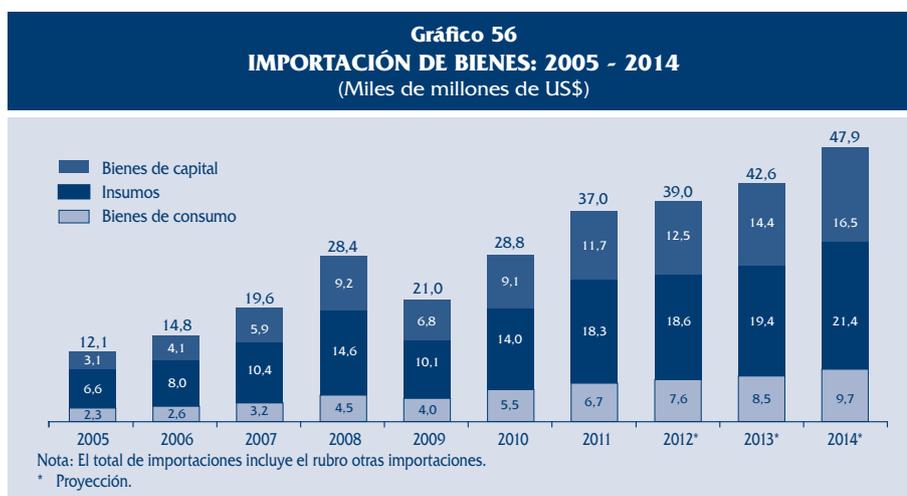
Para 2013 las exportaciones ascenderían a US\$ 49 mil millones, lo que representa un valor menor a lo previsto en el Reporte de marzo, por los menores precios de cobre, oro y zinc. Para 2014 las exportaciones bordearían los US\$ 55 mil millones debido a mayores exportaciones de productos mineros, principalmente cobre y molibdeno por la contribución de la entrada en operación de Toromocho, Las Bambas y las ampliaciones de Southern en Cuajone y Toquepala; y de hierro por la ampliación de Shougang en Marcona, algunos de los cuales inician su puesta en marcha en 2013.



46. La proyección de las **importaciones** de 2012 también se ha revisado a la baja con lo cual llegarían a alrededor de US\$ 39 mil millones, lo que presenta un incremento de 5,5 por ciento respecto a 2011. El menor valor de las importaciones previstas para este año entre los Reportes de marzo y junio refleja, en gran medida, la revisión a la baja en el precio del petróleo de un nivel de US\$ 105 a US\$ 98 por barril.

En términos de volumen, las importaciones crecerían 8,4 por ciento en 2012, tasa mayor a la del Reporte previo (7,8 por ciento) por el mayor volumen de importaciones de bienes de capital, lo que sería parcialmente compensado por el menor volumen de importaciones de insumos industriales y petróleo.

Para 2013 se proyecta un nivel de importaciones de US\$ 43 mil millones, en tanto que para 2014 este agregado alcanzaría los US\$ 48 mil millones. Para este horizonte de proyección, los volúmenes de importaciones seguirían mostrando altas tasas de crecimiento (9,2 por ciento en 2013 y 10,3 por ciento en 2014), consistentes con la evolución de la demanda interna.



Cuenta financiera

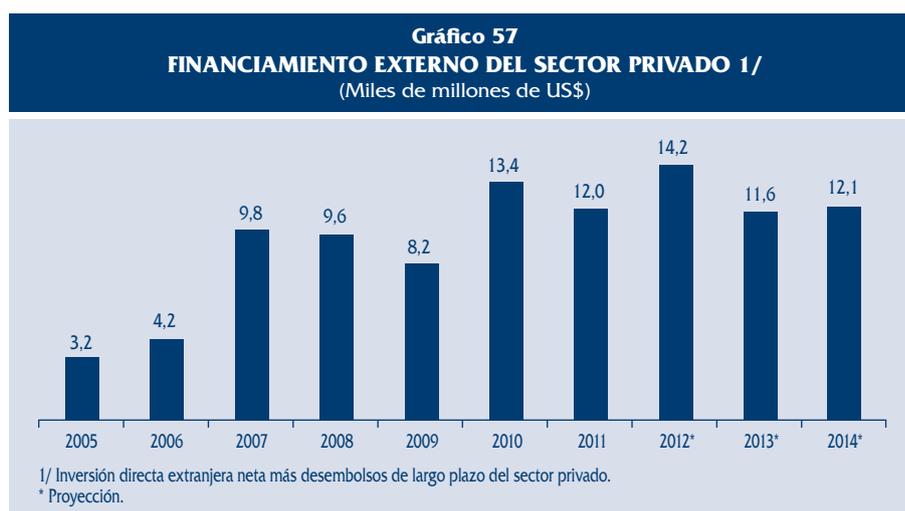
47. En el primer trimestre de 2012 la **cuenta financiera de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 5 209 millones, lo que representó un aumento de US\$ 1 940 millones respecto al primer trimestre del año previo. Este incremento obedece tanto a la mayor inversión directa extranjera en US\$ 1 312 millones, así como la mayor colocación de bonos en el exterior por parte del sector privado por US\$ 725 millones; lo que compensó el mayor flujo de cartera hacia el exterior por parte de las AFP y empresas aseguradoras.

Durante 2012 la cuenta financiera de largo plazo del sector privado ascendería a US\$ 12,6 mil millones, monto mayor al del Reporte de marzo (US\$ 7,4 mil millones). Esta revisión se explica por la ejecución de la inversión directa extranjera observada en el primer trimestre del año, la evolución del influjo de capitales provenientes de la emisión de bonos en el exterior por empresas privadas residentes, tendencia que se seguiría observando en el horizonte de proyección; y los mayores adeudados previstos de las empresas bancarias con el exterior.





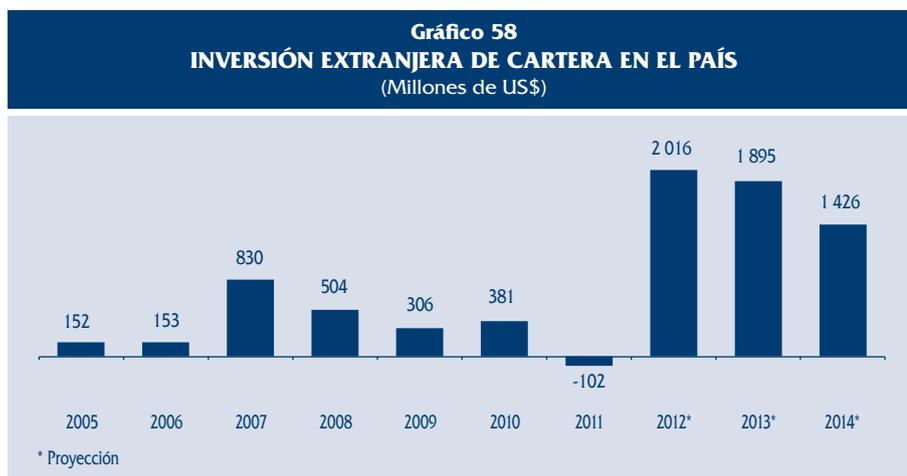
Para 2013 y 2014 se proyecta un flujo positivo de US\$ 9,3 mil millones para cada año, lo que se sustenta en el mayor requerimiento de financiamiento externo para la ejecución de proyectos de inversión privada, lo que sería atenuado por las compras de activos en el exterior por parte de inversionistas institucionales locales.



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

| | 2011 | | 2012* | | | 2013* | | 2014* |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| 1. Activos | 62 | -1 298 | -477 | -2 361 | -2 925 | -2 672 | -2 809 | -2 677 |
| Inversión directa en el extranjero | 34 | -113 | 0 | 0 | -300 | 0 | 0 | 0 |
| Inversión de cartera en el exterior | 28 | -1 185 | -478 | -2 361 | -2 626 | -2 672 | -2 809 | -2 677 |
| 2. Pasivos | 3 207 | 10 918 | 5 687 | 9 742 | 15 481 | 10 421 | 12 131 | 12 002 |
| Inversión directa extranjera en el país | 2 299 | 8 233 | 3 610 | 6 731 | 10 006 | 8 150 | 8 242 | 8 739 |
| Inversión extranjera de cartera en el país | 30 | -102 | 802 | 937 | 2 016 | 462 | 1 895 | 1 426 |
| Participaciones de capital | 30 | 147 | 78 | 0 | 154 | 0 | 170 | 165 |
| Otros pasivos | 0 | -249 | 725 | 937 | 1 863 | 462 | 1 725 | 1 261 |
| Préstamos de largo plazo | 879 | 2 787 | 1 274 | 2 074 | 3 459 | 1 808 | 1 995 | 1 837 |
| Desembolsos | 1 002 | 3 886 | 1 460 | 3 106 | 4 541 | 2 900 | 3 323 | 3 316 |
| Amortización | -124 | -1 099 | -186 | -1 032 | -1 170 | -1 092 | -1 328 | -1 479 |
| 3. Total | 3 270 | 9 620 | 5 209 | 7 381 | 12 555 | 7 749 | 9 322 | 9 325 |

RI: Reporte de Inflación.
Las cifras correspondientes al RI Marzo incluyen el cambio metodológico en el registro de los títulos de deuda pública en el mercado externo e interno.
* Proyección.



48. Para los primeros tres meses del año, la **cuenta financiera del sector público** mostró un flujo neto positivo de US\$ 1,7 mil millones, mayor a los US\$ 211 millones registrados en el primer trimestre de 2011 por la mayor adquisición de bonos del Tesoro Público en el mercado doméstico por no residentes luego de la colocación de bonos soberanos que realizó el gobierno en el primer trimestre del año. Con ello, se observaría un flujo positivo de US\$ 2,0 mil millones al cierre del año, en tanto que para 2013 y 2014 se proyectan flujos de US\$ 148 y US\$ 147 millones, en ausencia de nueva emisión de bonos.
49. Durante el primer trimestre de 2012 la cuenta de **capitales de corto plazo** mostró un flujo neto negativo de US\$ 302 millones. Ello estuvo relacionado con los mayores depósitos de moneda extranjera en el exterior por parte del sector no financiero (US\$ 977 millones), lo que fue contrarrestado por el aumento de los pasivos externos netos por parte de las empresas bancarias por US\$ 730 millones. Para el año se proyecta un flujo positivo de US\$ 536 millones, lo que reflejaría los mayores adeudados de las empresas bancarias con el exterior.
50. Frente a los inlfujos de capitales del exterior, y con el fin de evitar excesiva volatilidad en el mercado cambiario, el Banco Central intervino en el mercado cambiario adquiriendo US\$ 5 563 millones en el primer trimestre. Con ello, a mayo de 2012 las reservas internacionales ascendieron a US\$ 56 882 millones, nivel que otorga una alta capacidad de respuesta de la economía peruana ante posibles choques reales y financieros. Dicho nivel representa el 30,2 por ciento del PBI, respalda el 93,9 por ciento de la liquidez total de las sociedades de depósitos y es equivalente a 6 veces las obligaciones por deuda externa pública y privada a corto plazo. Estos niveles de cobertura de reservas internacionales se ubican entre los más altos de la región.





Cuadro 21
INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES

| | May.02 | May.07 | May.12 |
|--|--------|--------|--------|
| Reservas Internacionales Netas (RIN, millones de US\$) | 9 163 | 21 271 | 56 882 |
| Posición de Cambio del BCRP (millones de US\$) | 3 173 | 15 067 | 40 533 |
| RIN / Producto Bruto Interno (porcentaje) | 16,9 | 22,2 | 30,2 |
| RIN / Deuda externa de corto plazo* (número de veces) | 1,6 | 2,9 | 6,0 |
| RIN / Liquidez total (porcentaje) | 78,0 | 94,3 | 93,9 |

* Acumulado al trimestre inmediatamente anterior.

IV. Finanzas Públicas

51. En el **primer trimestre de 2012** el SPNF registró un superávit económico de 7,0 por ciento del PBI, mayor en 1,0 punto porcentual respecto al registrado en similar periodo de 2011. Este aumento está relacionado principalmente al incremento de los ingresos corrientes del gobierno general, 7,4 por ciento, así como al escaso dinamismo del gasto no financiero que aumentó en sólo 3,1 por ciento, cifra que refleja, de un lado, la disminución de los gastos corrientes (-3,2 por ciento), y del otro, el fuerte incremento de la formación bruta de capital en el trimestre (41,3 por ciento).

Si acumulamos las operaciones del SPNF para los últimos cuatro trimestres se tiene que el fisco obtendría un resultado económico positivo de 2,2 por ciento, superior al que obtuvo al cierre del año 2011 (1,9 por ciento), como consecuencia de la performance descrita para los ingresos corrientes que aumentaron de 21,0 a 21,1 por ciento del PBI, últimos cuatro trimestres, y los gastos no financieros del gobierno general que disminuyeron de 18,1 a 17,9 por ciento del producto.

Cuadro 22
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

| | 2011 | | 2012 * | | | 2013 * | | 2014 * |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| 1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/ | 22,0 | 21,0 | 22,4 | 21,2 | 21,1 | 21,2 | 21,2 | 21,2 |
| <i>Variación % real</i> | 15,5 | 13,6 | 7,4 | 5,5 | 4,7 | 6,3 | 6,0 | 6,6 |
| 2. Gastos no financieros del gobierno general | 14,5 | 18,1 | 14,2 | 18,9 | 19,1 | 18,7 | 19,2 | 19,3 |
| <i>Variación % real</i> | -2,1 | 1,9 | 3,1 | 9,6 | 9,6 | 5,4 | 6,8 | 6,8 |
| Del cual: | | | | | | | | |
| a. Corriente | 12,1 | 13,0 | 11,1 | 12,9 | 13,0 | 12,7 | 12,9 | 12,8 |
| <i>Variación % real</i> | 3,4 | 7,2 | -3,2 | 3,6 | 3,6 | 4,5 | 4,9 | 5,7 |
| b. Formación bruta de capital | 2,2 | 4,7 | 2,9 | 5,6 | 5,7 | 5,7 | 6,0 | 6,1 |
| <i>Variación % real</i> | -17,7 | -7,7 | 41,3 | 25,1 | 25,5 | 7,1 | 10,9 | 9,3 |
| 3. Otros | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 4. Resultado primario (1-2+3) | 7,6 | 3,0 | 8,4 | 2,3 | 2,1 | 2,4 | 2,0 | 1,9 |
| 5. Intereses | 1,6 | 1,2 | 1,4 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 1,0 |
| 6. Resultado económico | 6,0 | 1,9 | 7,0 | 1,1 | 1,1 | 1,4 | 1,0 | 1,0 |
| Nota: | | | | | | | | |
| 1. Ingresos corrientes del gob. general (Mil. de Mill. S/.) | 25,0 | 102,1 | 28,0 | 111,2 | 111,0 | 120,6 | 120,3 | 131,0 |
| 2. Gastos no financieros del gob. general (Mil. de Mill. S/.) | 16,5 | 87,8 | 17,8 | 99,4 | 100,0 | 106,8 | 109,3 | 119,2 |

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

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.





52. Para este año se estima un superávit fiscal de 1,1 por ciento del producto (en el Reporte de Inflación de marzo se proyectó un resultado similar). Para los años 2013 y 2014 se asume una posición fiscal contracíclica que se expresa en un impulso fiscal negativo para estos años, que cumple además con lo dispuesto en la normatividad vigente. La Ley N° 29854 publicada el 20 de abril de 2012 establece que a partir del año 2013 el déficit estructural del Sector Público no Financiero se reducirá en al menos 0,2 por ciento del PBI.

La proyección del resultado económico para 2013 y 2014 es de un superávit de 1,0 por ciento del PBI en ambos años. El resultado proyectado para 2013 es menor al que se consideró en el Reporte de marzo (1,4 por ciento del PBI) dado, principalmente, el mayor crecimiento esperado para los gastos no financieros del gobierno general. Como en los reportes anteriores, las proyecciones presentadas corresponden a un escenario base, el mismo que puede verse afectado por la evolución de las cotizaciones de nuestros principales productos de exportación, así como la demanda de nuestras exportaciones.

