



# REPORTE DE INFLACIÓN

*Diciembre 2013*

**Panorama actual  
y proyecciones  
macroeconómicas  
2013-2015**

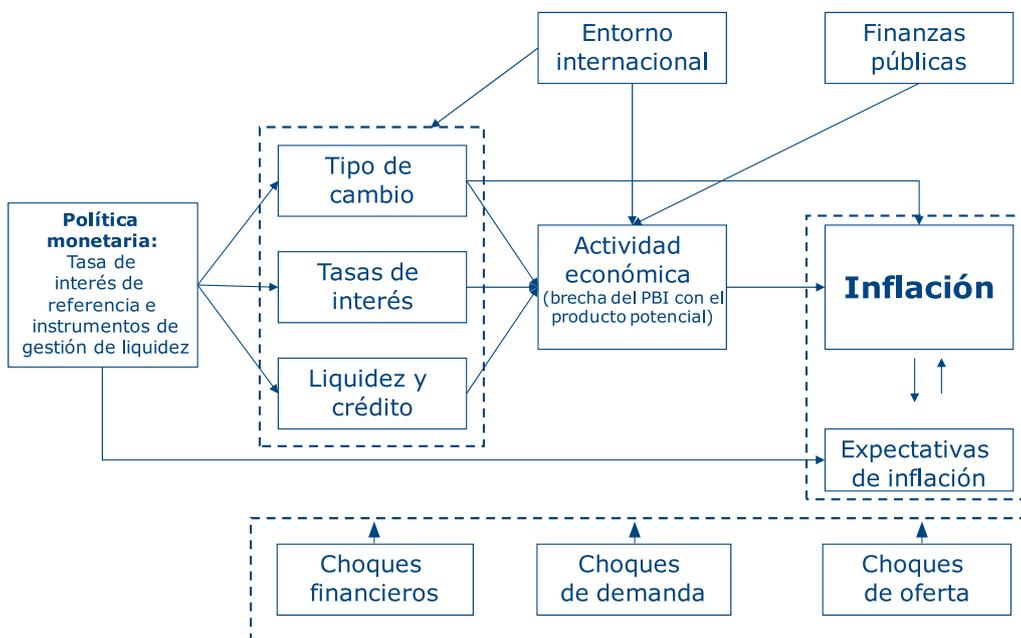


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2013-2015

*Diciembre 2013*



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

REPORTE DE INFLACIÓN  
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta  
*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**REPORTE DE INFLACIÓN:**  
**Panorama actual y**  
**proyecciones macroeconómicas 2013-2015**

*Diciembre 2013*

**CONTENIDO**

	<i>Pág.</i>
Prólogo .....	5
Resumen .....	6
I. Escenario internacional .....	9
II. Actividad económica .....	31
III. Balanza de pagos .....	52
IV. Finanzas públicas .....	66
V. Política monetaria .....	77
VI. Inflación .....	104
VII. Balance de riesgos .....	117
Conclusión .....	118

**RECUADROS**

1. La posición del estímulo monetario de la Fed .....	26
2. Competitividad y clima de negocios en el Perú .....	49
3. Modificación del marco macro fiscal .....	75
4. Tasa de interés de política monetaria y los requerimientos de encaje .....	100

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

## Prólogo

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





## Resumen

- i. La **economía mundial** ha mantenido un ritmo de expansión moderado en lo que va del año y se estima una recuperación más generalizada para los años 2014 y 2015. Así, se proyecta que el PBI mundial crecería 2,9 por ciento en 2013, 3,6 por ciento en 2014 y 3,8 por ciento en 2015.
- ii. En el periodo enero-octubre, el **Producto Bruto Interno** creció 4,9 por ciento, menos que en el mismo periodo del año 2012. La demanda interna registró una tasa de crecimiento de 6,0 por ciento, por encima del crecimiento del PBI.

Se ha revisado la tasa de crecimiento proyectada del PBI de 5,5 a 5,1 por ciento para el año 2013 respecto al Reporte de setiembre. Esta modificación se explica por el menor dinamismo de la demanda interna, principalmente por el deterioro de las expectativas de inversión, y por la revisión a la baja del crecimiento mundial.

Para los años 2014 y 2015 se ha revisado las proyecciones de crecimiento del PBI de 6,2 a 6,0 por ciento y de 6,7 a 6,5 por ciento, respectivamente. Para 2015 se prevé una aceleración del crecimiento debido a la entrada en operación de proyectos de inversión, principalmente en el sector minero.

- iii. Durante el periodo enero-setiembre la **balanza en cuenta corriente** registró un déficit equivalente a 5,4 por ciento del PBI, mayor al de igual período de 2012, en un contexto de crecimiento de la inversión a tasas superiores a las del ahorro interno y de caída de los términos de intercambio. En este período, el déficit fue financiado por entradas de capitales de largo plazo por US\$ 18,3 mil millones, mayores a las registradas en los tres primeros trimestres de 2012, y asociadas a proyectos de los sectores minero, energético e hidrocarburos.

Se mantiene la proyección del déficit en cuenta corriente en 4,9 por ciento del PBI en 2013 y en 4,6 por ciento del PBI en 2014, y se proyecta uno de 4,2 por ciento del PBI en 2015, en un escenario de ligera caída de los términos de intercambio. La trayectoria decreciente del déficit considera el inicio de operación de proyectos mineros en 2014 y 2015 (Toromocho, Las Bambas y Constancia).

- iv. El escenario fiscal continúa contemplando una trayectoria decreciente del **superávit del sector público no financiero** que pasaría de 2,1 por ciento del PBI en 2012 a un valor nulo en 2015, con ratios de 0,6 por ciento del PBI en 2013 y 0,1 por ciento del PBI en 2014. De esta manera, se registraría un impulso fiscal expansivo el presente y el próximo año.
- v. El Directorio del Banco Central decidió reducir la **tasa interés de referencia** de la política monetaria de 4,25 por ciento a 4,00 por ciento en noviembre de 2013,

luego de haber permanecido en dicho nivel desde mayo de 2011. Esta decisión se basa en la previsión de que la tasa de inflación retornará al rango meta luego de una reversión de los factores de oferta que han elevado transitoriamente la inflación.