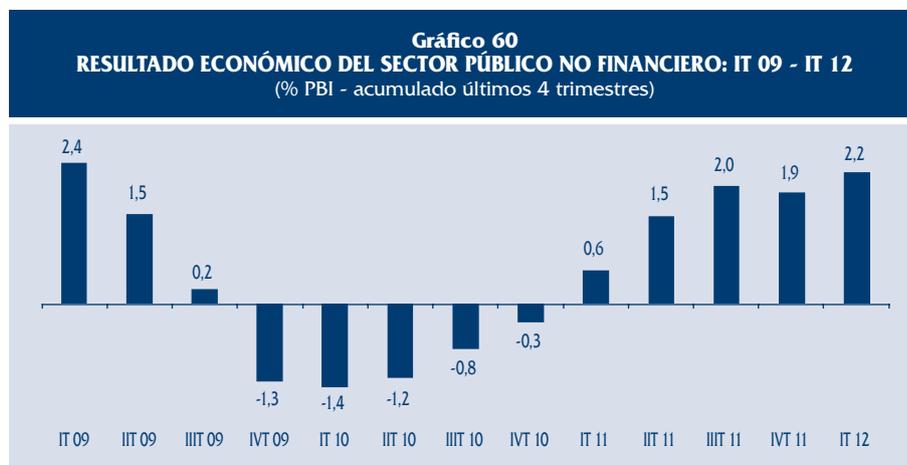
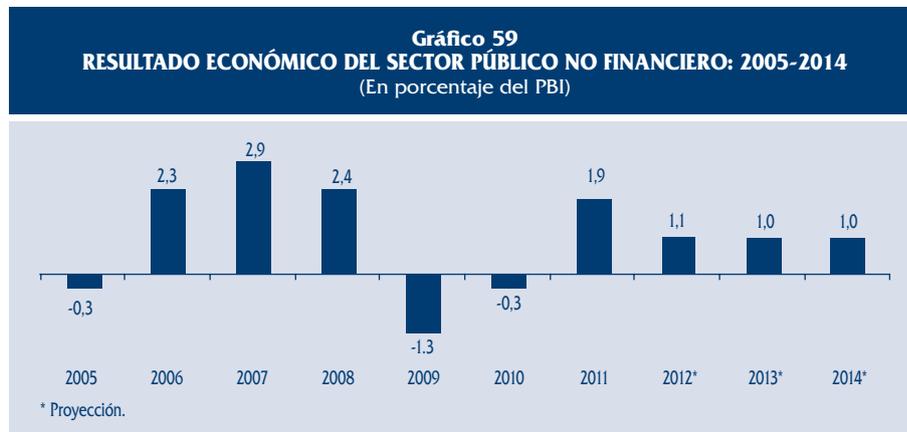


Gráfico 61
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: IT 09 - IT 12
 (% PBI - acumulado últimos 4 trimestres)



Gráfico 62
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: IT 09 - IT 12
 (% PBI - acumulado últimos 4 trimestres)



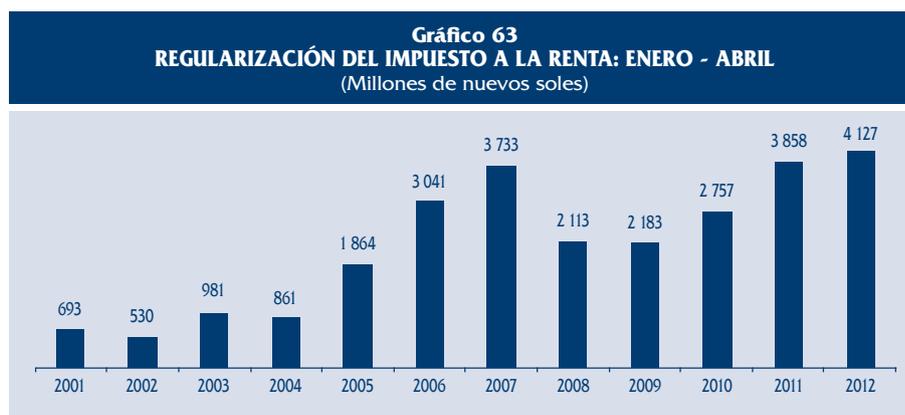
Evolución de los ingresos fiscales

53. En el **primer trimestre de 2012 los ingresos corrientes del gobierno general** ascendieron a 22,4 por ciento del producto, mayor en 0,4 puntos porcentuales a lo obtenido en similar periodo de 2011, lo que representó un crecimiento de 7,4 por ciento en términos reales. Dentro de los ingresos tributarios, que aumentaron 8 por ciento, destacó el impuesto a la renta que mostró el mayor crecimiento (14 por ciento) impulsado por los mayores pagos a cuenta, tanto de personas naturales, cuanto de jurídicas. Los mayores pagos a cuenta de las personas naturales estuvieron vinculados al crecimiento del empleo, así como a los mayores pagos por distribución de utilidades. En cuanto a los mayores pagos de personas jurídicas fueron los sectores de intermediación financiera, comercio, hidrocarburos y manufactura los que lideraron el crecimiento.





Cabe indicar, que la regularización del impuesto a la renta captada hasta el mes de abril ascendió a S/. 4 127 millones, lo que marca un récord de recaudación por este concepto, superando en S/. 269 millones a lo registrado en similar periodo de 2011. Del monto total por regularización, S/. 3 820 millones correspondieron a personas jurídicas y S/. 307 millones a personas naturales.



54. Por su parte, en el primer trimestre de 2012, el Impuesto General a las Ventas (IGV) aumentó 7 por ciento en términos reales, variación que se descompone en un 8 por ciento para el IGV interno y en un 5 por ciento para el IGV externo. La recaudación de este trimestre está afectada aún por la reducción de la tasa impositiva del IGV de 19 a 18 por ciento, reducción que sin embargo fue compensada por la positiva evolución de la demanda interna, las medidas de ampliación de la base tributaria y algunos ingresos extraordinarios que se percibieron por este concepto. El Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) sigue mostrando tasas negativas de crecimiento (-4 por ciento), reflejo de la reducción de tasas del ISC a los combustibles en junio del año pasado. De otro lado, los ingresos no tributarios mostraron un crecimiento de 6 por ciento.

Cabe indicar que, como producto de la modificación del tratamiento tributario del sector minero respecto de las regalías², en el primer trimestre de 2012, se captaron montos de ingresos por S/. 458 millones correspondientes a la nueva regalía minera, al Gravamen Especial a la Minería y al Impuesto Especial a la Minería. Este monto, sumado a los S/. 265 millones captados en el cuarto trimestre de 2011 por estos mismos conceptos, nos da un total de S/. 723 millones que corresponden a las operaciones de las empresas mineras por el cuarto trimestre de 2011.

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

Cuadro 23
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
 (En porcentaje del PBI)

| | 2011 | | 2012* | | | 2013* | | 2014* |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| INGRESOS TRIBUTARIOS | 16,8 | 15,9 | 17,2 | 15,9 | 16,0 | 15,9 | 16,0 | 16,1 |
| Impuesto a la renta | 7,6 | 6,9 | 8,2 | 6,8 | 7,0 | 6,7 | 6,9 | 6,9 |
| Impuesto General a las Ventas | 8,5 | 8,3 | 8,6 | 8,5 | 8,4 | 8,5 | 8,5 | 8,5 |
| Impuesto Selectivo al Consumo | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Impuesto a las importaciones | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Otros ingresos tributarios | 1,2 | 1,4 | 1,3 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| Devoluciones de impuestos | -1,9 | -2,0 | -2,2 | -2,1 | -2,1 | -2,1 | -2,1 | -2,1 |
| NO TRIBUTARIOS | 3,2 | 3,3 | 3,2 | 3,5 | 3,3 | 3,5 | 3,3 | 3,3 |
| CONTRIBUCIONES | 2,0 | 1,9 | 2,0 | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 1,9 | 1,9 |
| TOTAL | 22,0 | 21,0 | 22,4 | 21,2 | 21,1 | 21,2 | 21,2 | 21,2 |

(*) Proyección.

Gráfico 64
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2005 - 2014
 (En porcentaje del PBI)



Para el año **2012** se estima un crecimiento real de los ingresos corrientes del gobierno general de 4,7 por ciento, con lo cual el ratio respecto al producto sería de 21,1 por ciento, mayor al del año 2011 (21,0 por ciento), aunque ligeramente menor al estimado en el Reporte de marzo (21,2 por ciento).

Para los años **2013** y **2014** se esperan tasas de crecimiento de 6,0 y 6,6 por ciento, respectivamente, variaciones que se aproximan al crecimiento del nivel potencial de la economía. La participación de los ingresos corrientes sobre el producto en 2013 y 2014 ascendería a 21,2 por ciento. Las estimaciones presentadas para estos años corresponden a un escenario base que consideran la estructura tributaria vigente.

Sin embargo, cabe indicar que le han sido concedidas facultades al Ejecutivo mediante Ley N° 29884 (9 de junio de 2012) para legislar en materia tributaria, aduanera y de





delitos tributarios y aduaneros por un plazo de 45 días calendario con el objetivo de elevar los niveles de recaudación vigente, sin que ello comprenda la creación de nuevos impuestos o el aumento de las tasas de los ya existentes. Las medidas que se deriven a raíz de las modificaciones que podrían introducirse en la regulación y administración del sistema tributario podrían reportar recursos adicionales a los que se presentan en esta estimación.

55. La recaudación por el **Impuesto a la Renta** ascendería a 7,0 puntos porcentuales del PBI en 2012, lo que significaría un ligero crecimiento respecto a lo recaudado en 2011 (6,9 por ciento del PBI). Este aumento sería explicado principalmente por la mayor recaudación por rentas del trabajo, dado el crecimiento que se viene observando en el empleo formal, así como los mayores recursos, que ya se han captado en parte, por distribución de utilidades. Por el lado de las personas jurídicas, su participación en términos del producto se mantendría en el año. Para los años 2013 y 2014 se estima, en términos del producto, una ligera tendencia descendente que refleja la evolución de los precios de minerales para estos años.



56. La recaudación por el **Impuesto General a las Ventas (IGV)**, principal ingreso tributario, ascendería en 2012 a 8,4 por ciento en términos del producto, ratio ligeramente superior al de 2011. Debe indicarse que este resultado se obtiene a pesar de que aún en el primer trimestre del año se reflejan los efectos de la reducción de la tasa del IGV de 19 a 18 por ciento. En los próximos años, dada la expectativa de una positiva evolución de la actividad económica, así como las medidas de ampliación de la base tributaria que tienen que ver con la mayor cobertura de bienes afectos al sistema de deducciones del IGV, este impuesto aumentaría en 0,1 punto porcentual.



57. La recaudación por los **aranceles a las importaciones** se mantendría en 0,3 por ciento del producto en éste y en los próximos años. Se asume que el arancel efectivo se mantendría en 1,3 por ciento considerando que en los siguientes años no se darán nuevas medidas de reducción arancelaria.



58. La recaudación por el **Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)** ascendería a 0,9 por ciento del producto en 2012, menor en 0,1 punto porcentual a la del año anterior lo que se explicaría por la menor recaudación que registraría el ISC combustibles como producto de la rebaja decretada en la tasa del impuesto en el mes de junio del año pasado. 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

59. En el **primer trimestre de 2012** el gasto no financiero del gobierno general representó el 14,2 por ciento del producto, lo que supuso una caída de 0,3 puntos porcentuales respecto al registrado en similar periodo de 2011 (14,5 por ciento). Esta variación supuso, sin embargo, un aumento en el gasto no financiero de 3,1 por ciento que se descompone en una disminución de 3,2 por ciento para el gasto corriente no financiero y un aumento de 34,2 por ciento para el gasto de capital.
60. Si distinguimos por niveles de gobierno, el gobierno nacional redujo sus niveles de gasto en el primer trimestre en 14,6 por ciento, en tanto que los gobiernos regionales y locales, aumentaron su gasto en 17,0 y 87,1 por ciento, respectivamente, lo que evidencia que los niveles subnacionales han superado los problemas de gestión que enfrentaron el año 2011 por el cambio de autoridades. Este efecto se reforzó, además, con los incentivos ofrecidos por el gobierno nacional por la ejecución eficaz de inversiones hasta marzo de 2012. El monto total que desembolsaría el gobierno nacional a través del Bono para la Ejecución Eficaz de Inversiones (BOI) asciende a S/. 400 millones que se destinarían al mantenimiento de la infraestructura o a proyectos de inversión. El gobierno nacional, en cambio, registró una reducción que es más significativa en lo que respecta a gasto de capital (-31,6 por ciento) lo cual está explicado por el reducido nivel de avance debido a la culminación en 2011 de importantes proyectos de inversión.



Cuadro 24
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Variaciones porcentuales reales)

| | 2011 | | | | | 2012 |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|-------------|
| | I Trim. | II Trim. | III Trim. | IV Trim. | Año | I Trim. |
| I. GASTO CORRIENTE | 3,4 | 7,8 | 8,1 | 8,6 | 7,2 | -3,2 |
| Gobierno Nacional | 6,8 | 9,6 | 11,3 | 3,6 | 7,7 | -11,8 |
| Gobiernos Regionales | -0,2 | 2,2 | 1,3 | 21,4 | 6,9 | 10,8 |
| Gobiernos Locales | -11,8 | 6,9 | 2,4 | 17,8 | 5,3 | 34,5 |
| II. GASTO DE CAPITAL | -22,3 | -15,9 | -21,5 | 5,5 | -9,6 | 34,2 |
| Gobierno Nacional | 7,3 | 3,6 | -6,5 | -11,7 | -3,7 | -31,6 |
| Gobiernos Regionales | -10,4 | -26,4 | -28,2 | 15,1 | -8,9 | 44,0 |
| Gobiernos Locales | -59,7 | -38,7 | -30,5 | 19,5 | -16,4 | 212,8 |
| III. GASTO TOTAL | -2,1 | 0,3 | -1,2 | 7,4 | 1,9 | 3,1 |
| Gobierno Nacional | 6,9 | 8,1 | 7,8 | -0,5 | 5,2 | -14,6 |
| Gobiernos Regionales | -2,3 | -6,7 | -8,5 | 19,0 | 1,8 | 17,0 |
| Gobiernos Locales | -34,7 | -17,7 | -17,3 | 18,9 | -7,3 | 87,1 |

Cuadro 25
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Contribuciones a la variación porcentual real)

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

61. Para el año 2012 se estima un crecimiento real de 10 por ciento del gasto público no financiero donde destacaría el crecimiento del gasto de capital en 25 por ciento y un gasto corriente que sólo aumentaría en 4 por ciento. Debe indicarse que por Ley N° 29854 (20 de abril de 2012) se estableció que en el gasto de consumo, para evaluar el cumplimiento de la regla fiscal en el año 2012 (crecimiento no mayor al 4 por ciento), se excluyen los gastos de mantenimiento en infraestructura, los gastos en bienes y servicios de programas sociales en el marco de presupuesto





por resultados y los gastos de equipamiento destinados a la función Orden Público y Seguridad.

Para los años 2013 y 2014 se proyecta un crecimiento del gasto no financiero del gobierno general de 6,8 por ciento en ambos años, otorgándole un mayor crecimiento a los gastos de capital frente a la evolución proyectada para el gasto corriente.

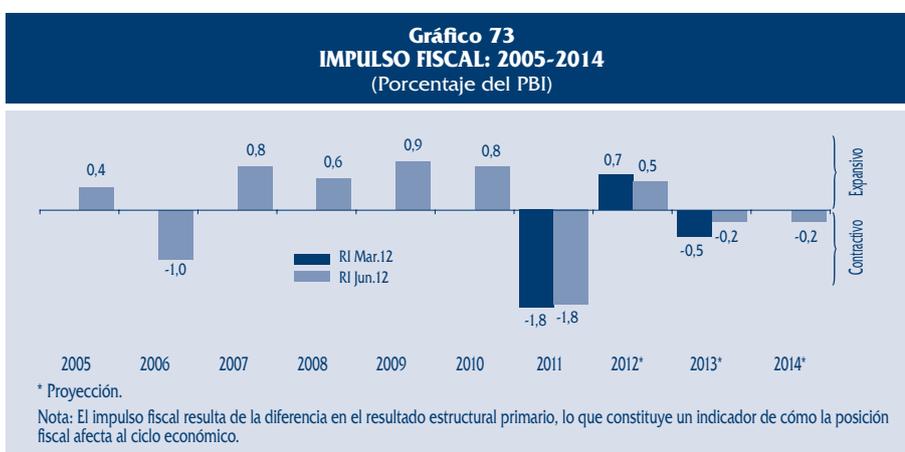


Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

62. El **resultado económico estructural** indicador que muestra la evolución de las decisiones de política fiscal porque deduce del resultado económico convencional los efectos del ciclo económico y los efectos de los precios de los principales minerales de exportación, sería negativo en 1,0 por ciento del PBI en 2012. La Ley N° 29854 ha establecido que a partir del año 2013 el resultado económico del SPNF medido en términos estructurales deberá seguir una trayectoria progresiva hacia el equilibrio fiscal de al menos 0,2 por ciento del PBI por año. En concordancia con ello para 2013 y 2014 se proyecta una reducción del déficit estructural a 0,6 y 0,4 por ciento, respectivamente.



63. El cambio en el resultado estructural determina el **impulso fiscal**. Este indicador permite distinguir el efecto de la política fiscal sobre la demanda interna descontando los efectos del ciclo económico. En el año 2012 la política fiscal desempeñaría un papel expansivo consecuencia de una aceleración en el crecimiento del gasto público, especialmente el de inversión. En 2013 y 2014 se registraría una situación inversa, es decir, una posición fiscal contractiva, dado los crecimientos de gasto público proyectados para esos años.



Requerimiento financiero

64. En el año 2012 el **requerimiento de financiamiento del sector público** sería negativo en US\$ 337 millones, es decir el superávit fiscal excedería el pago de amortizaciones del año. En los años siguientes se registran también montos negativos, US\$ 206 millones para 2013 y US\$ 530 millones para 2014, niveles consistentes con la generación de resultados positivos del fisco en estos años.





Cuadro 26
ESCENARIO DE REQUERIMIENTO FINANCIERO
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO Y SU FINANCIAMIENTO 1/
(Millones de US\$)

| | 2011 | | 2012* | | | 2013* | | 2014* |
|--|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| I. Usos | -2 189 | -1 851 | -2 644 | -534 | -337 | -1 088 | -206 | -530 |
| 1. Amortización | 280 | 1 365 | 624 | 1 634 | 1 634 | 1 852 | 1 854 | 1 738 |
| a. Externa | 141 | 831 | 459 | 1 164 | 1 164 | 1 227 | 1 184 | 1 226 |
| b. Interna | 138 | 535 | 165 | 470 | 470 | 625 | 670 | 512 |
| Del cual: Bonos de Reconocimiento | 40 | 193 | 42 | 242 | 208 | 210 | 171 | 170 |
| 2. Resultado económico (signo negativo indica superávit) | -2 468 | -3 217 | -3 269 | -2 168 | -1 972 | -2 940 | -2 060 | -2 268 |
| II. Fuentes | -2 189 | -1 851 | -2 644 | -534 | -337 | -1 088 | -206 | -530 |
| 1. Externas | 302 | 1 108 | 76 | 1 228 | 804 | 1 128 | 1 149 | 897 |
| 2. Bonos 2/ | 43 | 436 | 1 101 | 1 598 | 1 406 | 585 | 379 | 379 |
| 3. Internas 3/ | -2 534 | -3 395 | -3 820 | -3 361 | -2 548 | -2 801 | -1 734 | -1 806 |
| Nota: | | | | | | | | |
| Saldo de deuda pública bruta | | | | | | | | |
| En miles de millones de S/. | 100,2 | 103,3 | 101,4 | 102,4 | 101,9 | 104,2 | 103,4 | 103,6 |
| En porcentaje del PBI | 22,4 | 21,2 | 20,4 | 19,9 | 19,4 | 18,3 | 18,2 | 16,8 |
| Saldo de deuda neta 4/ | | | | | | | | |
| En miles de millones de S/. | 43,5 | 39,3 | 30,3 | 31,6 | 29,0 | 23,2 | 24,0 | 18,1 |
| En porcentaje del PBI | 9,7 | 8,1 | 6,1 | 6,1 | 5,5 | 4,1 | 4,2 | 2,9 |

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

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

2/ Incluye bonos internos y externos.

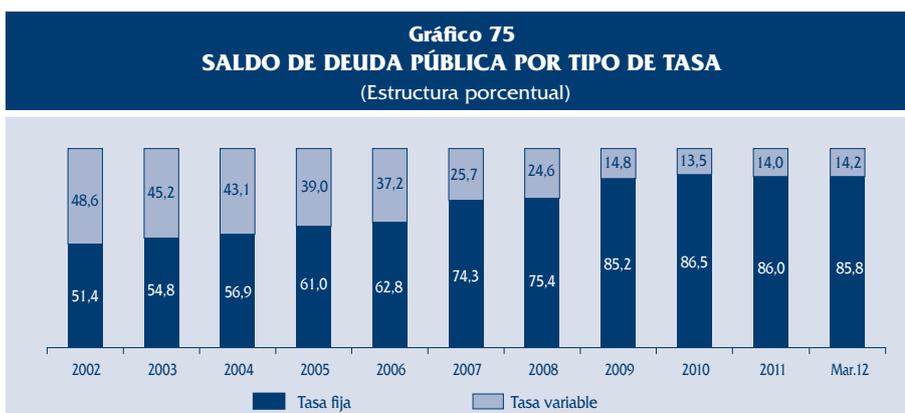
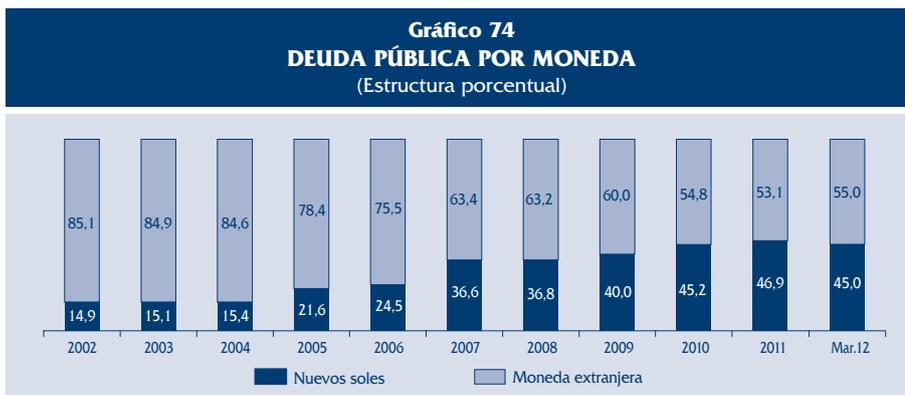
3/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.

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

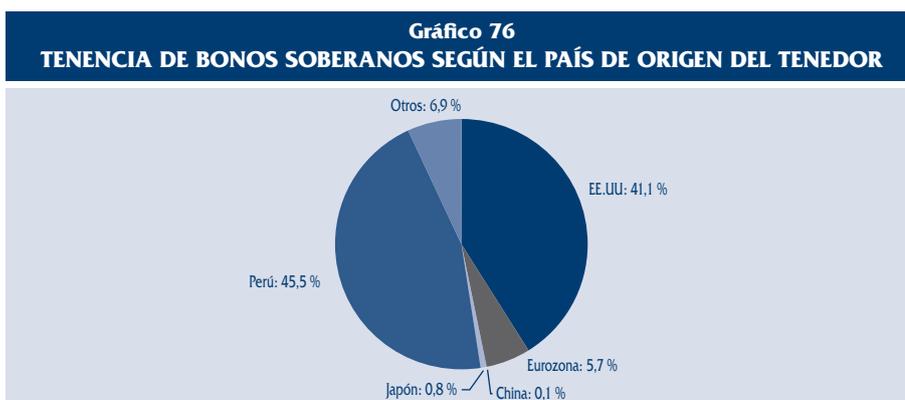
Fuente: BCRP y MEF.

El MEF realizó una colocación de bonos en el exterior en enero de 2012 por un equivalente a US\$ 1 100 millones, de los cuales, US\$ 500 millones correspondieron a la reapertura del Bono Global 2050 y US\$ 600 millones a la reapertura del Bono Soberano 2031. Durante los meses siguientes no se han efectuado emisiones y se proyecta únicamente la emisión de bonos soberanos durante los siguientes años, otorgándose, de esta manera, prioridad a las operaciones que permitan incrementar la participación de la moneda local dentro del saldo de deuda pública.

65. Respecto a la composición de la deuda por monedas, y por tasa de interés, el gobierno viene logrando disminuir paulatinamente los riesgos de mercado, alcanzando a marzo de 2012 la participación de la deuda en moneda extranjera el 55,0 por ciento, mientras que el porcentaje de deuda contratada a tasa fija se sitúa en 85,8 por ciento.



66. En relación a la tenencia de bonos soberanos por no residentes, ésta se ha incrementado en los últimos años. A diciembre de 2009 el total de bonos soberanos comprados en el exterior respecto al total emitido alcanzó aproximadamente el 20 por ciento mientras que al 30 de abril de 2012 dicha cifra superó el 54 por ciento (S/. 16 516 millones). Cabe destacar, que de acuerdo al origen del tenedor en el exterior, son los estadounidenses los que más demandan estos títulos participando con un 41,1 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, los no residentes concentran su participación en bonos con vencimiento en 2020 (25 por ciento del total). Asimismo, el inversionista extranjero muestra una preferencia por los Global Depositary Notes (GDNs) que son 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 adquieran los GDNs en el mercado internacional, la cancelación del servicio de esta deuda en dólares, no obstante que el activo subyacente (los Bonos Soberanos) que respalda la emisión de los GDNs está denominado en PEN y se paga localmente. Del total de instrumentos de deuda pública en manos de no residentes el 66 por ciento está constituido por GDNs (S/. 10 897 millones), mientras que el 34 por ciento restante se mantiene en bonos soberanos (S/. 5 619 millones).

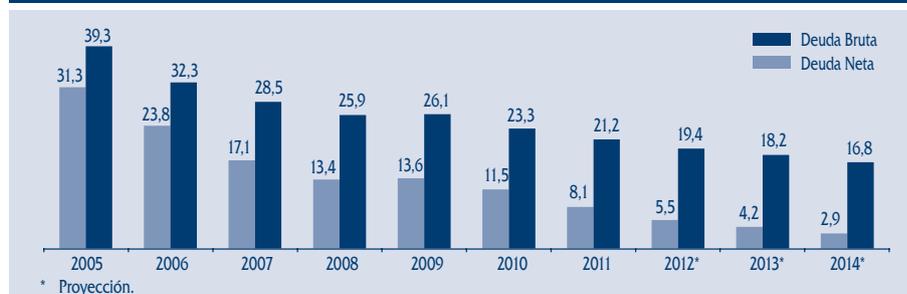
Cuadro 7
DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE TENENCIA POR NO RESIDENTES
CON RELACIÓN AL TOTAL DE BONOS EN PODER DE NO RESIDENTES

| Bono | Saldo de no residentes | | Bonos Soberanos | | GDN | |
|--------------|------------------------|-------------|-----------------|-------------|---------------|--|
| | Mill. S/. | % | Mill. S/. | % | Mill. S/. | |
| 2013 | 485 | 60,0 | 290 | 40,1 | 194 | |
| 2015 | 1 296 | 42,8 | 555 | 57,2 | 742 | |
| 2017 | 670 | 43,8 | 293 | 56,3 | 377 | |
| 2020 | 7 014 | 37,0 | 2 594 | 63,0 | 4 421 | |
| 2026 | 2 210 | 39,5 | 872 | 60,5 | 1 338 | |
| 2031 | 2 723 | 19,4 | 527 | 80,6 | 2 196 | |
| 2037 | 1 497 | 30,3 | 454 | 69,7 | 1 043 | |
| 2042 | 620 | 5,4 | 34 | 94,6 | 587 | |
| TOTAL | 16 516 | 34,0 | 5 619 | 66,0 | 10 897 | |

Fuente: MEF.

67. Los indicadores de deuda continúan mostrando resultados positivos. La vida promedio de la deuda pública llegó a 13,17 años al primer trimestre de 2012. La deuda bruta y neta continuaron descendiendo en 2011 y se espera siga la tendencia en los próximos tres años. 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 19,4 por ciento del PBI, en tanto que para 2014 este coeficiente sería de 16,8 por ciento del producto. La deuda neta, replicando la misma tendencia, pasaría a reducirse hasta 2,9 por ciento del PBI en 2014.

Gráfico 77
DEUDA PÚBLICA: 2005-2014
(Porcentaje del PBI)



RECUADRO 2
LA POLÍTICA FISCAL EN EL EVENTO DE UN “SÚPER CICLO”

Diversos analistas vienen desarrollando la hipótesis que la economía global está experimentando desde inicios de este siglo un fenómeno denominado “Súper Ciclo”³, el cual puede definirse como “...un periodo de crecimiento mundial históricamente alto, que dura una o más generaciones, y que es impulsado por un incremento en el comercio exterior, altas tasas de inversión, urbanización e innovación tecnológica; y se caracteriza por el surgimiento de nuevas economías grandes, que han experimentado previamente altas tasas de crecimiento dentro del mundo de economías emergentes”⁴.

De acuerdo a esta hipótesis la economía mundial habría registrado dos “súper ciclos” con anterioridad: el primero surgió por el desarrollo tecnológico que impulsó la Segunda Revolución Industrial (1870) y duró hasta la Primera Guerra Mundial (1913); mientras que el segundo “súper ciclo” surgió desde fines de la Segunda Guerra Mundial (1946) hasta la Primera Crisis del Petróleo (1973), y estaría explicado por el gasto de la reconstrucción en el periodo de post guerra, nuevos gastos en inversión, surgimiento de una importante clase media en el mundo occidental y del surgimiento de países exportadores en Asia, además de cambios culturales y los efectos del bono demográfico en Estados Unidos conocido como *baby boom*⁵.

El rápido crecimiento que están experimentando las economías más pobladas del mundo, como las del Asia del Este es una de las principales características que estaría explicando un nuevo súper ciclo, lo que generaría los siguientes eventos:

1. Incorporación de una mayor proporción de la población mundial a la economía global, lo que implica el surgimiento de una nueva clase media que dinamizaría aún más el crecimiento en las economías emergentes.
2. Mano de obra más calificada que impulsará mejoras tecnológicas a través de un incremento en la innovación y creatividad; generando aumentos en la productividad.
3. La apertura comercial de estas economías permitirá que otras economías emergentes y en vías de desarrollo se beneficien de su rápido crecimiento.
4. Altas tasas de ahorro que posibilitan una mayor tasa de inversión, la cual mejora la productividad e incrementa la tasa de crecimiento económico.
5. Un incremento en la demanda global por materias primas que generará un exceso de demanda por estos recursos. La solución a esta situación será una combinación de un incremento en el precio de dichos recursos, una mayor producción de materias primas (para lo cual se requiere la inversión en nuevos proyectos), y una mejora en el uso de dichos recursos a través de la innovación tecnológica.

3 Véase por ejemplo Cuddington, J y Jerrett D. “Super Cycles in Real Metal Prices? IMF Staff Papers. Vol. 55 N° 4 2008.

4 Standard Chartered bank “The Super Cycle Report”. Noviembre 2010

5 La cronología de los super ciclos depende del método empleado: Cuddington y Jarret usan el filtro de Baxter y King y encuentran tres ciclos para los precios de los metales: el primero se inició en la década de 1880, el segundo luego de la Segunda Guerra Mundial y el tercero alrededor de 1990.





El Perú, una pequeña economía abierta que exporta principalmente materias primas, se ha visto afectado por esta dinámica de largo plazo de los mercados mundiales a lo largo de su historia. Luego de la independencia, el Perú atravesó un periodo de menor actividad económica ligado a los efectos de la guerra de independencia sobre la propiedad y los incentivos a la producción⁶. Cayeron la actividad comercial y la producción de plata, que era el principal producto exportado a fines del siglo XVIII. Hacia 1850 la economía se encontraba en un nuevo periodo de auge asociado a un nuevo producto exportable: el guano, que empezó a comercializarse hacia 1840. La política económica respondió a este *boom* de ingresos reduciendo o eliminando otras fuentes de recursos fiscales, lo que aumentó la dependencia de las finanzas públicas a los recursos provenientes del producto exportable y su vulnerabilidad. La extinción de los recursos fiscales provenientes del guano y el salitre luego de la guerra de 1879, dejaron al Estado virtualmente quebrado y forzó a la búsqueda de fuentes permanentes de financiamiento fiscal.

Luego de la guerra, la economía pasó por un periodo de recuperación de la demanda, con una concentración de la recaudación fiscal en los aranceles (específicos)⁷. En este contexto el país enfrentó el aumento de los precios internacionales que ocurrió durante la primera década del siglo XX hasta la primera posguerra mundial. Los principales productos de exportación fueron el algodón, el azúcar y en menor medida el caucho. Este *boom* exportador dotó de rentas al estado que gravó las actividades exportadoras.

La crisis de 1929 se tradujo en una importante caída de precios de exportación y en la reversión de los flujos de capital a la región, que limitaron la capacidad del Estado para honrar su deuda externa, de modo que el país entró en cesación de pagos a partir de 1931, y no regularizó completamente sus obligaciones externas hasta después de la segunda guerra mundial. Este episodio es otra situación en la que un ingreso temporal fue confundido con ingreso permanente y se empleó como colateral para financiar infraestructura y servicios públicos, lo que resultó en una crisis fiscal y de balanza de pagos cuando el auge temporal de los precios internacionales se revirtió.

Esta experiencia indica que un escenario de alto crecimiento global acompañado de altos precios de las materias primas impone nuevos desafíos a los países que potencialmente pueden ser beneficiados con este “super ciclo”, los cuales requieren de políticas económicas adecuadas.

En efecto, los diseñadores de la política fiscal enfrentan el desafío de asignar de manera adecuada un flujo alto de ingresos fiscales que es a la vez volátil y transitorio debido a las grandes fluctuaciones de los precios de los productos que exportan y a su naturaleza no renovable.

Al respecto el enfoque teórico tradicional, basado en la teoría del ingreso permanente, sugiere que el gobierno debe ahorrar la mayor parte de los ingresos extraordinarios, para de esta forma lograr un aumento permanente y sostenible en el nivel de gasto.

6 Contreras,C.(2010) "El Legado Económico de la Independencia en el Perú". Documento de Trabajo 301. PUCP. Octubre 2010

7 Thorp y Bertram "Industrialización en una Economía Abierta: El caso del Perú 1890-1940". Documento de trabajo 23. PUCP. Diciembre 1974.

Dentro de este enfoque la opción más conservadora, basada en la práctica de algunos países del norte de Europa, plantea un esquema en que el gobierno ahorra íntegramente todo el exceso de ingresos y sólo utiliza los rendimientos financieros de dicho ahorro para financiar los incrementos de gasto público. El caso más emblemático de este tipo de fondos públicos lo constituye el Fondo de Ahorro de Noruega.



En el gráfico se muestra las trayectorias del mayor gasto público financiado con los ingresos de naturaleza transitoria. Se asume que se produce ingresos transitorios desde el periodo T_0 hasta el periodo T_1 . Según la teoría del ingreso permanente el gobierno puede gastar una fracción de dichos recursos pero debe de guardar la diferencia para mantener constante el incremento del gasto público a lo largo del tiempo. La alternativa de generar un Fondo de Ahorro y utilizar sólo los intereses de dichos recursos permite financiar un mayor incremento del gasto público en el largo plazo, aunque a corto plazo dicho incremento es menor que el propuesto por la teoría del ingreso permanente.

Si se evidencia la ocurrencia de un super ciclo, la política fiscal debería de orientarse a generar los ahorros necesarios que permitan incrementar de forma sostenida y permanente un mayor nivel de gasto público, lo que coadyuvaría a su vez a mejorar la priorización y calidad del gasto público. Finalmente, el esquema de transferir recursos transitorios para financiar el mayor gasto en el futuro, es un enfoque que promueve la equidad intergeneracional (de manera que los beneficios de los recursos no renovables alcancen a las futuras generaciones de ciudadanos).

Estos ahorros podrán utilizarse en las siguientes décadas para atender mayores necesidades de gasto fiscal, en particular asociado a la mitigación del impacto derivado del cambio climático (menor energía hidroeléctrica, mejoras en la gestión de los recursos hídricos, etc.) y el financiamiento de obligaciones previsionales (pensión mínima).





RECUADRO 3 MODIFICACIONES A LA INSTITUCIONALIDAD FISCAL

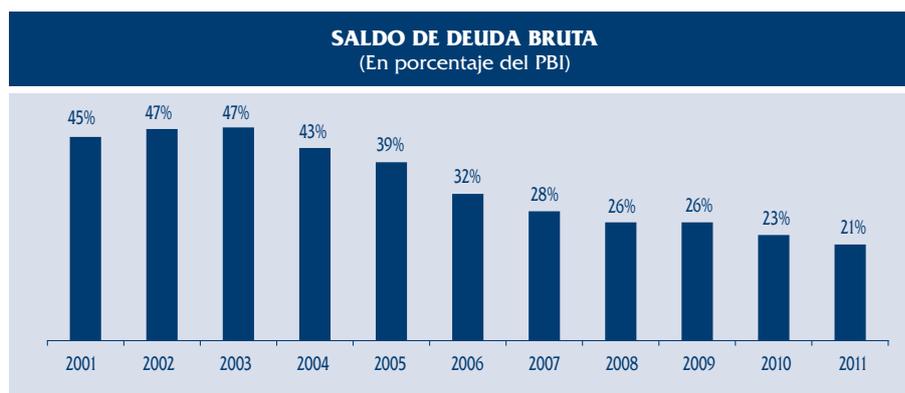
Recientemente se aprobó la Ley 29854 que, entre otras medidas, crea una comisión encargada de la revisión de la institucionalidad de la política fiscal, con el fin de mejorar el manejo de las finanzas públicas, mediante la modificación del marco normativo de la política fiscal, y establece el compromiso del fisco de reducir el déficit estructural en por lo menos 0,2 por ciento cada año a partir de 2013.