- vi. Adicionalmente, desde mayo de 2013 el BCRP ha implementado medidas de flexibilización del encaje destinadas a garantizar una evolución ordenada del crédito en moneda nacional.
- vii. En noviembre, la **inflación** de los últimos 12 meses ascendió a 2,96 por ciento, ubicándose dentro del rango meta. En el escenario central de proyección se espera que la inflación se mantenga dentro del rango meta y que converja gradualmente a 2,0 por ciento. Este escenario considera que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a los incrementos en los precios de *commodities* y que las acciones de política monetaria mantendrían ancladas las expectativas de inflación. Así, la proyección de inflación para el periodo 2014-2015 se ubica alrededor de 2,0 por ciento.
- viii. Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son, por un lado, de origen externo vinculados con la posibilidad de un retorno de la volatilidad en los mercados financieros internacionales y de una recuperación más lenta del crecimiento de las economías y, por otro lado, de origen doméstico en un contexto de recuperación más lenta del crecimiento de la demanda interna por aplazamiento de ciertos proyectos de inversión.

Por otro lado, el **riesgo al alza** de la inflación está relacionado principalmente con el incremento de los precios de los combustibles por factores geopolíticos, aunque este riesgo se ha reducido significativamente respecto al Reporte previo.

- ix. El **balance de los riesgos mencionados produce un sesgo negativo** en la proyección de la inflación, por lo cual, la posibilidad de que la inflación sea inferior a la tasa proyectada de alrededor de 2 por ciento para el horizonte 2014-2015 es mayor que la probabilidad de que sea mayor a dicha tasa.





## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2012	2013 <sup>1/</sup>		2014 <sup>1/</sup>		2015 <sup>1/</sup>	
		RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>Var. % real</b>							
1. Producto bruto interno	6,3	5,5	5,1	6,2	6,0	6,7	6,5
2. Demanda interna	7,3	6,5	5,8	6,1	6,0	6,3	6,1
a. Consumo privado	5,8	5,2	5,2	5,3	5,2	5,4	5,4
b. Consumo público	9,4	7,6	5,5	4,0	6,3	4,2	4,2
c. Inversión privada fija	13,5	7,7	4,3	7,7	6,3	7,9	6,6
d. Inversión pública	20,8	16,3	18,1	17,0	15,5	14,6	14,6
3. Exportaciones de bienes y servicios	5,4	0,7	1,5	9,3	6,3	11,4	10,9
4. Importaciones de bienes y servicios	10,4	6,3	5,5	7,9	6,3	8,6	7,9
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,9	2,4	2,5	3,1	3,1	3,4	3,3
<b>Nota:</b>							
Brecha del producto 2/ (%)	0,5	-1,0; +1,0	-1,0; +1,0	-0,5; +0,5	-0,5; +0,5	-0,5; +0,5	-0,5; +0,5
<b>Var. %</b>							
6. Inflación	2,6	2,5-3,5	2,5-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5	1,5-2,5
7. Precio promedio del petróleo	-1,0	5,9	3,6	-2,4	-0,8	-7,6	-3,1
8. Tipo de cambio nominal esperado 3/	-4,8	9,1	9,1	0,8	2,0	1,2	0,4
9. Tipo de cambio real multilateral 3/	-7,4	6,1	6,2	0,3	1,7	1,6	0,5
10. Términos de intercambio	-5,0	-4,5	-4,7	-1,6	-2,2	0,1	-0,1
a. Precios de exportación	-3,3	-6,2	-7,3	-1,9	-4,5	0,9	0,3
b. Precios de importación	1,7	-1,8	-2,8	-0,3	-2,4	0,8	0,4
<b>Var. % nominal</b>							
11. Circulante	18,3	15,7	13,0	13,2	12,7	11,9	11,9
12. Crédito al sector privado 4/	15,5	12,2	14,5	12,4	13,5	12,0	12,0
<b>% PBI</b>							
13. Inversión bruta fija	26,6	28,0	27,5	29,0	28,2	29,8	28,6
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-3,4	-4,9	-4,9	-4,6	-4,6	-4,1	-4,2
15. Balanza comercial	2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,0	1,0	0,7
16. Entrada de capitales externos de largo plazo 5/	10,5	10,0	10,3	7,2	6,4	6,4	6,2
17. Ingresos corrientes del gobierno general	21,6	21,3	21,7	21,3	21,6	21,4	21,7
18. Gastos no financieros del gobierno general	18,6	20,0	20,2	20,2	20,5	20,4	20,7
19. Resultado económico del sector público no financiero	2,1	0,4	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0
20. Saldo de deuda pública total	19,7	18,1	18,1	17,4	17,2	16,5	16,4

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

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

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

# I. Escenario Internacional

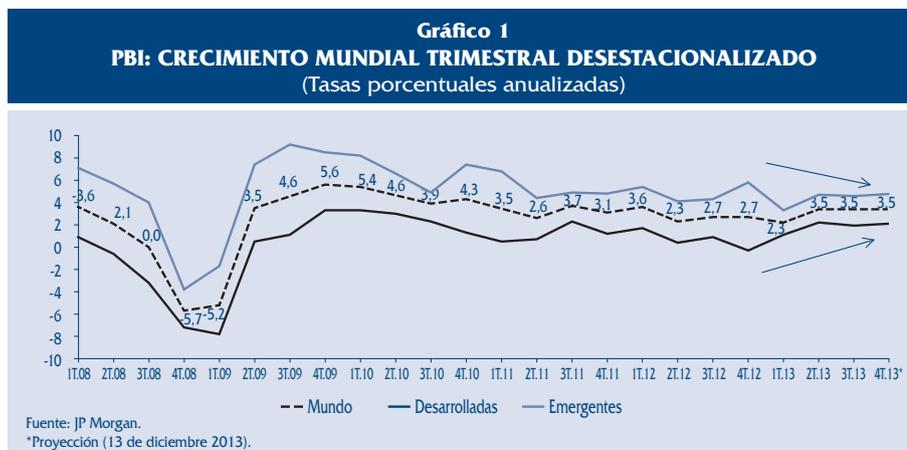
- Desde el último Reporte de Inflación, la economía mundial mantiene una recuperación moderada. Las economías desarrolladas registran en promedio un crecimiento cercano al 2 por ciento, mientras que en las economías emergentes las tasas se han estabilizado luego de la desaceleración del primer semestre. En esta evolución ha influido la recuperación del comercio internacional y cierta normalización en las condiciones financieras internacionales.