Una revisión de las reglas fiscales es necesaria a pesar del favorable desempeño de las finanzas públicas, incorporando mecanismos que faciliten un manejo contracíclico oportuno de la política fiscal.

La Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal –Ley 27245 de diciembre de 1999- impone límites numéricos sobre el déficit del sector público no financiero (1 por ciento del PBI)⁸ y límites sobre la tasa de crecimiento del gasto, permitiéndose un mayor déficit en casos de crisis a través de cláusulas de escape. El efecto combinado de estas normas es facilitar una política de ahorro en periodos de auge, y permitir una política discrecional contracíclica si las circunstancias permiten el uso de las cláusulas de escape.

En la práctica, el contenido contracíclico de la norma se ha visto reducido pues el gobierno ha recurrido en forma frecuente a dispensas sobre el cumplimiento de la meta de crecimiento del gasto público, generándose aumentos de gasto en periodos de expansión de la actividad económica.

A pesar de las limitaciones en su diseño, esta regla ha favorecido una continua reducción del nivel de la deuda pública como porcentaje del producto.



La reducción de déficit fiscal observada en el periodo fue acompañada de un menor déficit estructural entre 2000 y 2005. A partir de 2006 la política fiscal fue expansiva (mayores déficits estructurales) a

8 Si bien en la Ley se establecieron límites al crecimiento del gasto público del gobierno general, en la práctica estos límites no se han cumplido; salvo en los últimos años desde que se han relajado para alcanzar sólo al gasto corriente del Gobierno Nacional deduciendo el gasto en mantenimiento.

pesar de los superávits convencionales que reflejaron el impacto en la recaudación de las mejoras en los términos de intercambio.



El deterioro de las condiciones económicas internacionales requirió la aplicación de un plan de estímulo económico que disminuyó el resultado estructural en 2009 y 2010 iniciándose la recuperación del espacio fiscal el año 2011.

Esta evolución muestra que es importante la revisión del marco fiscal para asegurar una política fiscal suficientemente contracíclica que favorezca la estabilidad macroeconómica frente a los diferentes choques a los que está expuesta la economía peruana, tales como:

- Choques en los términos de intercambio, un incremento en los precios de las materias primas aumenta sustancialmente los ingresos fiscales que terminan financiando un incremento del gasto público, acentuando los efectos nocivos del boom sobre la estabilidad macroeconómica. De forma inversa, si el gobierno previamente no ha ahorrado lo suficiente en los años del boom, una contracción severa en los precios de las materias primas puede reducir drásticamente los ingresos fiscales con lo que el gobierno tendría que realizar fuertes recortes en el gasto público (o en su defecto tomar deuda pública en situaciones poco favorables).
- Choques en la tasa de interés internacional, una reducción en la tasa de interés internacional genera un diferencial de tasa de interés que incentiva el flujo de capitales y presiona sobre la demanda agregada. En una coyuntura como ésta, la política fiscal debe ser contractiva para contrarrestar la expansión de la demanda agregada, y así contribuir a la estabilización macroeconómica.

Una posible mejora en la normativa fiscal consiste en la implantación de una regla fiscal estructural. Una regla de este tipo aísla los ingresos temporales de las decisiones de gasto público en el periodo corriente y es superior a una regla como la actual que impone límites sobre el saldo fiscal convencional porque:

- Elimina el sesgo procíclico de la política fiscal*: Al permitir ahorros en periodos de auge y déficit en periodos de menor crecimiento la postura fiscal dejará de ser procíclica y el gasto del gobierno pasará a ser un elemento equilibrador de las fluctuaciones de la demanda agregada.





- b. *Asegura la solvencia fiscal:* Al fijarse una meta de resultado estructural, se facilita que el gobierno siga una estrategia de reducción sostenida en la deuda pública, que reduce la vulnerabilidad de las finanzas públicas a choques de mercado y mitiga la volatilidad macroeconómica.
- c. *Favorece la mejora de la calidad del gasto público:* Si el gasto público crece a una tasa estable, se facilita la tarea de planificación a cargo del Estado para identificar proyectos y servicios que tengan efectos medibles sobre la calidad de vida de la población. Con una regla como la actual, el nivel de gasto se ve influido por el ciclo económico y de los precios internacionales lo que obliga al fisco a aumentar (o reducir) el gasto con frecuencia, lo que dificulta la planificación y la elección de los mejores proyectos sociales.
- d. *Mejora la equidad intergeneracional:* Con la regla estructural los excedentes generados por auges en precios internacionales se ahorran, lo que favorece que los beneficios de los recursos no renovables alcancen a las futuras generaciones de ciudadanos.
- e. *Mitiga las presiones apreciatorias:* Con la regla estructural el fisco ahorrará el componente transitorio de los términos de intercambio, lo que reducirá el impacto de choques en dicha variable sobre el tipo de cambio real. De esta forma se mitigaría el impacto adverso que un boom en el precio de los *commodities* tiene sobre la rentabilidad del resto de sectores transables.

Una regla estructural puede implementarse en la forma de un procedimiento para determinar el nivel del gasto no financiero en el presupuesto del gobierno general basado en una proyección de ingresos que deduzca los componentes transitorios asociados al ciclo económico y a las fluctuaciones de los términos de intercambio. Una versión simplificada de una regla de este tipo se puede escribir como:

$$G_t = \bar{T}_t - r_{t-1} B_{t-1} - RPIM_t^o$$

donde:

| | | |
|-------------|---|---|
| G_t | = | Gasto no financiero del gobierno general en el periodo t. |
| r_{t-1} | = | Tasa de interés real sobre la deuda pública. |
| B_{t-1} | = | Saldo de la deuda pública. |
| \bar{T}_t | = | Ingresos estructurales. |
| $RPIM_t^o$ | = | Resultado primario objetivo para el periodo t. |

En esta regla el gasto del gobierno se fija en función de los ingresos estructurales netos de los intereses de la deuda y de un nivel meta para resultado estructural. Este nivel meta puede fluctuar de acuerdo al ciclo económico, lo que permite incorporar en la regla una respuesta contracíclica de la política fiscal. Ello se lograría, por ejemplo, si se especifica que el resultado primario meta debe aumentar cuando se espere un aumento en la brecha del PBI.

V. Política Monetaria

68. Entre marzo y junio, el Directorio del Banco Central decidió mantener la tasa de referencia en 4,25 por ciento. De un lado, esta decisión considera el impacto que tendría sobre la inflación futura tanto los menores términos de intercambio como el menor crecimiento previsto de la economía mundial en un entorno de mayor incertidumbre y profundización de la crisis de la zona Euro. Por otra parte, prevé que la inflación continuará convergiendo al rango meta en los siguientes meses por efecto de la reversión de los choques de oferta en un entorno de crecimiento sin presiones de demanda.

El Directorio del Banco Central ha enfatizado, además, que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes en los instrumentos de política monetaria.



MEDIDAS RECIENTES DE TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA: Abril – Junio de 2012

Abril: 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 por un lado a que el desvío de la inflación ha reflejado principalmente factores temporales de oferta y, por otro, a que el ritmo de crecimiento de la economía es cercano a su potencial. Asimismo, las expectativas de inflación para el presente año se encuentran ancladas en el rango meta. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes en los instrumentos de política monetaria.

Mayo: 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 por un lado a que el desvío de la inflación ha reflejado principalmente factores temporales de oferta y, por otro, a que el ritmo de crecimiento de la economía es cercano a su potencial. Asimismo, las expectativas de inflación para el presente año se encuentran ancladas en el rango meta.

El BCRP elevó en forma preventiva desde mayo las tasas de encaje con el fin de atenuar el ritmo de expansión de la liquidez en un contexto de aceleración de la desdolarización de los depósitos, de mayor endeudamiento en dólares de las empresas y de bajas tasas de interés en moneda extranjera, producto de la alta liquidez internacional. El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes adicionales en los instrumentos de política monetaria.

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

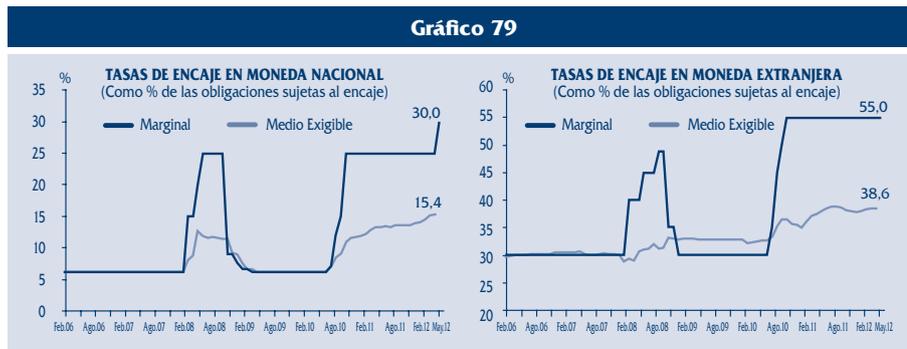
Esta decisión obedece, por un lado, a que el desvío de la inflación ha reflejado principalmente factores temporales de oferta y, por otro, a que el ritmo de crecimiento de la economía es cercano a su potencial. Asimismo, se ha elevado nuevamente la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y como reflejo de ello se viene registrando una caída de los precios internacionales de *commodities*.

El Directorio se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes en los instrumentos de política monetaria.

69. El Banco Central elevó en forma preventiva, desde mayo de este año, las tasas de encaje tanto en nuevos soles como en dólares. Con esta medida, el BCRP busca atenuar el ritmo de expansión de la liquidez doméstica en un contexto de aceleración de la desdolarización de los depósitos, de mayor endeudamiento en dólares de las empresas y de bajas tasas de interés en moneda extranjera, producto de la alta liquidez internacional.

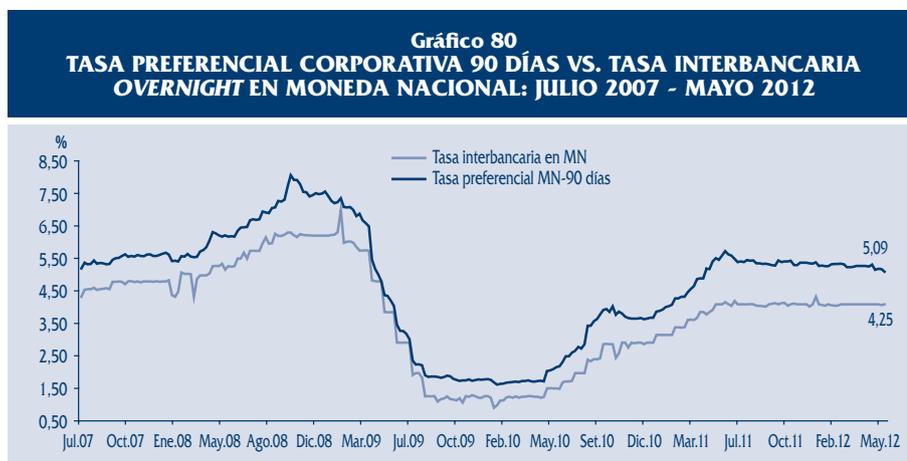
A fines de abril la tasa de encaje media en nuevos soles se ubicó en 15,4 por ciento y en dólares en 38,6 por ciento, tasas que han permitido moderar la expansión del crédito.

A partir de mayo se elevó la tasa de encaje medio en 0,5 puntos porcentuales, tanto en nuevos soles como en dólares, y se incrementó el encaje marginal en moneda nacional de 25 a 30 por ciento. Asimismo, 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; y se estableció un nuevo encaje especial de 20 por ciento para los adeudados de largo plazo exonerados y para la emisión de bonos, excluyendo a los bonos hipotecarios cubiertos en moneda nacional que excedan dos veces y medio el patrimonio efectivo de las entidades financieras.



70. Entre marzo y mayo 2012 las condiciones monetarias en nuevos soles continuaron siendo estables, siguiendo la evolución de la tasa de referencia, mientras que las condiciones monetarias en dólares fueron menos expansivas que en meses anteriores debido tanto al impacto de la elevación del encaje en dólares, cuanto a la mayor demanda de liquidez por parte de la banca, asociada a una mayor aversión al riesgo generada a raíz de la profundización de la crisis de deuda europea. Estos factores se reflejaron en mayores tasas de interés en dólares de corto plazo.

En moneda nacional, la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días se mantuvo en un nivel cercano a 5,1 por ciento. 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.



71. En cuanto a las condiciones de financiamiento en los sectores de medianas y pequeñas empresas, éstas continuaron mejorando reflejando la evolución de las condiciones de riesgo crediticio y de competencia en los respectivos mercados de préstamos. La tasa de interés de créditos a pequeñas empresas se redujo de 23,4 por ciento en marzo a 22,9 por ciento en mayo, en tanto que la tasa de crédito a medianas empresas se redujo de 11,2 a 11,0 por ciento en similar periodo. Por su parte, la tasa de interés para créditos hipotecarios se redujo de 9,4 a 9,3 por ciento. Sólo en el caso de las tasas de interés para grandes empresas se observó ligeros incrementos.





Cuadro 28
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 |
| Mar.11 | 5,4 | 7,5 | 11,1 | 24,6 | 32,5 | 38,4 | 9,4 |
| Jun.11 | 6,4 | 8,1 | 10,9 | 23,6 | 31,9 | 39,9 | 9,7 |
| Set.11 | 6,1 | 7,9 | 10,9 | 23,6 | 32,9 | 36,1 | 9,6 |
| Dic.11 | 6,0 | 7,4 | 11,2 | 23,2 | 33,0 | 38,5 | 9,4 |
| Ene.12 | 5,9 | 7,4 | 11,4 | 22,9 | 32,9 | 37,3 | 9,4 |
| Feb.12 | 6,0 | 7,2 | 11,4 | 23,7 | 33,1 | 35,7 | 9,4 |
| Mar.12 | 6,1 | 7,0 | 11,2 | 23,4 | 32,9 | 35,6 | 9,4 |
| Abr.12 | 6,0 | 7,1 | 10,8 | 23,0 | 32,9 | 35,4 | 9,3 |
| May.12 | 6,0 | 7,3 | 11,0 | 22,9 | 33,1 | 35,3 | 9,3 |
| Variación Acumulada (pbs) | | | | | | | |
| May.12-Abr.12 | 1 | 16 | 19 | -14 | 19 | -6 | -1 |
| May.12-Dic.10 | 146 | 140 | 67 | -44 | 595 | -536 | -4 |

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

72. En línea con las condiciones financieras estables en moneda nacional, las tasas pasivas de corto plazo se mantuvieron en niveles similares a las observadas en el trimestre previo. La tasa de interés de depósitos a plazo entre 181 a 360 días se redujo ligeramente de 4,5 a 4,3 por ciento.

Cuadro 29
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 |
| Mar.11 | 3,1 | 3,0 | 4,0 |
| Jun.11 | 4,3 | 3,6 | 4,3 |
| Set.11 | 4,1 | 4,3 | 4,6 |
| 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 |
| Variación Acumulada (pbs) | | | |
| May.12-Mar.12 | -4 | -6 | -12 |
| May.12-Dic.10 | 143 | 102 | 56 |

73. En moneda extranjera, las condiciones monetarias estuvieron menos acomodaticias afectadas por la crisis de deuda europea y por los mayores requerimientos de encaje. La tasa preferencial corporativa en dólares se incrementó a 3,89 por ciento en mayo (de 3,25 por ciento en marzo), y la tasa de interés en dólares del mercado interbancario alcanzó un máximo en el trimestre de 6,03 por ciento. En este escenario de menor disponibilidad de

liquidez en moneda extranjera, el Banco Central realizó operaciones de reporte (REPOS) en moneda extranjera por US\$ 502 millones (al plazo de un día y una semana) durante el mes de mayo, lo que permitió aliviar la situación de escasez de dólares.



74. El incremento de las tasas de corto plazo en dólares, sin embargo, no ha afectado significativamente las demás tasas de interés activas en moneda extranjera. Así, en el trimestre, las tasas de interés para medianas empresas pasaron de 8,9 a 8,8 por ciento y para pequeñas empresas de 16,4 a 15,0 por ciento. De igual manera, las tasas de los créditos de consumo e hipotecarios disminuyeron en el trimestre de 23,0 y 8,2 por ciento a 22,5 y 8,0 por ciento, respectivamente. Las excepciones fueron las tasas de interés de créditos para microempresas que aumentó de 19,3 a 20,1 por ciento y la tasa a clientes corporativos, que se elevó de 3,8 a 4,0 por ciento.

Cuadro 30
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 |
| Mar.11 | 3,6 | 5,6 | 9,3 | 16,3 | 16,7 | 20,9 | 8,3 |
| Jun.11 | 3,6 | 5,3 | 9,3 | 15,6 | 16,3 | 21,3 | 8,5 |
| Set.11 | 3,3 | 5,5 | 8,8 | 15,4 | 19,5 | 21,2 | 8,3 |
| Dic.11 | 3,0 | 5,4 | 8,9 | 15,0 | 19,2 | 22,0 | 8,2 |
| Ene.12 | 3,6 | 5,4 | 9,0 | 15,4 | 18,8 | 22,4 | 8,3 |
| Feb.12 | 3,6 | 5,5 | 9,3 | 15,5 | 18,8 | 22,8 | 8,2 |
| Mar.12 | 3,8 | 5,7 | 8,9 | 16,4 | 19,3 | 23,0 | 8,2 |
| Abr.12 | 4,1 | 5,7 | 8,7 | 15,5 | 19,0 | 22,7 | 8,2 |
| May.12 | 4,0 | 5,7 | 8,8 | 15,0 | 20,1 | 22,5 | 8,0 |
| Variación Acumulada (pbs) | | | | | | | |
| May.12-Abr.12 | -16 | 2 | 6 | -49 | 113 | -22 | -24 |
| May.12-Dic.10 | 65 | 20 | 21 | 75 | 531 | 310 | -16 |

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

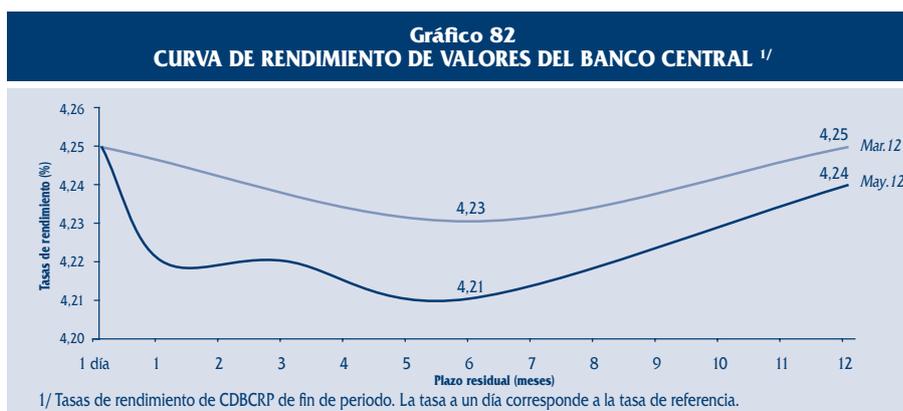


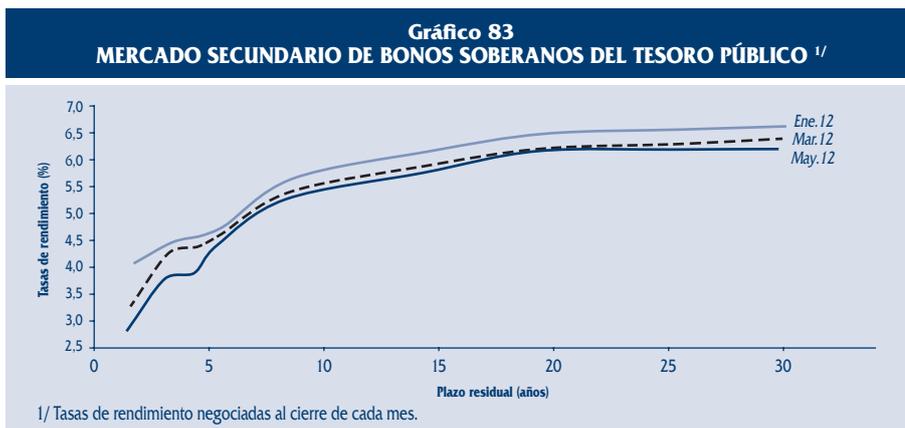


75. En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda extranjera, éstas reflejaron las mayores necesidades de liquidez en moneda extranjera de la banca. La tasa de interés pasiva promedio en moneda extranjera hasta 30 días aumentó de 1,3 por ciento en marzo a 2,1 por ciento en mayo. Esta evolución se atribuye, en parte, a un menor crecimiento de los depósitos en moneda extranjera como consecuencia de la mayor desdolarización de los depósitos observada en los primeros meses de 2012. A esta menor disponibilidad de fondeo en moneda extranjera se añade la mayor demanda de los bancos derivada del dinamismo observado en el crédito en moneda extranjera, particularmente durante marzo y abril, y a la mayor demanda por liquidez en dólares por la mayor incertidumbre internacional.

| Cuadro 31 | | | |
|------------------------------------|--------------------------------|---|--|
| TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES | | | |
| (En porcentajes) | | | |
| | Depósitos hasta 30 días | Depósitos a plazo de 31 a 180 días | Depósitos a plazo de 181 a 360 días |
| Dic.10 | 0,9 | 1,2 | 1,7 |
| Mar.11 | 1,4 | 1,1 | 1,7 |
| Jun.11 | 0,5 | 1,1 | 1,7 |
| Set.11 | 0,8 | 1,0 | 1,6 |
| Dic.11 | 0,7 | 1,0 | 1,6 |
| Ene.12 | 0,9 | 1,1 | 1,6 |
| Feb.12 | 1,0 | 1,1 | 1,6 |
| Mar.12 | 1,3 | 1,2 | 1,6 |
| Abr.12 | 1,4 | 1,2 | 1,6 |
| May.12 | 2,1 | 1,1 | 1,6 |
| Variación Acumulada (pbs) | | | |
| May.12-Mar.12 | 80 | -4 | -2 |
| May.12-Dic.10 | 118 | -6 | -13 |

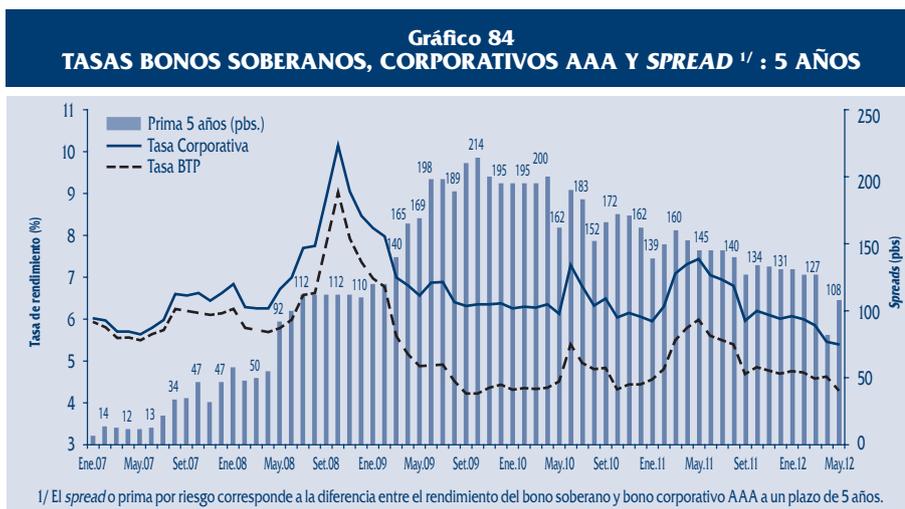
76. Las tasas de interés del mercado de los bonos soberanos continuaron su tendencia a la baja en el trimestre reflejando la mayor demanda de estos títulos, en particular en los tramos largo (20 a 30 años) y corto (2 a 5 años) de la curva de rendimiento, lo que también se observa en las tasas de instrumentos menores a un año emitidas por el Banco Central.





La demanda de bonos soberanos provino principalmente de inversionistas no residentes, cuyas tenencias de BTPs aumentaron entre febrero y mayo en S/. 1 610 millones, lo que implicó un aumento en su participación en el total de 47,6 a 53,2 por ciento.

De otro lado, la reducción de las tasas de los bonos soberanos ha ido acompañada de una reducción de las tasas de interés de las emisiones de bonos privados, lo que se viene traduciendo en una disminución de las primas por riesgo de estas emisiones.



Operaciones monetarias

77. Las operaciones del Banco Central se orientaron a mantener niveles adecuados de liquidez y a garantizar la fluidez de las operaciones en el mercado monetario. Entre marzo y mayo de 2012, el Banco Central dejó vencer sus instrumentos monetarios por un valor neto de S/. 402 millones, principalmente por vencimientos netos de CDBCRP por S/. 521 millones. En el mismo periodo, el sector público efectuó depósitos netos en el Banco Central por S/. 5 968 millones, la mayor parte de los cuales correspondieron a la campaña de regularización del impuesto a la renta.





Como resultado de las operaciones anteriormente mencionadas, disminuyó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en los pasivos totales. Como se muestra en el siguiente cuadro, los instrumentos monetarios pasaron de representar el 18,6 por ciento de las Reservas Internacionales Netas (RIN) en marzo, a 17,6 por ciento en mayo de 2012. Asimismo, se incrementó la participación de los depósitos del sector público de 38,3 por ciento en marzo a 40,5 por ciento en mayo, principalmente debido a la mayor participación de los depósitos en moneda nacional, que pasaron de 24,5 por ciento en marzo a 27,8 por ciento en mayo.

| Cuadro 32 BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP (Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas) | | |
|---|----------------------|----------------------|
| Activos netos | Mar. 12 | May.12* |
| I. Reservas Internacionales Netas | 100% | 100% |
| | (US\$ 55 789 mills.) | (US\$ 58 002 mills.) |
| Pasivos netos | | |
| II. Depósitos totales del Sector Público | 38,3% | 40,5% |
| En moneda nacional | 24,5% | 27,8% |
| En moneda extranjera | 13,7% | 12,7% |
| III. Depósitos totales por encaje | 24,6% | 23,6% |
| En moneda nacional | 8,9% | 9,2% |
| En moneda extranjera 1/ | 15,7% | 14,5% |
| IV. Instrumentos del BCRP | 18,6% | 17,6% |
| CD BCRP | 14,2% | 13,5% |
| CDV BCRP | 0,0% | 0,0% |
| CDR BCRP | 0,0% | 0,8% |
| CDLD BCRP | 0,0% | 0,0% |
| Depósito a Plazo | 4,4% | 3,2% |
| V. Circulante | 17,9% | 17,0% |
| VI. Otros | 0,6% | 1,4% |

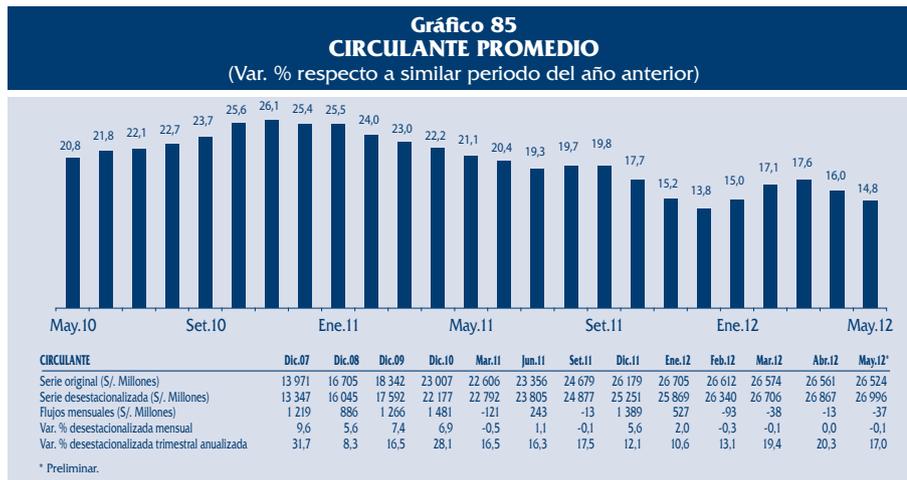
1/ Incluye depósitos *overnight* de las empresas bancarias en el Banco Central.
* Datos proyectados.

| Cuadro 33 USO DE INSTRUMENTOS DEL BCRP EN MAYO 2012 (Millones) | |
|--|----------------------|
| | Acumulado mes |
| Certificados de Depósito Reajutable (CDR) (S/.) | 562 |
| Repos en nuevos soles (S/.) | 7 090 |
| Repos en dólares (US\$) | 502 |

Fuente: BCRP.

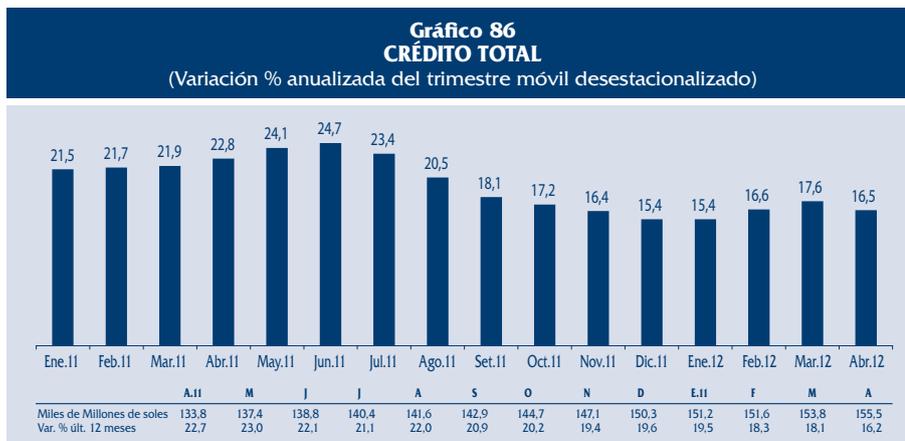
Circulante y crédito

78. El circulante promedio creció en mayo a un ritmo de 14,8 por ciento en los últimos 12 meses, en línea con la evolución de la actividad económica que en los últimos meses muestra una moderación de su crecimiento. Para el resto del año, se espera que el circulante crezca en línea con el dinamismo de la economía y el proceso de desdolarización de los depósitos.



79. El crédito al sector privado continuó expandiéndose aunque con un menor dinamismo en los últimos 12 meses. En abril, el crédito de las sociedades de depósito al sector privado registró una tasa de crecimiento anual de 16,2 por ciento.

Este menor dinamismo anual observado se explicaría en parte por la sustitución del crédito bancario por un mayor uso de fuentes de financiamiento no bancario, a través de emisiones en los mercados de capitales doméstico e internacional, por parte de las empresas del sector no financiero. En particular, la emisión de bonos en el exterior por parte de empresas no financieras se ha incrementado significativamente, pasando de US\$ 325 millones en todo el año 2011 a US\$ 1 135 millones entre enero y mayo de 2012.

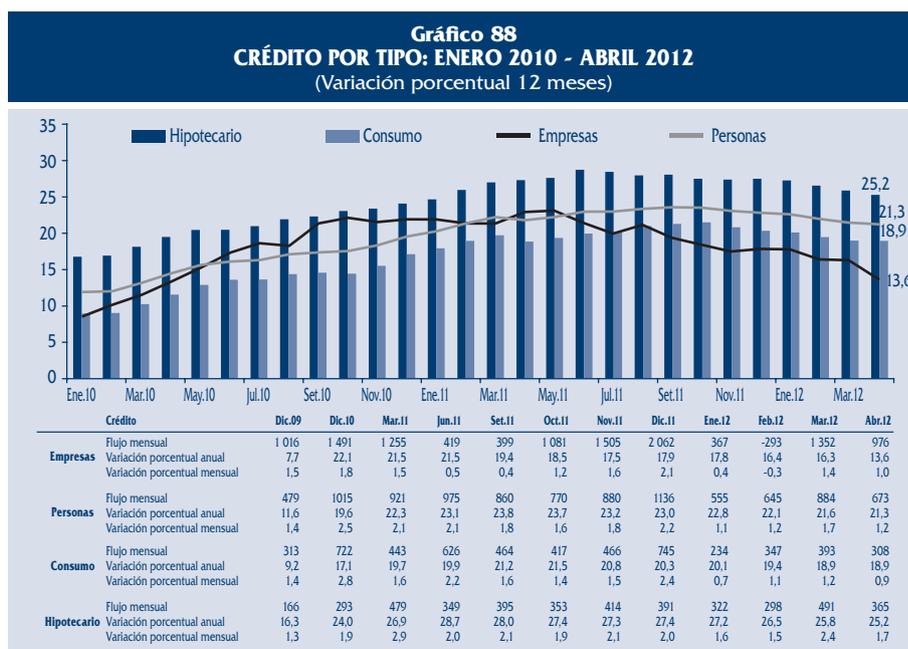


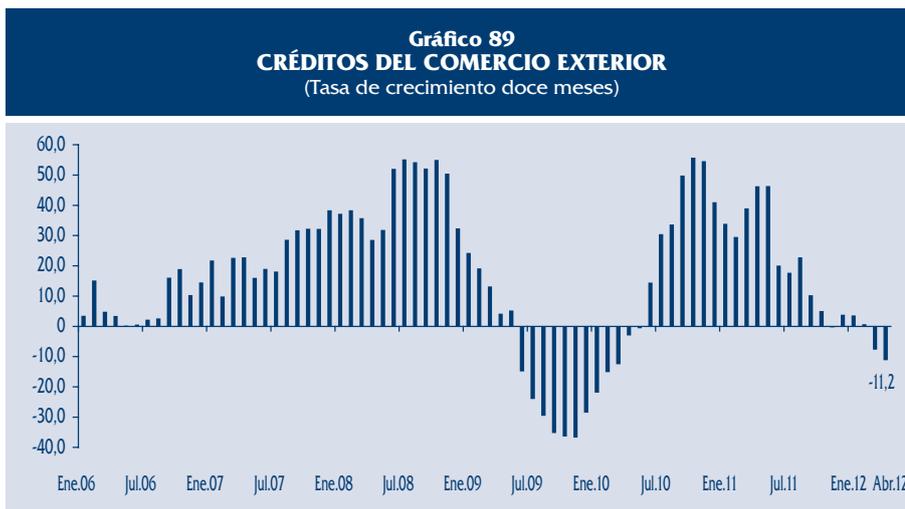
Por monedas, el crédito al sector privado en nuevos soles alcanzó un crecimiento anual de 17,1 por ciento, mayor al crédito en dólares que creció 15,2 por ciento, aunque en marzo y abril el flujo de crédito en dólares ha sido mayor que el de nuevos soles. De persistir, esta tendencia podría hacer más lento el proceso de desdolarización del crédito al sector privado que se viene observando en la economía peruana, inducida por la estabilidad de precios alcanzada en los últimos 10 años.





80. En abril, los créditos a las personas naturales han mantenido un elevado dinamismo. En particular, los créditos de consumo e hipotecario crecieron a tasas anuales de 18,9 y 25,2 por ciento, respectivamente; mientras que, en el caso de los créditos orientados hacia las empresas se han desacelerado, alcanzando un crecimiento de 13,6 por ciento. Este comportamiento del crédito bancario a las empresas, refleja en parte la desaceleración observada en el crédito orientado a operaciones de comercio exterior, segmento en el que también las empresas habrían optado por diversificar sus fuentes de financiamiento mediante créditos directos con entidades financieras del exterior.