En línea con estos desarrollos, se estima un crecimiento mundial de 2,9 por ciento para 2013 y una recuperación para 2014 (3,6 por ciento) y 2015 (3,8 por ciento). Esta proyección asume que los mercados financieros internacionales se corregirán ordenadamente frente a la reducción del estímulo monetario anunciada por la Reserva Federal de los Estados Unidos en la reunión del 17 y 18 de diciembre y que se lograría un acuerdo en torno al límite de deuda en el Congreso de dicho país. Asume, además, que las economías emergentes más grandes mantendrían tasas similares a las de 2013, en línea con la evolución observada en sus principales indicadores.

Bajo estos supuestos, los términos de intercambio —luego de disminuir 4,7 por ciento en 2013— mostrarían una menor corrección en 2014 para estabilizarse en el año siguiente.

## Actividad económica mundial

- Se estima que el crecimiento mundial del cuarto trimestre sería de aproximadamente 3,5 por ciento. Los Índices de Gestores de Compras (PMI) de manufactura y servicios de los últimos meses continúan en la zona de expansión por 12 y 52 meses consecutivos, respectivamente.



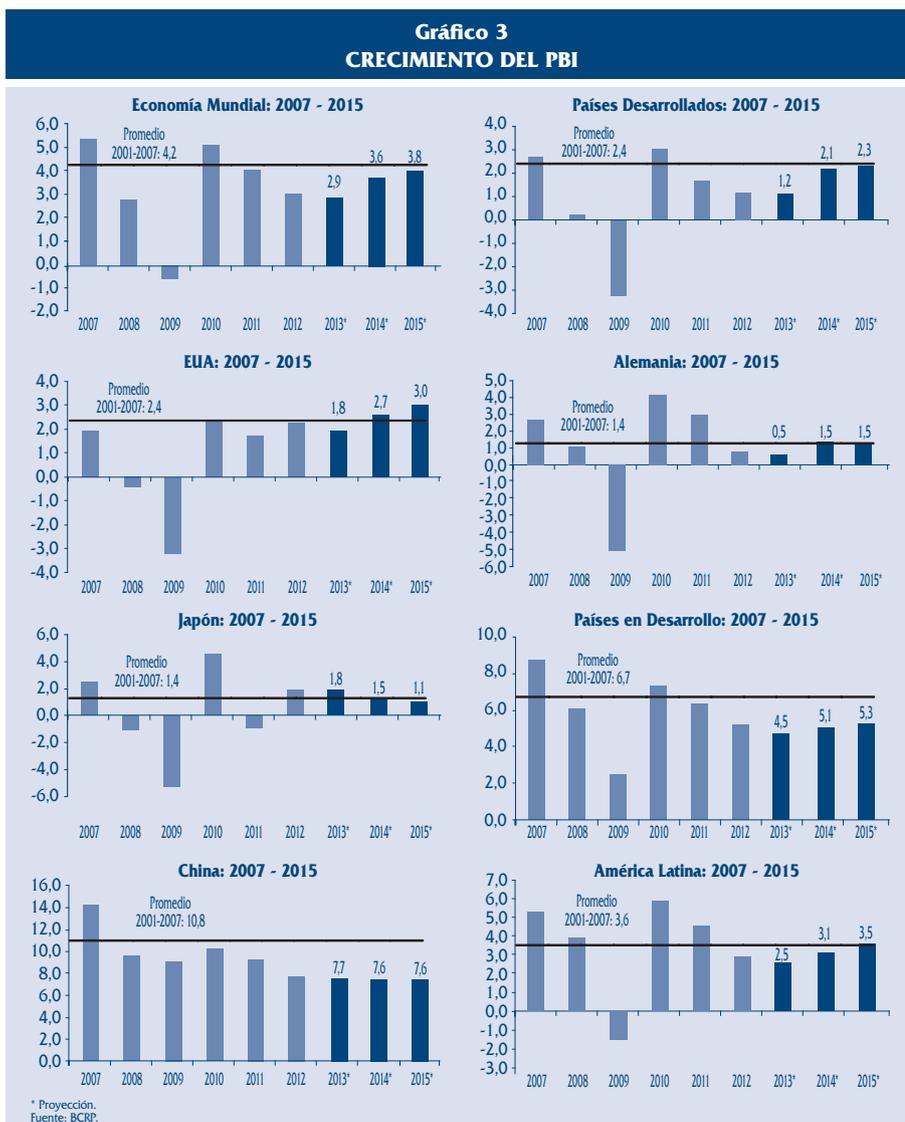


3. En línea con estos desarrollos, se estima que el crecimiento mundial se ubicaría en 2,9 por ciento para 2013, similar a lo proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre. Para 2014, se registraría una recuperación, con una tasa estimada de 3,6 por ciento, apoyada en la mejora, tanto de las economías desarrolladas, como emergentes. Para 2015, se estima un crecimiento global de 3,8 por ciento.