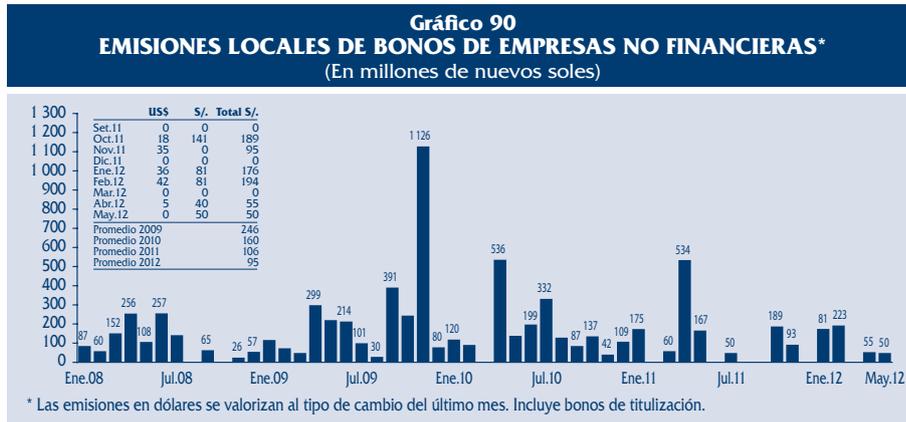
81. Este proceso de diversificación de fuentes de financiamiento viene generando un mayor flujo de recursos al país, tanto para financiar proyectos de inversión como para la intermediación financiera. Entre enero y mayo de 2012, la emisión de bonos en el exterior por parte de empresas domésticas ha alcanzado US\$ 1 885 millones, cifra que ya supera los US\$ 1 855 millones emitidos en todo el año 2011. En particular, la emisión de bonos en el exterior por parte de empresas no financieras que ha pasado de US\$ 325 millones en todo el año 2011 a US\$ 1 135 millones entre enero y mayo de 2012. Estas emisiones de bonos de empresas no financieras continúan siendo una fuente importante que complementa al financiamiento bancario.

Cuadro 34
COLOCACIONES PRIVADAS EN EL EXTERIOR
(Millones de dólares)

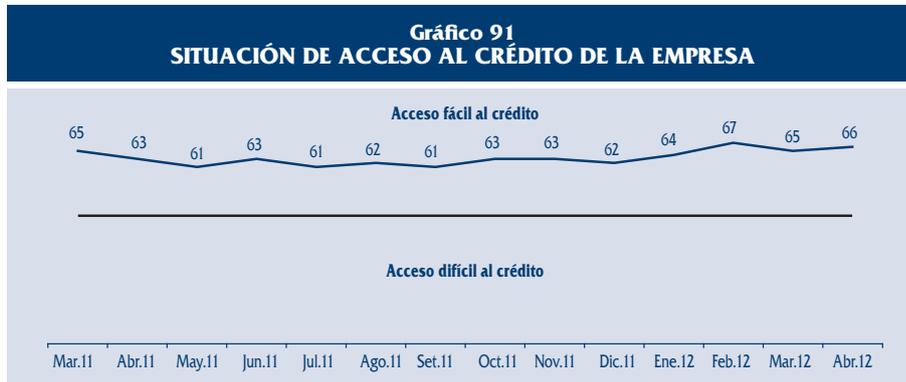
| Empresa | Monto |
|----------------|--------------|
| 2010 | 3 375 |
| Financieras | 1 700 |
| No Financieras | 1 675 |
| 2011 | 1 855 |
| Financieras | 1 530 |
| No Financieras | 325 |
| 2012 | 1 885 |
| Financieras | 750 |
| No Financieras | 1 135 |

Fuente: Información de emisores.





82. En el agregado, el dinamismo del crédito muestra condiciones financieras flexibles y bajos costos de financiamiento que reflejan, además de las bajas tasas de interés del sistema financiero y la recuperación de la confianza empresarial.



83. La dolarización del crédito continuó reduciéndose en abril, aunque en menor medida que la de la liquidez. El coeficiente de dolarización descendió de 44,7 por ciento en enero a 44,1 por ciento en abril. Por su parte, la dolarización de la liquidez se redujo de 36,8 a 34,2 por ciento en el mismo periodo.



Por el lado de la dolarización de los créditos, ésta se redujo en menor medida en aquellos segmentos de crédito orientados a empresas; mientras que en el caso de los depósitos destaca la desdolarización de los depósitos a plazo en 2,7 puntos porcentuales.

| Cuadro 35 COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO* | | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Dic.08 | Dic.09 | Dic.10 | Mar.11 | Dic.11 | Mar.12 | Abr.12 |
| Créditos a empresas | 62,0 | 55,8 | 55,9 | 55,8 | 54,9 | 54,8 | 54,7 |
| Créditos a personas | 34,3 | 29,1 | 26,5 | 26,1 | 25,1 | 25,0 | 24,9 |
| Créditos de consumo | 15,1 | 12,2 | 10,7 | 10,5 | 9,8 | 9,7 | 9,6 |
| Créditos hipotecarios | 67,9 | 58,0 | 52,2 | 51,3 | 49,2 | 48,7 | 48,4 |
| TOTAL | 53,0 | 46,8 | 46,1 | 45,8 | 44,6 | 44,3 | 44,1 |

* Incluye sucursales en el exterior.

| Cuadro 36 DOLARIZACIÓN DE LA LIQUIDEZ Y LOS DEPÓSITOS | | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Dic.08 | Dic.09 | Dic.10 | Mar.11 | Dic.11 | Mar.12 | Abr.12 |
| Liquidez | 45,8 | 41,9 | 37,6 | 37,6 | 36,9 | 35,2 | 34,2 |
| Depósitos | 55,1 | 50,9 | 46,1 | 45,3 | 45,1 | 42,6 | 41,7 |
| Depósitos vista | 52,4 | 48,9 | 46,4 | 46,5 | 46,6 | 46,3 | 46,7 |
| Depósitos ahorro | 47,5 | 46,0 | 41,5 | 40,8 | 39,6 | 37,8 | 37,9 |
| Depósitos plazo | 61,0 | 55,4 | 48,9 | 47,5 | 47,8 | 43,2 | 40,5 |

84. En vista del actual contexto de incertidumbre en torno a la zona euro, se presenta a continuación indicadores comparativos de participación de la banca europea en el mercado local. Un primer enfoque consiste en medir la participación de la banca europea dentro del volumen total del crédito bancario local. Dicho cálculo para Perú da un ratio de 27 por ciento, nivel similar al mostrado en Chile y en línea con el promedio de los principales países de América Latina.





En forma alternativa, se puede calcular la participación de la banca europea dentro del total del capital bancario local. En el caso peruano, dicho ratio es de 21,8 por ciento, nivel inferior a los reportados en México y Chile, y cercanos a los de Colombia y Brasil. De este modo, ambos enfoques sugerirían que la participación de la banca europea se ubica en el promedio de la región.



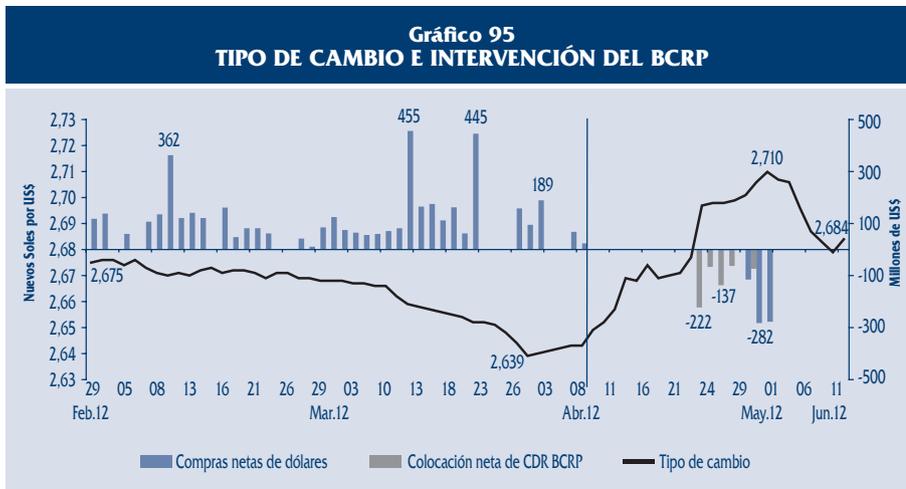
Tipo de cambio

85. Desde marzo, el tipo de cambio mostró una mayor volatilidad, en línea con la mayor incertidumbre observada en los mercados financieros internacionales a raíz de la reciente agudización de los problemas fiscales en Europa, situación que llevó a que el Banco Central intervenga en el mercado cambiario con el fin de atenuar la volatilidad cambiaria.

Entre fines de febrero y mayo, el tipo de cambio registró una depreciación nominal de 1,3 por ciento, pasando de S/. 2,675 a S/. 2,710 por dólar, no obstante su evolución en dicho periodo mostró un comportamiento diferenciado. Entre el 29 de febrero y el 8 de mayo el tipo de cambio se apreció 1,2 por ciento debido al mayor ritmo de desdolarización de los depósitos del sistema financiero y la menor aversión al riesgo global del momento, que contribuyó al fortalecimiento de la mayoría de las monedas de economías emergentes, alcanzando un valor de S/. 2,639 por dólar el 27 de abril. En ese periodo el BCRP compró US\$ 4 402 millones.

Sin embargo, a partir del 9 de mayo dicha tendencia se revirtió rápidamente como consecuencia del aumento del riesgo global asociado a los problemas que enfrenta Grecia para mantenerse en la zona del Euro y los posibles efectos sobre el resto de países del bloque. Este hecho llevó a un cambio de portafolio de los principales agentes que participan en el mercado cambiario y una mayor demanda de *forwards* de inversionistas no residentes para cubrir sus posiciones en bonos soberanos. Entre el 9 y 31 de mayo el sol se depreció 2,5 por ciento y el BCRP vendió US\$ 676 millones y

colocó Certificados de Depósito Reajustables (certificados indexados al tipo de cambio) por el equivalente a US\$ 562 millones.



Durante junio se observa una tendencia apreciativa del nuevo sol aunque todavía se mantiene por encima de los niveles alcanzados en febrero de este año, en un entorno de normalización de la liquidez en dólares, luego de las inyecciones de liquidez en dólares mediante Repos realizadas hacia fines de mayo por US\$ 502 millones.

86. En el mercado *forward*, las compras netas de dólares por parte de la banca disminuyeron significativamente durante el periodo. Así, entre fines de febrero y mayo, el saldo de compras netas *forward* se redujo en US\$ 1 011 millones, pasando de un saldo de US\$ 1 209 millones a un saldo negativo de US\$ 85 millones. Este resultado se debió principalmente a la mayor demanda de dólares de parte de inversionistas no residentes para cubrir sus posiciones en bonos soberanos.



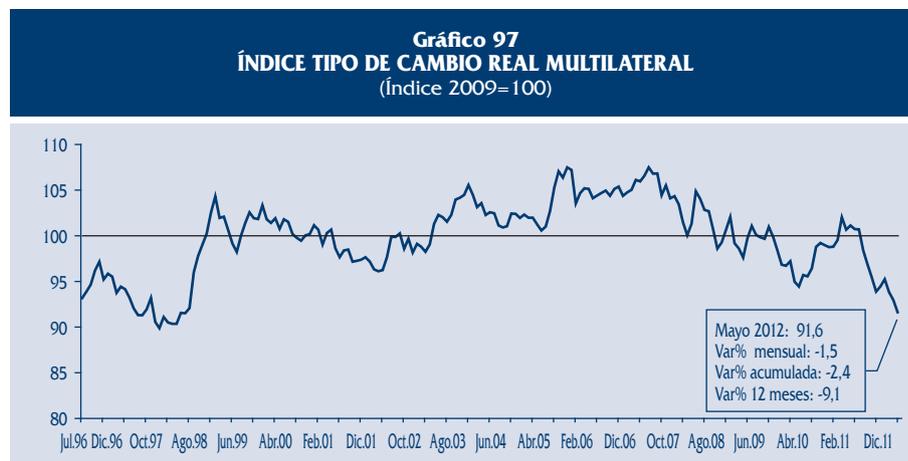


87. La encuesta de expectativas del tipo de cambio para el periodo 2013 indica que los agentes esperan que la tendencia apreciatoria del tipo de cambio continúe. Así, de acuerdo con la última encuesta de expectativas de tipo de cambio, para 2012, el tipo de cambio esperado por los agentes encuestados es S/. 2,65 por dólar (similar al esperado en marzo), mientras que para 2013 y 2014 se ubican entre S/. 2,60 y S/. 2,62 por dólar, tanto para analistas económicos como para empresas del sistema financiero.

| Cuadro 37 | | | |
|--|------------------|------------------|-------------------|
| ENCUESTA DE EXPECTATIVA DE TIPO DE CAMBIO | | | |
| (S/. por US\$) | | | |
| | RI Dic.11 | RI Mar.12 | RI Jun.12* |
| Sistema Financiero | | | |
| 2012 | 2,70 | 2,65 | 2,65 |
| 2013 | 2,70 | 2,65 | 2,61 |
| 2014 | -- | -- | 2,60 |
| Analistas Económicos | | | |
| 2012 | 2,70 | 2,65 | 2,65 |
| 2013 | 2,67 | 2,64 | 2,62 |
| 2014 | -- | -- | 2,60 |
| Empresas No Financieras | | | |
| 2012 | 2,75 | 2,68 | 2,65 |
| 2013 | 2,78 | 2,69 | 2,70 |
| 2014 | -- | -- | 2,70 |
| Promedio | | | |
| 2012 | 2,72 | 2,66 | 2,65 |
| 2013 | 2,72 | 2,66 | 2,64 |
| 2014 | -- | -- | 2,63 |

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

88. El tipo de cambio real multilateral se redujo entre febrero y mayo de 95,2 a 91,6, lo que representó una apreciación real de 3,8 por ciento.



RECUADRO 4
LA EVOLUCIÓN DE LA DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO, RIESGOS E IMPLICANCIAS
PARA LA POLÍTICA MONETARIA

En los últimos años, la dolarización financiera ha registrado una continua reducción en la medida que la tasa de inflación se ha estabilizado en promedio en niveles similares a la de las economías desarrolladas. Así, el coeficiente de dolarización de liquidez de las sociedades de depósito se ha reducido de 71 por ciento en el año 2000 a 34,2 por ciento en abril 2012. Del mismo modo, la dolarización del crédito al sector privado se ha reducido de 80,5 a 44,1 por ciento durante el mismo periodo.

La reducción de la dolarización financiera ha sido favorecida por el esquema de Metas Explícitas de Inflación, pues éste conlleva un compromiso de largo plazo, claro y creíble con el mantenimiento del poder adquisitivo del Nuevo Sol a lo largo del tiempo. En el periodo (2002-2012), la inflación promedio fue 2,6 por ciento, resultado significativamente menor al 19,9 por ciento correspondiente al periodo 1992-2001. Asimismo el coeficiente de variabilidad de la inflación se redujo de 1,2 a 0,7 por ciento durante el mismo periodo.



A pesar de que la economía peruana viene experimentando un proceso importante de desdolarización, los niveles actuales son todavía elevados en algunos sectores de la economía y en determinados segmentos del mercado de crédito.

Un análisis por segmentos, revela que el crédito empresarial tiene un grado de dolarización de 54,7 por ciento, dentro de este segmento, los créditos de comercio exterior presentan el mayor nivel de dolarización, 96 por ciento. Este segmento en particular tiene niveles bajos de riesgo de descalce, en tanto que la mayor parte de sus ingresos también se encuentran denominados en moneda extranjera; lográndose un calce natural de activos y pasivos.





| DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO 1/ (En porcentaje) | | | | | | | | | | |
|--|---------------|----------|-------------------|-------|-------|----------|-------------|-------------------------------------|--------------------|---------------------|
| | Total Crédito | Empresas | | | Total | Personas | | Total Crédito sin Comercio Exterior | Empresas Bancarias | Resto de sociedades |
| | | Total | Comercio Exterior | Resto | | Consumo | Hipotecario | | | |
| 2001 | 78,4 | 81,4 | - | - | 64,3 | 40,2 | 94,0 | - | 81,4 | 35,0 |
| 2002 | 76,3 | 80,7 | - | - | 59,6 | 33,0 | 94,2 | - | 80,5 | 31,0 |
| 2003 | 73,5 | 79,1 | - | - | 56,4 | 28,1 | 94,8 | - | 78,5 | 30,0 |
| 2004 | 70,8 | 78,2 | - | - | 52,8 | 24,3 | 95,1 | - | 76,7 | 29,4 |
| 2005 | 66,6 | 73,2 | 91,9 | 70,3 | 52,0 | 23,5 | 95,1 | 64,0 | 72,6 | 27,9 |
| 2006 | 60,3 | 67,9 | 91,1 | 64,3 | 45,5 | 20,7 | 88,1 | 57,3 | 66,1 | 25,6 |
| 2007 | 57,0 | 66,6 | 90,8 | 62,8 | 38,5 | 18,1 | 79,4 | 53,7 | 62,5 | 21,0 |
| 2008 | 53,0 | 62,0 | 91,3 | 57,3 | 34,3 | 15,1 | 67,9 | 49,1 | 57,8 | 17,2 |
| 2009 | 46,8 | 55,8 | 94,0 | 52,0 | 29,1 | 12,2 | 58,0 | 43,8 | 53,1 | 12,7 |
| 2010 | 46,1 | 55,9 | 95,5 | 51,4 | 26,5 | 10,7 | 52,2 | 42,5 | 52,7 | 12,7 |
| 2011 | 44,6 | 54,9 | 95,9 | 51,0 | 25,1 | 9,8 | 49,2 | 41,5 | 51,2 | 12,0 |
| 2012 | 44,1 | 54,7 | 96,0 | 51,1 | 24,9 | 9,6 | 48,4 | 41,3 | 50,7 | 11,4 |

1/ Información disponible hasta abril 2012.