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

	%	Ejecución		2013		2014		2015	
		2011	2012	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>Economías desarrolladas</b>	<b>51,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
De los cuales									
1. Estados Unidos	19,6	1,8	2,8	1,6	1,8	2,5	2,7	3,0	3,0
2. Eurozona	14,0	1,6	-0,7	-0,5	-0,5	1,0	1,0	1,3	1,3
Alemania	3,9	3,4	0,9	0,5	0,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Francia	2,8	2,0	0,0	0,0	0,1	1,0	0,8	1,2	1,3
Italia	2,3	0,4	-2,4	-1,8	-1,8	0,5	0,5	0,9	0,9
España	1,7	0,1	-1,6	-1,5	-1,3	0,4	0,5	0,9	0,9
3. Japón	5,6	-0,6	2,0	1,9	1,8	1,4	1,5	1,1	1,1
4. Reino Unido	2,9	1,1	0,3	1,1	1,8	1,7	2,4	1,8	2,4
<b>Economías en desarrollo</b>	<b>48,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>
De los cuales									
1. Asia en desarrollo	24,2	7,8	6,8	6,5	6,5	6,8	6,7	7,2	6,9
China	14,1	9,3	7,7	7,5	7,7	7,6	7,6	8,0	7,6
India	5,7	6,2	5,0	5,0	4,6	6,0	5,4	6,5	6,3
2. Europa Central y del Este	3,5	5,4	1,4	2,0	2,2	3,2	2,8	3,2	3,3
3. América Latina y Caribe	8,7	4,6	3,0	2,6	2,5	3,4	3,1	3,8	3,5
Brasil	2,9	2,7	0,9	2,2	2,2	2,7	2,4	4,0	3,0
<b>Economía Mundial</b>	<b>100,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>
Nota:									
Socios Comerciales 1/		3,7	2,9	2,4	2,5	3,1	3,1	3,4	3,3
BRICs 2/		7,3	5,8	5,8	5,7	6,2	6,0	6,7	6,3

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



- En **Estados Unidos** la economía ha continuado mostrando una recuperación. En el tercer trimestre, el producto fue revisado sucesivamente al alza registrando un crecimiento del 4,1 por ciento en términos anualizados, impulsado por el consumo y por una mayor acumulación de inventarios. Los indicadores recientes muestran en el cuarto trimestre una mejora en el mercado laboral y una estabilización del mercado inmobiliario, a pesar del cierre parcial del gobierno a inicios de octubre. En este escenario de recuperación y con una inflación controlada, la Fed anunció una reducción de su programa de compras de activos por US\$ 10 mil millones a US\$ 75 mil millones a partir de enero 2014.

El consumo continúa recuperándose en forma gradual, apoyado en la recuperación del mercado laboral. En el período octubre-noviembre se crearon cerca de 400





mil nuevos puestos de trabajo, con lo que se han recuperado 89 por ciento de los puestos perdidos durante la crisis financiera. La tasa de desempleo, por su parte, ha bajado a 7,0 por ciento, aunque parte de esta disminución es atribuida a una menor participación de la fuerza laboral. Asimismo, se observa un efecto riqueza positivo debido a los mayores precios de las viviendas y a la mejora de los mercados bursátiles, donde el índice Dow Jones alcanzó niveles récord. Otros indicadores que sustentan una evolución favorable son el aumento de las ventas minoristas, la mejora en los salarios y las favorables perspectivas a futuro de la confianza de los consumidores.



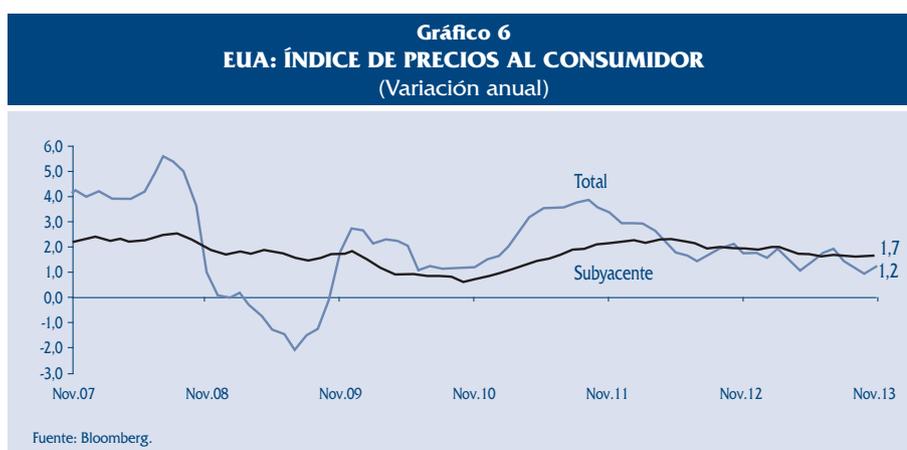
- Respecto a la inversión, en el tercer trimestre se registraron fuertes ganancias en el sector de construcción residencial y estructuras no residenciales. Asimismo, los indicadores del mercado inmobiliario —precios de viviendas, confianza de los constructores, permisos de construcción y solicitudes de hipotecas— muestran cierta mejora a pesar del aumento de las tasas hipotecarias registrada desde mayo.



- Esta recuperación se da en un marco de una inflación baja. La inflación ha caído desde el último Reporte de Inflación, de 1,5 por ciento en agosto a 1,2 por ciento

en noviembre, principalmente por una caída de los precios del petróleo. Por su parte, la inflación subyacente —que excluye combustibles y alimentos— descendió ligeramente de 1,8 por ciento a 1,7 por ciento en noviembre.

En este contexto de recuperación con presiones inflacionarias controladas, la Fed anunció una reducción de su estímulo monetario en su reunión de diciembre a partir de enero 2014. El programa de compras de activos mensuales se reduciría en total en US\$ 10 mil millones a US\$ 75 mil millones mensuales, implicando una reducción de US\$ 5 mil millones de bonos del Tesoro y US\$ 5 mil millones en MBS. Si las condiciones de la economía continúan mejorando, la Fed realizaría reducciones adicionales en las próximas reuniones. Asimismo, la Fed reafirmó y reforzó que mantendría sus tasas de interés bajas, inclusive si se alcanza una tasa de desempleo menor a 6,5 por ciento y sobre todo si la inflación se mantiene por debajo de su meta de 2 por ciento. Esta decisión se da con el desarrollo favorable del mercado laboral, con lo señalado en las minutas de la reunión de política de octubre y tras el acuerdo presupuestal alcanzado en diciembre que mitigaría el impacto de los recortes automáticos de gastos en los próximos dos años.



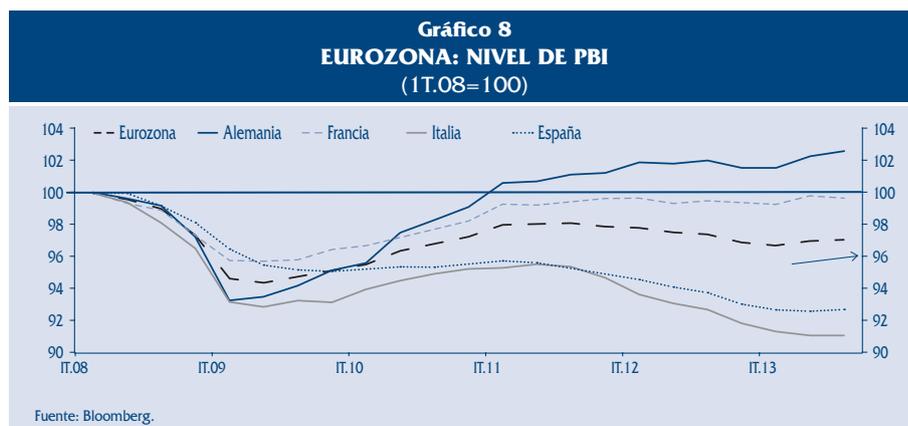
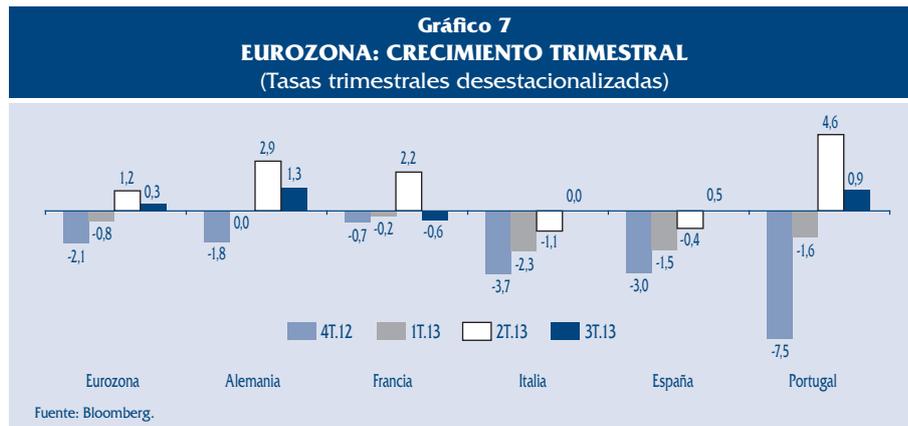
7. Se estima que la economía norteamericana crecería 1,8 por ciento en 2013, 2,7 por ciento en 2014 y 3,0 por ciento en 2015. En la proyección para los próximos dos años se considera un menor impacto del ajuste fiscal. Sin embargo, los riesgos de estas proyecciones continúan centrándose en la falta de un acuerdo definitivo sobre el límite de deuda pública, tema que entraría en discusión nuevamente en febrero del próximo año. El otro riesgo se asocia al ritmo del retiro del estímulo monetario de la Fed, en particular por el impacto que tendría sobre las tasas de interés de largo plazo y, a través de éstas, sobre el mercado inmobiliario.
8. En la **Eurozona**, durante el tercer trimestre la economía registró el segundo trimestre consecutivo de crecimiento, aunque a un menor ritmo (0,3 por ciento) respecto al





observado en el trimestre previo (1,2 por ciento). A nivel de los componentes del gasto, la inversión privada (0,8 por ciento) explicó esta evolución mientras que el consumo privado se desaceleró y las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa.

Al igual que otros indicadores, los datos de crecimiento muestran que, desde el último Reporte de Inflación, la actividad económica se mantiene débil y que las diferencias entre países han vuelto a acentuarse. Alemania continúa mostrando una recuperación sostenida, mientras que Francia y varias economías con problemas de deuda han mostrado una evolución menos favorable. Una tendencia similar se ha reflejado en otros indicadores como el Índice de Gestores de Compras (PMI) compuesto, los índices de confianza, las tasas de desempleo y el crédito al sector privado.



- Alemania** registró el mayor crecimiento de la región en el tercer trimestre (1,3 por ciento) básicamente por su sólida demanda doméstica (en particular la inversión). Dicha evolución se reflejó también en los índices de confianza empresarial: los índices ZEW e IFO alcanzaron en noviembre sus niveles más altos en más de 4 y 1,5 años, respectivamente. Estos indicadores sugieren que la inversión seguiría liderando el impulso en el cuarto trimestre.

El resto de las economías registraron en general un menor crecimiento por el menor impulso de la demanda externa o doméstica. **Francia** registró una reducción de 0,6 por ciento en el PBI del tercer trimestre debido principalmente a la evolución de la inversión en construcción y a las exportaciones netas. Los indicadores mensuales más recientes —confianza del consumidor y de los empresarios y el gasto de consumo personal— han seguido debilitándose. Dentro de las economías con problemas de deuda, **Portugal** registró un crecimiento por segundo trimestre consecutivo y **España** tuvo una tasa de crecimiento positiva luego de nueve trimestres. En ambos casos, las exportaciones netas tuvieron una evolución favorable. Por el contrario, **Italia** se estancó luego de ocho trimestres consecutivos de contracción.