En el caso del crédito a personas, la dolarización de los créditos de consumo es de 9,6 por ciento; mientras que la dolarización de los créditos hipotecarios es de 48,4 por ciento. El segmento hipotecario es uno de los más vulnerables a abruptas depreciaciones de la moneda nacional, en la medida que la mayor parte de deudores hipotecarios tienen sus ingresos en moneda nacional, con lo cual se generan descalces cambiarios. Cabe precisar que en el caso de Perú, no existen límites al ratio de préstamos sobre el valor de la vivienda (LTV por sus siglas en inglés, Loan to Value) y éste oscila entre 80 y 90 por ciento. En algunos países los segmentos de crédito hipotecario más vulnerables están sujetos a menores niveles de LTV.

En cuanto a la dolarización del crédito por sector económico, en 2012, el sector minería continúa manteniendo el mayor nivel de dolarización, ascendiendo a 96,3 por ciento. Este sector no tendría problemas de descalce cambiario debido a que su producción está principalmente orientada a la exportación. En el caso del sector manufactura y el sector comercio, con niveles de dolarización de 71,7 y 54,6 por ciento, respectivamente; existen descalces cambiarios moderados.

La persistencia de la dolarización en algunos sectores de la economía hace necesario el uso de herramientas que contribuyan a que el proceso de desdolarización continúe y se generalice a todos los segmentos con descalces cambiarios. En ese sentido en el caso peruano medidas como: los encajes diferenciados en moneda nacional y extranjera, el desarrollo del mercado de deuda de largo plazo en moneda doméstica, medidas macro prudenciales (tales como mayores provisiones para créditos en moneda extranjera, y límites más estrictos sobre la posición de cambio de la banca) parecen estar favoreciendo este proceso.

| DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO POR SECTOR ECONÓMICO | | | | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (En porcentajes) | | | | | | | | | |
| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 * | Promedio |
| Agricultura | 76,1 | 76,0 | 72,2 | 67,2 | 73,5 | 74,0 | 72,9 | 71,7 | 73,0 |
| Pesca | 91,0 | 95,8 | 96,2 | 93,6 | 93,3 | 91,2 | 90,0 | 91,3 | 93,0 |
| Minería | 94,5 | 96,6 | 96,2 | 95,7 | 95,4 | 96,7 | 97,3 | 96,3 | 95,3 |
| Industria manufacturera | 77,7 | 67,8 | 68,0 | 67,6 | 66,2 | 68,8 | 69,6 | 71,7 | 68,3 |
| Electricidad, gas y agua | 67,1 | 71,5 | 76,3 | 85,2 | 85,2 | 85,4 | 87,3 | 89,8 | 80,9 |
| Construcción | 82,6 | 84,4 | 85,0 | 71,7 | 71,2 | 72,1 | 68,1 | 67,6 | 75,7 |
| Comercio | 56,8 | 58,0 | 58,8 | 54,8 | 50,1 | 55,4 | 53,6 | 54,6 | 55,3 |
| Hoteles y restaurantes | 85,5 | 82,6 | 77,5 | 67,7 | 61,7 | 53,2 | 51,0 | 53,4 | 67,6 |
| Transporte | 50,1 | 52,0 | 53,7 | 50,8 | 43,9 | 45,2 | 56,4 | 56,3 | 50,2 |
| Intermediación financiera | 50,3 | 58,4 | 65,3 | 44,7 | 29,1 | 26,9 | 27,1 | 40,0 | 44,9 |
| Actividad inmobiliaria | 73,0 | 73,6 | 72,2 | 60,8 | 56,6 | 61,2 | 60,0 | 59,5 | 64,5 |
| Sector Público | 20,1 | 8,8 | 5,7 | 9,8 | 7,2 | 1,0 | 2,7 | 3,3 | 6,2 |
| Enseñanza | 64,3 | 57,0 | 44,9 | 32,9 | 26,3 | 22,6 | 27,3 | 31,1 | 38,3 |
| Servicio social, salud | 57,6 | 47,2 | 42,4 | 43,8 | 38,7 | 39,8 | 39,9 | 40,0 | 44,1 |
| Servicio comunitario | 64,1 | 58,1 | 51,5 | 46,5 | 42,9 | 48,0 | 42,8 | 41,3 | 51,4 |
| Hogares | 67,6 | 51,4 | 45,5 | 53,7 | 61,0 | 41,7 | 34,6 | 35,5 | 50,3 |
| Total | 70,4 | 67,2 | 67,5 | 63,5 | 60,4 | 62,1 | 62,6 | 63,3 | |

* Al mes de abril de 2012.





VI. Inflación

89. Al mes de mayo de 2012, la inflación de los últimos doce meses bajó de 4,74 por ciento en diciembre 2011 a 4,14 por ciento. Esta evolución favorable estuvo en relación al menor incremento de los precios de los alimentos, principalmente de aquellos con alto contenido importado, por efecto de los menores precios de los *commodities* en el mercado internacional. La variación de los últimos doce meses de la inflación subyacente fue 3,8 por ciento y la del IPC sin alimentos y energía fue 2,6 por ciento.

En el periodo enero-mayo el mayor incremento de precio se registró en el rubro de matrícula y pensión de enseñanza, no sólo por el inicio del año escolar, sino por las alzas en las pensiones de enseñanza superior. Asimismo, tuvieron un fuerte impacto en la inflación los incrementos en los precios de algunos alimentos perecederos afectados por anomalías climatológicas, los que presentaron aumentos de precios superiores a los que les correspondería de acuerdo su estacionalidad. A ello se sumó el aumento de las comidas fuera del hogar.



90. Si analizamos la inflación por periodos, se observa que generalmente la inflación es mayor en el primer semestre del año. Específicamente, en el periodo enero-mayo, se observa una mayor inflación en alimentos agrícolas perecibles, reflejando el efecto de los factores estacionales.

Cuadro 38
IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES
(Variación promedio anualizada del periodo 2001 - 2011)

| | Enero - Mayo | Junio - Diciembre | Año |
|--------------------------------|--------------|-------------------|-----|
| IPC | 3,4 | 1,8 | 2,5 |
| Alimentos agrícolas perecibles | 12,4 | -1,3 | 4,2 |

La inflación no subyacente, que recoge el efecto en los precios de los choques tanto externos como internos, pasó de una tasa anual de 6,8 por ciento en diciembre de 2011 a 4,8 por ciento en mayo 2012, reflejando la desaceleración de los precios de los alimentos que pasaron de 11,5 por ciento a 6,5 por ciento destacando carne de pollo, pan y aceites, por efecto de los menores precios de los *commodities*.

La tasa anual de inflación subyacente, que excluye los efectos de los choques, aumentó ligeramente de 3,7 a 3,8 por ciento por los mayores precios en matrícula y pensión de enseñanza y entrada a espectáculos. Los mayores precios de estos servicios también explicaron el aumento de la inflación sin alimentos y energía de 2,4 a 2,6 por ciento.

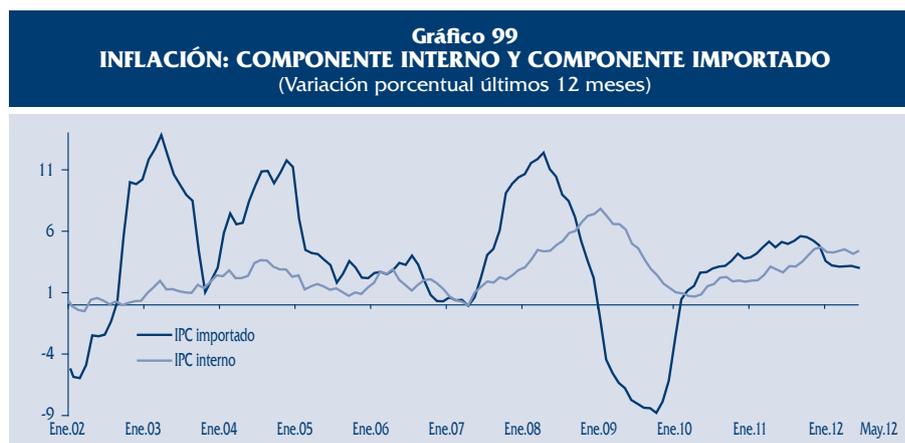
| Cuadro 39 INFLACIÓN (Variación porcentual) | | | | | | | | | |
|--|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|----------------------------|-------------|
| | Peso 2009=100 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 Ene.-May. 12 meses | |
| I. INFLACIÓN | 100,0 | 1,14 | 3,93 | 6,65 | 0,25 | 2,08 | 4,74 | 1,57 | 4,14 |
| II. IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA | 56,4 | 1,28 | 1,49 | 4,25 | 1,71 | 1,38 | 2,42 | 1,06 | 2,59 |
| III. INFLACIÓN SUBYACENTE | 65,2 | 1,37 | 3,11 | 5,56 | 2,35 | 2,12 | 3,65 | 1,87 | 3,77 |
| Bienes | 32,9 | 0,97 | 3,30 | 5,32 | 2,17 | 1,53 | 3,17 | 1,28 | 3,05 |
| Servicios | 32,2 | 1,85 | 2,88 | 5,86 | 2,56 | 2,72 | 4,13 | 2,46 | 4,48 |
| IV. INFLACIÓN NO SUBYACENTE | 34,8 | 0,83 | 5,07 | 8,11 | -2,54 | 2,00 | 6,79 | 1,02 | 4,84 |
| Alimentos | 14,8 | 2,06 | 7,25 | 10,97 | -1,41 | 1,18 | 11,50 | 2,11 | 6,45 |
| Combustibles | 2,8 | -1,50 | 6,45 | -0,04 | -12,66 | 12,21 | 7,54 | 1,17 | 6,22 |
| Transportes | 8,9 | 1,12 | 0,82 | 5,86 | 0,19 | 1,94 | 3,61 | -0,68 | 3,58 |
| Servicios públicos | 8,4 | -3,22 | 0,24 | 7,48 | -4,56 | 0,01 | 1,50 | 0,71 | 2,55 |

| Cuadro 40 INFLACIÓN (Contribución ponderada) | | | | | | | | | |
|--|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|----------------------------|-------------|
| | Peso 2009=100 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 Ene.-May. 12 meses | |
| I. IPC | 100,0 | 1,14 | 3,93 | 6,65 | 0,25 | 2,08 | 4,74 | 1,57 | 4,14 |
| II. IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA | 56,4 | 0,58 | 0,67 | 1,88 | 0,74 | 0,78 | 1,36 | 0,58 | 1,44 |
| III. INFLACIÓN SUBYACENTE | 65,2 | 0,79 | 1,80 | 3,20 | 1,34 | 1,38 | 2,38 | 1,21 | 2,45 |
| Bienes | 32,9 | 0,31 | 1,05 | 1,69 | 0,68 | 0,50 | 1,04 | 0,41 | 0,99 |
| Servicios | 32,2 | 0,48 | 0,75 | 1,52 | 0,66 | 0,88 | 1,34 | 0,79 | 1,46 |
| IV. INFLACIÓN NO SUBYACENTE | 34,8 | 0,35 | 2,13 | 3,44 | -1,09 | 0,69 | 2,36 | 0,36 | 1,69 |
| Alimentos | 14,8 | 0,48 | 1,69 | 2,63 | -0,35 | 0,17 | 1,68 | 0,33 | 0,99 |
| Combustibles | 2,8 | -0,09 | 0,36 | 0,00 | -0,68 | 0,34 | 0,23 | 0,04 | 0,19 |
| Transportes | 8,9 | 0,10 | 0,07 | 0,51 | 0,03 | 0,17 | 0,32 | -0,06 | 0,31 |
| Servicios públicos | 8,4 | -0,14 | 0,01 | 0,30 | -0,09 | 0,00 | 0,12 | 0,05 | 0,20 |





Al mes de mayo la inflación importada registró una variación de 3,0 por ciento en los últimos doce meses, tasa menor a la de diciembre de 2011 (4,9 por ciento). Destacó la caída en los precios de los alimentos (pan, aceites y fideos) cuya variación anual pasó de 9,6 por ciento en diciembre de 2011 a 2,2 por ciento en mayo de 2012, por efecto de los menores precios los insumos importados.



Cuadro 41
INFLACIÓN DE ORIGEN INTERNO E IMPORTADO: 2006 - 2012
(Variación porcentual acumulada)

| | Peso 2009=100 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 Ene.-May. 12 meses | |
|-------------------------------|------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------------------|--------------|
| I. IPC IMPORTADO | 10,8 | 0,27 | 10,46 | 2,20 | -6,25 | 3,78 | 4,87 | 1,01 | 3,00 |
| Alimentos | 3,0 | 2,08 | 18,83 | 4,75 | -3,07 | 0,76 | 9,59 | 0,56 | 2,16 |
| Combustibles | 2,8 | -1,50 | 6,45 | -0,04 | -12,66 | 12,21 | 7,54 | 1,17 | 6,22 |
| Aparatos electrodomésticos | 1,3 | -1,29 | -1,50 | -0,06 | -2,39 | -0,58 | -1,13 | -0,88 | -0,90 |
| Otros | 3,7 | 0,64 | 0,47 | 0,46 | -0,34 | 1,20 | 0,83 | 1,90 | 2,20 |
| II. IPC INTERNO | 89,2 | 1,28 | 2,84 | 7,44 | 1,35 | 1,87 | 4,72 | 1,64 | 4,28 |
| III. IPC | 100,0 | 1,14 | 3,93 | 6,65 | 0,25 | 2,08 | 4,74 | 1,57 | 4,14 |
| Tipo de cambio | | -6,40 | -7,00 | 4,47 | -7,59 | -2,15 | -4,24 | -1,00 | -3,81 |
| Importado no alimentos | 6,7 | -1,02 | 4,31 | 0,06 | -9,04 | 4,93 | 3,15 | 1,19 | 3,32 |
| Doméstico alimentos y bebidas | 42,1 | 1,72 | 4,14 | 10,53 | 1,14 | 2,55 | 7,83 | 2,37 | 6,32 |
| Doméstico no alimentos | 45,8 | 0,89 | 1,64 | 4,53 | 1,55 | 1,44 | 2,70 | 1,14 | 2,92 |

91. Entre enero y mayo los rubros que más contribuyeron al alza de la inflación fueron los servicios de educación y comidas fuera del hogar. También destacaron las alzas en los precios de cebolla, otras hortalizas y huevos. Por otro lado, los rubros que más contribuyeron a reducir la inflación fueron cítricos y los servicios de teléfono y transporte nacional.

Cuadro 42
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
ENERO - MAYO 2012

| Positiva | Peso | Var.% | Contribución | Negativa | Peso | Var.% | Contribución |
|----------------------------------|------|-------|--------------|------------------------------|------|-------|--------------|
| Matrícula y pensión de enseñanza | 8,8 | 4,2 | 0,38 | Cítricos | 0,5 | -16,8 | -0,11 |
| Comidas fuera del hogar | 11,7 | 2,8 | 0,35 | Teléfonos | 2,9 | -2,4 | -0,06 |
| Cebolla | 0,4 | 48,3 | 0,14 | Transporte nacional | 0,3 | -14,6 | -0,06 |
| Otras hortalizas | 0,4 | 25,5 | 0,11 | Pescado fresco y congelado | 0,7 | -6,3 | -0,05 |
| Huevos | 0,6 | 17,3 | 0,10 | Choclo | 0,1 | -22,7 | -0,04 |
| Electricidad | 2,9 | 2,7 | 0,07 | Aparatos de recreo y cultura | 0,9 | -3,4 | -0,03 |
| Otras frutas frescas | 0,4 | 17,7 | 0,07 | Uva | 0,1 | -18,3 | -0,03 |
| Gasolina y lubricantes | 1,3 | 3,3 | 0,05 | Palta | 0,1 | -16,4 | -0,02 |
| Bebidas gaseosas | 1,3 | 3,7 | 0,05 | Arroz | 1,9 | -1,1 | -0,02 |
| Artículos del cuidado personal | 4,9 | 1,0 | 0,05 | Gas | 1,4 | -1,3 | -0,02 |
| Total | | | 1,37 | Total | | | -0,44 |

Cuadro 43
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
JUNIO 2011 - MAYO 2012

| Positiva | Peso | Var.% | Contribución | Negativa | Peso | Var.% | Contribución |
|----------------------------------|------|-------|--------------|------------------------------|------|-------|--------------|
| Comidas fuera del hogar | 11,7 | 6,6 | 0,81 | Teléfonos | 2,9 | -3,6 | -0,09 |
| Matrícula y pensión de enseñanza | 8,8 | 5,9 | 0,53 | Pescado fresco y congelado | 0,7 | -6,6 | -0,05 |
| Pasaje urbano | 8,5 | 3,5 | 0,29 | Aparatos de recreo y cultura | 0,9 | -3,9 | -0,03 |
| Gasolina y lubricantes | 1,3 | 13,3 | 0,20 | Arroz | 1,9 | -1,5 | -0,03 |
| Electricidad | 2,9 | 7,0 | 0,19 | Ajos | 0,1 | -32,2 | -0,03 |
| Artículos del cuidado personal | 4,9 | 3,7 | 0,18 | Azúcar | 0,5 | -1,7 | -0,01 |
| Carne de pollo | 3,0 | 4,7 | 0,14 | Gas | 1,4 | -0,9 | -0,01 |
| Otras hortalizas | 0,4 | 30,3 | 0,12 | Alquiler de vivienda | 2,4 | -0,4 | -0,01 |
| Huevos | 0,6 | 22,6 | 0,12 | Pasaje de avión | 0,4 | -2,2 | -0,01 |
| Otras frutas frescas | 0,4 | 26,5 | 0,10 | Aparatos de televisión | 0,5 | -1,1 | -0,01 |
| Total | | | 2,68 | Total | | | -0,28 |

Componentes de la inflación

92. Considerando la evolución de los últimos doce meses, al mes de mayo destacan las alzas en comidas fuera del hogar y educación. Las comidas fuera del hogar acumularon un aumento de 6,6 por ciento, evolución asociada principalmente al aumento en los precios de los alimentos (5,7 por ciento). El rubro de matrícula y pensión de enseñanza registró un alza de 5,9 por ciento por los incrementos de los meses de marzo y abril por inicio del año escolar.