**Cuadro 2**  
**EUROZONA: ÍNDICES DE ACTIVIDAD PMI DEL JP MORGAN**

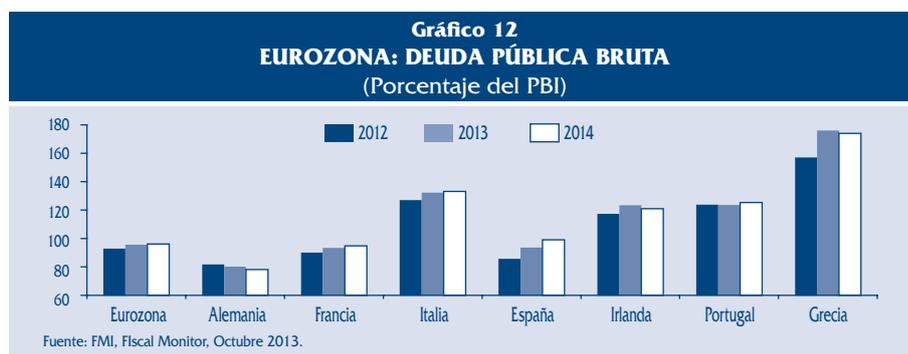
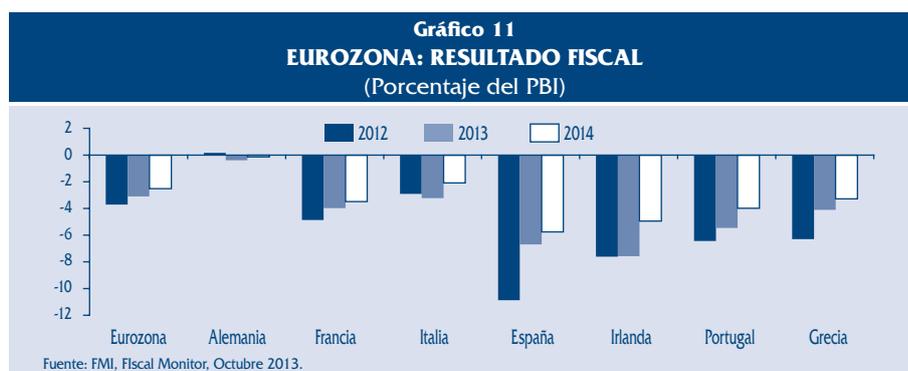
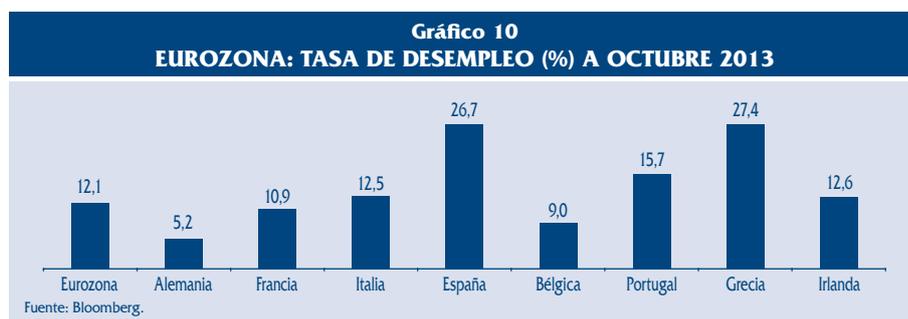
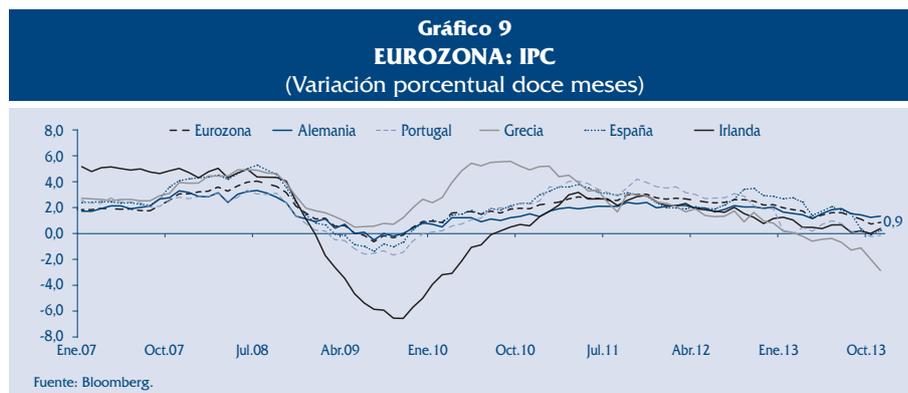
	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Oct.13	Nov.13
<b>Compuesto</b>								
Eurozona	55,5	48,3	47,2	46,5	48,7	52,2	51,9	51,7
<b>Servicios</b>								
Eurozona	54,2	48,8	47,8	46,4	48,3	52,2	51,6	51,2
Alemania	59,2	52,4	52,0	50,9	50,4	53,7	52,9	55,7
Francia	54,9	50,3	45,2	41,3	47,2	51,0	50,9	48,0
Italia	50,2	44,5	45,6	45,5	45,8	52,7	50,5	47,2
España	46,2	42,1	44,3	45,3	47,8	49,0	49,6	51,5
<b>Manufactura</b>								
Eurozona	57,1	46,9	46,1	46,8	48,8	51,1	51,3	51,6
Alemania	60,7	48,4	46,0	49,0	48,6	51,1	51,7	52,7
Francia	57,2	48,9	44,6	44,0	48,4	49,8	49,1	48,4
Italia	54,7	44,3	46,7	44,5	49,1	50,8	50,7	51,4
España	51,5	43,7	44,6	44,2	50,0	50,7	50,9	48,6

Fuente: Bloomberg.

10. La débil recuperación de la región estuvo acompañada de bajos niveles de inflación. En octubre la inflación se redujo a 0,7 por ciento anual, el menor nivel en cuatro años. En este contexto, en la reunión de la primera semana de noviembre, el BCE recortó su tasa de política en 25 pbs a 0,25 por ciento (cuando no se esperaba cambio), mantuvo su tasa de depósitos en 0 por ciento y redujo la tasa de préstamos de emergencia de 1,0 a 0,75 por ciento. Adicionalmente, el BCE extendió -hasta mediados de 2015- la adjudicación total de liquidez regular de corto plazo (MROs) para aliviar cualquier problema de liquidez.

Sin embargo, los temores de deflación se han venido desvaneciendo desde fines de noviembre por los indicadores recientes de precios y las aclaraciones de algunos funcionarios del BCE respecto a que la región estaría atravesando un periodo prolongado de baja inflación (en vez de uno de deflación).





11. En **Japón**, la economía registró una desaceleración en su crecimiento en el tercer trimestre por una caída de las exportaciones netas y un crecimiento moderado del consumo. La economía creció 1,1 por ciento, luego de crecer 3,8 por ciento.

El menor crecimiento del consumo, que se explicaría en parte por factores climáticos (tifones e inusuales temperaturas altas a inicios de otoño), se ha reflejado en los indicadores recientes de ventas minoristas, gasto en consumo real y confianza de los pequeños negocios y consumidores. El dinamismo del consumo mejoraría en anticipación al aumento del impuesto a las ventas en los próximos dos años y ante la recuperación sostenida del mercado laboral. La tasa de desempleo fue de 4 por ciento en octubre, menor en 0,3 puntos porcentuales respecto al nivel promedio de 2012.

Por el lado de la inversión, las construcciones públicas continuaron aumentando a tasas elevadas, aunque, según el reporte de los contratos a futuro, no mantendrían esta tendencia en los próximos meses. Por su parte, las exportaciones se recuperarían a inicios del cuarto trimestre en la medida que la demanda externa se establezca y se vea favorecida por la depreciación del yen.

En línea con estos desarrollos, se estima que la economía crecería 1,8 por ciento en 2013, 1,5 por ciento en 2014 y 1,1 por ciento en 2015. Los riesgos sobre esta proyección se centran en el impacto del aumento del impuesto a las ventas (en abril de 2014 y en 2015) y en la eficacia de la política monetaria para lograr su objetivo de inflación de 2 por ciento. Cabe señalar que en los últimos meses el proceso deflacionario se ha revertido y a octubre de este año la inflación alcanza 0,9 por ciento anual, la tasa más alta en cinco años.

12. Dentro de las economías emergentes, en **China** los indicadores económicos recientes confirman una normalización del ritmo de crecimiento. En el tercer trimestre el PBI se expandió 7,8 por ciento en relación con el mismo período del año pasado (comparado con 7,5 por ciento en el segundo trimestre). En esta línea, el Índice de Gestores de Compras oficial de manufactura de noviembre confirma esta tendencia. A estos resultados han contribuido las medidas focalizadas introducidas por el gobierno para apoyar el crecimiento tales como suspensión temporal de los impuestos a las pequeñas y medianas empresas, asistencia a exportadores en problemas y aceleración de la inversión en infraestructura urbana y ferrocarriles. Por otro lado, las exportaciones continúan aumentando en un contexto de recuperación gradual de la economía global.

**Cuadro 3**  
**CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS**

	2011		2012			2013				
	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Oct.	Nov.
PMI manufacturero (50 nivel neutral)	50,3	53,1	50,2	49,8	50,6	50,9	50,1	51,1	51,4	51,4
PMI no manufacturero (50 nivel neutral)	56,1	58,0	56,7	53,7	56,1	55,6	53,9	55,4	56,3	56,0
Producción Industrial (var.% 12 meses)	12,8	11,9	9,5	9,2	10,3	8,9	8,9	10,2	10,3	10,0
Inversión en activos fijos (acum. año, var. anual)	23,8	20,9	20,4	20,5	20,6	20,9	20,1	20,2	20,1	19,9
Ventas minoristas (var.% 12 meses)	18,1	15,2	13,7	14,2	15,2	12,6	13,3	13,3	13,3	13,7
Exportaciones (var.% 12 meses)	13,4	8,9	11,3	9,9	14,1	10,0	-3,1	-0,3	5,6	12,7
Importaciones (var.% 12 meses)	11,8	5,3	6,3	2,4	6,0	14,1	-0,7	7,4	7,6	5,3
Préstamos nuevos (miles de millones de yuanes)	641	1 011	920	623	455	1 063	863	787	506	625
Financiamiento agregado nuevo (miles de millones de yuanes)	n.d.	1 870	1 780	1 646	1 628	2 550	1 037	1 405	856	1 230
Índice de precios al consumidor (var.% 12 meses)	4,1	3,6	2,2	1,9	2,5	2,1	2,7	3,1	3,2	3,0
Índice de precios al productor (var. % 12 meses)	1,7	-0,3	-2,1	-3,6	-1,9	-1,9	-2,7	-1,3	-1,5	-1,4

Fuente: Bloomberg.





La inflación muestra un alza moderada aunque aún se encuentra por debajo de la meta de 3,5 por ciento para el año. Asimismo, en vista del aumento continuo de los precios inmobiliarios (una de las principales fuentes de riesgo de la economía china), las autoridades monetarias intentan moderar el ritmo de crecimiento de los préstamos a niveles sostenibles.



En el campo de las reformas estructurales, el reciente Pleno del Partido Comunista Chino anunció medidas en varios frentes para completar la transición hacia una economía de mercado y enfrentar los riesgos sistémicos. En el sector financiero, se acelerará el proceso de liberalización; se permitirá a los inversionistas establecer bancos pequeños y medianos; se establecerá un sistema de seguro de depósitos; y se desarrollará el mercado de bonos corporativos y de gobiernos locales. Las reformas fiscales incluyen un proceso presupuestario más transparente y una mejora del manejo de deuda en todos los niveles de gobierno. En cuanto a las reformas del mercado, se propone una flexibilización de los controles sobre los precios del agua, la electricidad y los recursos naturales; y una apertura de las industrias protegidas (inclusive finanzas y energía) a una mayor participación privada. Asimismo, se concederá a los agricultores el derecho de poseer y transferir tierras, así como el poder de usarlas como garantía para acceder a financiamiento; y se flexibilizará el sistema de control del movimiento poblacional entre las áreas rurales y urbanas para permitir la libre circulación de mano de obra.

En este contexto, se espera un crecimiento de 7,7 por ciento en 2013 (en línea con las expectativas de las autoridades). Para los años 2014 y 2015 se proyecta un crecimiento de 7,6 por ciento.

13. En **India**, la confianza se ha visto deteriorada por una combinación de vulnerabilidades externas e incertidumbres de política. Si bien los últimos indicadores económicos sugieren una cierta mejora (en el tercer trimestre la variación anual del PBI fue 4,8 por ciento, comparada con 4,4 por ciento en el segundo trimestre, principalmente

por una recuperación del sector agropecuario), estos siguen apuntando a un ritmo de actividad débil.