El pasaje urbano aumentó 3,5 por ciento entre junio de 2011 y mayo de 2012, explicado por los aumentos en diesel y gasolina (20 por ciento y 13,3 por ciento, respectivamente). En las tarifas eléctricas se registró un aumento de 7 por ciento principalmente por los reajustes trimestrales de las tarifas de generación por el aumento de los combustibles.

También destaca la contribución al alza de los precios de las otras hortalizas (espinaca, poro, entre otras), por factores climáticos y de los huevos por mayor demanda estacional. Además, el precio del pollo presenta un menor crecimiento por la caída en el precio del maíz y mayor disponibilidad de pescado.





Entre los componentes que tienen una mayor contribución negativa en los últimos doce meses destaca la reducción en las tarifas telefónicas por la aplicación del factor de productividad, en los precios de los aparatos de recreo y cultura y en el alquiler de vivienda, por la apreciación del tipo de cambio; y de alimentos como arroz y pescado fresco por la mayor oferta.

93. Con respecto a marzo, los agentes económicos han elevado sus expectativas de inflación para 2012 y 2013. Las expectativas de inflación se ubican en 3,2 por ciento para el año 2012, reduciéndose a medida que se amplía el horizonte de proyección, a valores entre 2,8 y 3,0 por ciento para 2013 y a cifras entre 2,5 y 3,0 por ciento en 2014, dentro del rango meta.

| Cuadro 44 | | | |
|---|-----------------------|------------|-------------|
| ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS | | | |
| INFLACIÓN FIN DE PERIODO | | | |
| (Puntos porcentuales) | | | |
| | Encuesta realizada a: | | |
| | RI Dic. 11 | RI Mar. 12 | RI Jun. 12* |
| Sistema Financiero | | | |
| 2012 | 2,7 | 2,7 | 3,2 |
| 2013 | 2,5 | 2,5 | 2,8 |
| 2014 | -- | -- | 2,5 |
| Analistas Económicos | | | |
| 2012 | 2,8 | 2,8 | 3,2 |
| 2013 | 2,5 | 2,4 | 2,8 |
| 2014 | -- | -- | 2,5 |
| Empresas no Financieras | | | |
| 2012 | 3,0 | 3,0 | 3,2 |
| 2013 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| 2014 | -- | -- | 3,0 |

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

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



Pronóstico de Inflación

94. A mayo la inflación anual se ubica en 4,14 por ciento, por encima del límite superior del rango meta. Al igual que en el Reporte de Inflación de marzo, el escenario central de proyección, considera que la inflación convergerá paulatinamente hasta ubicarse dentro del rango meta en el año 2012. En la convergencia de la inflación contribuirán tanto la reversión de los choques de oferta que afectaron la inflación durante 2011, en particular la moderación en los precios de los combustibles, como consecuencia de la reciente reducción en los precios internacionales del petróleo, así como una menor brecha producto.
95. Las proyecciones de crecimiento económico son consistentes con un ciclo económico neutral en el horizonte de proyección, razón por la cual no se contempla mayores presiones de demanda hacia la inflación durante este periodo. En este proceso contribuirán por una lado, un impulso externo negativo, caracterizado por un crecimiento de nuestros socios comerciales por debajo de su nivel potencial, y términos de intercambio más bajos, los que se compensan con un mayor impulso fiscal, mayor confianza empresarial y optimismo de los consumidores, y condiciones monetarias en dólares expansivas y neutrales en moneda nacional.

Sin embargo cabe precisar que se esperan condiciones monetarias en dólares menos expansivas a futuro, como reflejo del impacto de las medidas de encaje adoptadas a partir de mayo por parte del BCRP como de la mayor demanda por dólares ante la mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

Asimismo, se espera que las expectativas de inflación se vayan reduciendo gradualmente en el horizonte de proyección al nivel meta de 2 por ciento. El incremento observado de las expectativas de inflación en lo que va del año refleja la evolución reciente de la inflación, y se espera que como en episodios anteriores la inflación muestre una convergencia más rápida en los próximos meses, y que las expectativas de inflación retornen al nivel meta.

96. 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. Por ello, el Banco Central se mantendrá atento a los desarrollos de las economías mundial y doméstica para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar la convergencia de la inflación al rango meta.





Gráfico 101
BRECHA DEL PRODUCTO, 2007 - 2014
(Porcentaje del PBI potencial)

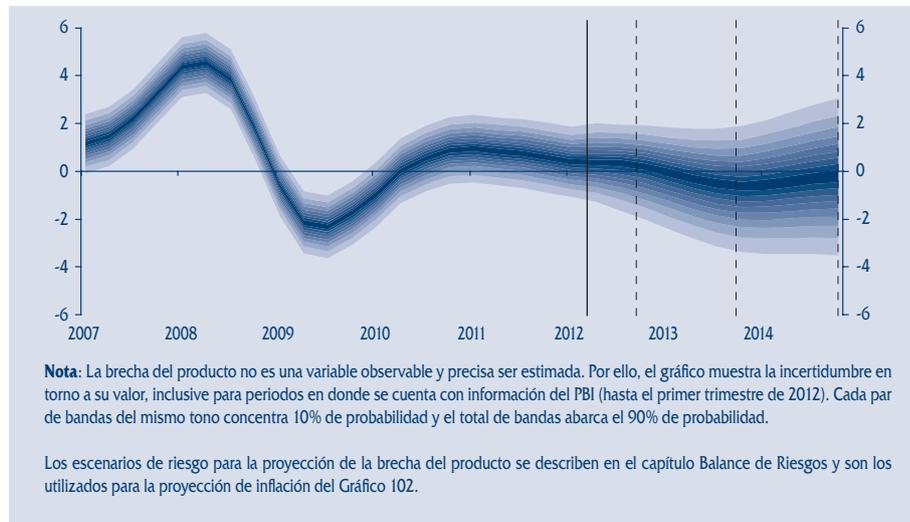
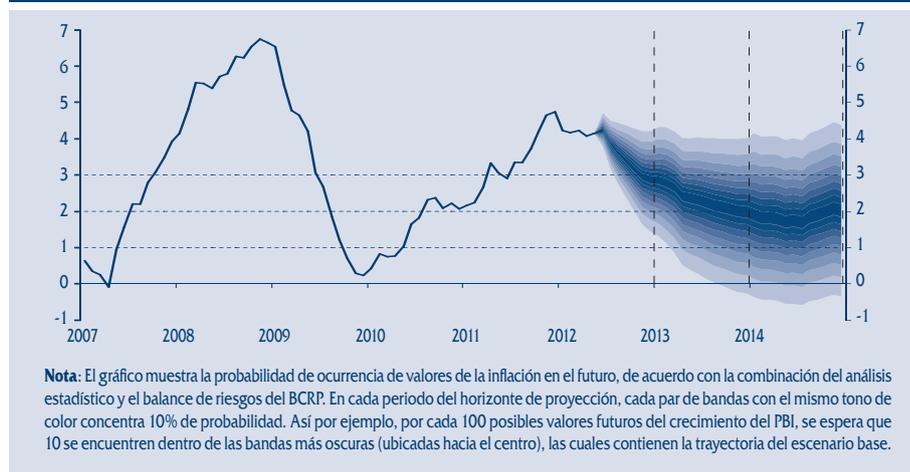


Gráfico 102
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN, 2012 - 2014
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Cuadro 45
RESUMEN DE LAS PROYECCIONES DEL REPORTE DE INFLACIÓN

| | 2010 | 2011 | 2012 1/ | | 2013 1/ | | 2014 1/ |
|--|------|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Mar.12 | RI Jun.12 | RI Jun.12 |
| Var. % real | | | | | | | |
| 1. Producto bruto interno | 8,8 | 6,9 | 5,7 | 5,8 | 6,3 | 6,2 | 6,3 |
| 2. Demanda interna | 13,1 | 7,2 | 5,9 | 6,3 | 6,5 | 6,4 | 6,5 |
| a. Consumo privado | 6,0 | 6,4 | 5,8 | 5,8 | 5,8 | 5,6 | 5,8 |
| b. Consumo público | 10,0 | 4,8 | 5,3 | 6,0 | 5,1 | 4,9 | 6,3 |
| c. Inversión privada fija | 22,1 | 11,7 | 8,2 | 10,2 | 8,7 | 8,7 | 8,7 |
| d. Inversión pública | 27,3 | -17,8 | 34,3 | 31,0 | 7,3 | 10,0 | 9,3 |
| 3. Exportaciones de bienes y servicios | 1,3 | 8,8 | 7,5 | 5,7 | 7,7 | 7,7 | 8,5 |
| 4. Importaciones de bienes y servicios | 24,0 | 9,8 | 8,3 | 8,3 | 8,3 | 8,3 | 8,9 |
| 5. Crecimiento de nuestros socios comerciales | 4,6 | 3,6 | 2,9 | 2,8 | 3,2 | 3,2 | 3,4 |
| Nota: | | | | | | | |
| Brecha de 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 |
| Var. % | | | | | | | |
| 6. Inflación proyectada | 2,1 | 4,7 | 2,0-3,0 | 2,0-3,0 | 1,5-2,5 | 1,5-2,5 | 1,5-2,5 |
| 7. Precio promedio del petróleo | 28,7 | 19,6 | 10,2 | 2,8 | 1,1 | -2,5 | 0,0 |
| 8. Tipo de cambio nominal 3/ | -2,1 | -4,3 | -1,5 | -2,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 9. Tipo de cambio real multilateral 3/ | -3,0 | -5,8 | 0,1 | -1,7 | 1,0 | 0,4 | 2,6 |
| 10. Términos de intercambio | 17,9 | 5,4 | -1,4 | -3,6 | 0,4 | -1,1 | -0,5 |
| a. Índice de precios de exportación | 29,9 | 20,0 | -1,9 | -6,2 | 0,9 | -1,2 | 1,5 |
| b. Índice de precios de importación | 10,1 | 13,8 | -0,5 | -2,6 | 0,5 | -0,1 | 2,0 |
| Var. % nominal | | | | | | | |
| 11. Circulante | 25,4 | 12,9 | 17,5 | 17,5 | 13,0 | 13,0 | 13,2 |
| 12. Crédito al sector privado 4/ | 21,0 | 18,9 | 14,5 | 14,5 | 12,5 | 12,5 | 12,7 |
| % PBI | | | | | | | |
| 13. Tasa de inversión bruta fija | 25,1 | 24,1 | 25,7 | 26,1 | 26,2 | 26,8 | 27,6 |
| 14. Cuenta corriente de la balanza de pagos | -2,5 | -1,9 | -1,5 | -2,7 | -1,8 | -2,8 | -2,9 |
| 15. Balanza comercial | 4,4 | 5,3 | 4,5 | 3,4 | 4,6 | 3,1 | 3,0 |
| 16. Financiamiento externo bruto del sector privado 5/ | 8,7 | 6,8 | 4,9 | 7,2 | 5,1 | 5,4 | 5,1 |
| 17. Ingresos corrientes del gobierno general | 20,0 | 21,0 | 21,2 | 21,1 | 21,2 | 21,2 | 21,2 |
| 18. Gastos no financieros del gobierno general | 19,2 | 18,1 | 18,9 | 19,1 | 18,7 | 19,2 | 19,2 |
| 19. Resultado económico del sector público no financiero | -0,3 | 1,9 | 1,1 | 1,1 | 1,4 | 1,0 | 1,0 |
| 20. Saldo de deuda pública total | 23,3 | 21,2 | 19,9 | 19,4 | 18,3 | 18,2 | 16,8 |

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

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

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





VII. Balance de Riesgos

97. El escenario base para la proyección de inflación incorpora información relevante de variables macroeconómicas y financieras, del entorno doméstico e internacional, que es complementada con información cualitativa no contemplada en las estadísticas.

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

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

98. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección se vinculan a la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial, la evolución de la demanda interna, las expectativas domésticas de la inflación y el impacto de los precios de *commodities* en los mercados internacionales y condiciones climáticas adversas. El Gráfico 103 muestra el impacto esperado de cada uno de estos factores de riesgo sobre la proyección de la inflación hacia finales del año 2012.

Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son, por un lado, de origen externo vinculados con problemas de deuda en la Eurozona y, por otro lado, de origen doméstico el riesgo de un menor crecimiento de la demanda interna por el aplazamiento de proyectos de inversión.

a. Incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial.

El escenario base considera una menor tasa de crecimiento de la actividad económica mundial que la contemplada en el Reporte de Inflación de marzo (3,2 por ciento frente al 3,3 por ciento para el año 2012 y 3,7 por ciento para el 2013 frente a 3,8 por ciento del Reporte anterior). En el mes de mayo se ha acentuado nuevamente la incertidumbre en los mercados internacionales como secuela de problemas de la deuda soberana y restricciones fiscales en economías de la Eurozona. Ello contribuiría a un debilitamiento de la demanda externa que repercutiría en la economía doméstica a través de canales financieros y comerciales.

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

De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizará la amplia disponibilidad de reservas internacionales y 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. La posición de política monetaria en el horizonte de proyección sería expansiva para prevenir riesgos deflacionarios.

b. Evolución 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.

Por otro lado, existe un factor de **riesgo al alza** de la inflación, relacionado principalmente a choques de oferta externos (mayores precios de *commodities*) y domésticos (factores climáticos adversos en nuestro país).

c. Mayores precios de *commodities* o condiciones climáticas adversas.

A pesar de que los precios de *commodities* alimenticios y de combustibles presentarían un comportamiento a la baja, existe el riesgo que las presiones inflacionarias globales sean más persistentes de lo que actualmente se contempla en el escenario base. La incertidumbre de cómo las autoridades económicas, sobre todo en la Eurozona, van a resolver los retos y las preocupaciones acerca del panorama económico y político futuro, tiene un efecto marcado sobre el nivel de actividad económica global. Una política económica más decisiva y creíble en la mayor parte de las economías avanzadas podría generar un choque de confianza que induzca una mayor demanda global. Ello podría afectar la dinámica de la inflación doméstica a través de mayores costos importados y menores márgenes para las empresas locales, lo que podría generar presiones inflacionarias. En contraste con lo contemplado en el Reporte de Inflación de marzo, se ha reducido el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, dado el desarrollo reciente de este mercado.

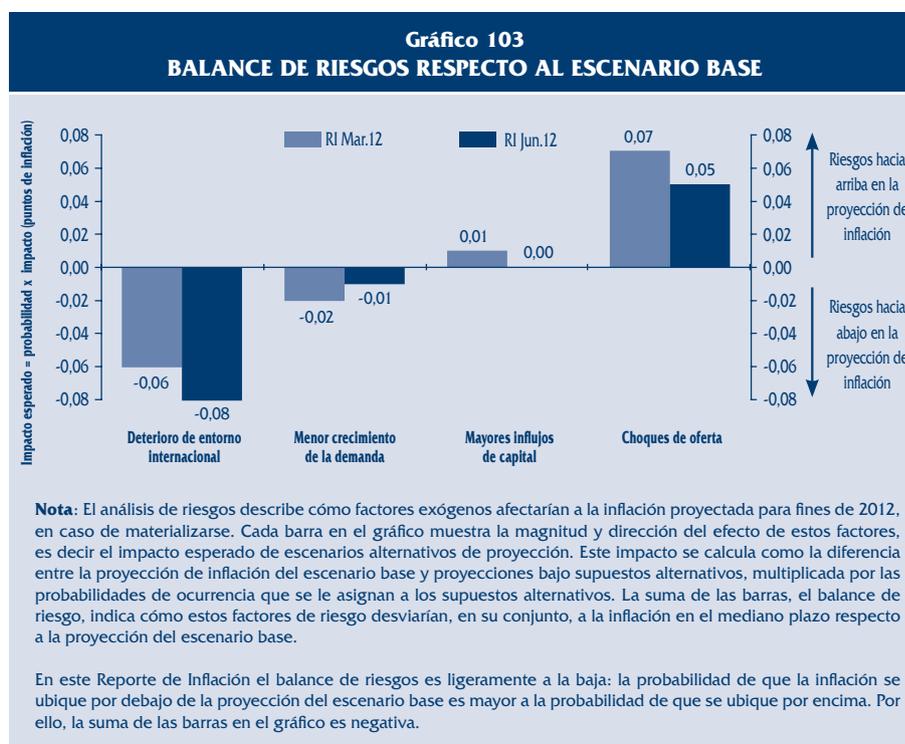




En el ámbito doméstico, se mantiene el riesgo de condiciones climáticas adversas que podrían afectar el normal desarrollo de la producción y abastecimiento de productos alimenticios (pesqueros y agrícolas, principalmente).

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

99. Tomando en cuenta los efectos que tendrían sobre la inflación los diversos factores de riesgo del presente escenario de proyección, se tiene un balance de riesgo con un sesgo ligeramente a la baja, a diferencia del Reporte anterior, en el que se contemplaba un balance neutral. Este cambio en el balance de riesgos toma en cuenta principalmente la evolución reciente de la economía mundial y la incertidumbre sobre la evolución de la crisis en la Eurozona y su posible efecto contagio.



CONCLUSIÓN

100. La evolución reciente de la brecha producto y de las expectativas de inflación indican que los riesgos de presiones de demanda se vienen disipando paulatinamente. Por otro lado, se espera que los menores precios internacionales tanto de alimentos como

de combustibles, favorezcan una reducción más rápida de la inflación hacia mediados del presente año, y que compensen en parte el impacto de la RMV sobre la inflación. Con ello, la trayectoria de inflación revertiría de su nivel actual, por encima del rango meta, para converger hacia el rango meta en el año 2012.

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