En el tercer trimestre del año el déficit en cuenta corriente disminuyó (1,2 por ciento del PBI, comparado con 5,2 por ciento del PBI en el mismo período del año anterior), en parte por la mejora de las exportaciones como consecuencia de la depreciación de la rupia; pero los Índices de Gestores de Compras manufacturero y de servicios (HSBC/Markit) y el ritmo de crecimiento de la producción industrial siguen en niveles bajos. Los riesgos incluyen la posibilidad de exceder el déficit fiscal programado y la incertidumbre asociada con el contexto electoral. Por su parte, el banco central mantiene una posición prudente ante la persistencia de presiones inflacionarias.

**Cuadro 4**  
**INDIA: INDICADORES SELECCIONADOS**

	2011		2012				2013			
	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Oct.	Nov.
PMI manufactura HSBC/Markit (50 nivel neutral)	54,2	54,7	55,0	52,8	54,7	52,0	50,3	49,6	49,6	51,3
PMI servicios HSBC/Markit (50 nivel neutral)	54,2	52,3	54,3	55,8	55,6	51,4	51,7	44,6	47,1	47,2
Producción industrial (var.% 12 meses)	2,7	-2,8	-2,0	-0,7	-0,6	3,5	-1,8	2,0	n.d.	n.d.
Exportaciones (var.% 12 meses)	8,6	-5,2	-6,1	-7,2	0,6	6,6	-5,5	11,2	13,5	5,9
Importaciones (var.% 12 meses)	27,1	23,7	-11,5	5,0	8,3	-4,3	-0,9	-18,1	-14,5	-16,4
Índice de precios al consumidor (var.% 12 meses)	n.d.	9,38	9,93	9,73	10,56	10,39	9,87	9,84	10,09	11,24
Índice de precios al por mayor (var. % 12 meses)	7,74	7,69	7,58	8,07	7,31	5,65	5,16	6,46	7,00	7,52

Fuente: Bloomberg.

En este contexto, se espera un crecimiento de 4,6 por ciento en 2013, 5,4 por ciento en 2014 y 6,3 por ciento en 2015.

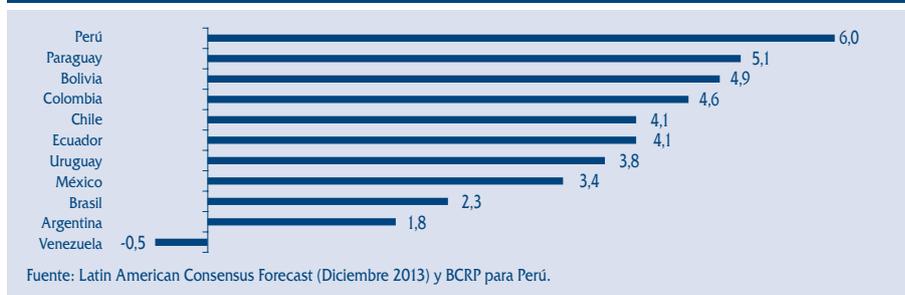
14. Al igual que en el Reporte anterior, **América Latina** ha mostrado un crecimiento moderado, afectado por un entorno internacional menos favorable y, en muchos casos, por un menor dinamismo de la demanda interna. En algunas economías como México y Chile, donde el crecimiento ha sido menor a su potencial, los bancos centrales han reducido sus tasas de interés, decisión que se vio favorecida por los bajos niveles de inflación. En otras economías, como en el caso de Brasil, las presiones inflacionarias y depreciatorias han limitado la respuesta de política e incluso han llevado a una elevación de tasas.

Para 2013, se estima que la región presentaría un crecimiento de 2,5 por ciento, similar al proyectado en el Reporte de Inflación anterior. La región registraría un mayor dinamismo para 2014 y 2015 (con tasas de 3,1 y 3,5 por ciento, respectivamente) en línea con el mayor crecimiento previsto para la economía mundial. Estas tasas, sin embargo, se ubican aún por debajo del crecimiento de la década previa a la crisis financiera internacional de 2008.

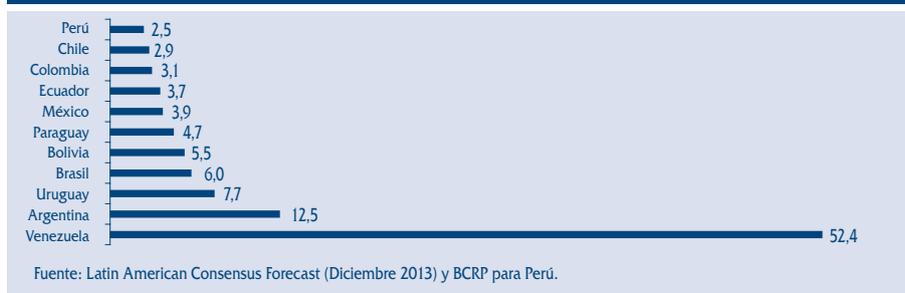




**Gráfico 14**  
**CRECIMIENTO DEL PBI: 2014**  
(Variación porcentual)



**Gráfico 15**  
**INFLACIÓN: 2014**  
(Dic./Dic.)



## Mercados financieros

15. Desde el último Reporte de Inflación, los mercados financieros internacionales se vieron afectados por la incertidumbre en torno a las negociaciones fiscales en EUA y por las expectativas respecto al programa de compras de la Fed.

En el primer caso, el gobierno y el congreso de EUA lograron un acuerdo a principios de octubre. Ello redujo la aversión al riesgo en los meses siguientes. Esta tendencia se vio favorecida por el acuerdo presupuestal aprobado en diciembre por la Cámara de Representantes, que mitigaría los recortes automáticos de gastos en los próximos dos años. Sin embargo, las definiciones en torno al límite de deuda solo se han postergado hasta febrero de 2014, lo que podría implicar un incremento en la aversión al riesgo conforme se acerquen las fechas límite para lograr los acuerdos definitivos.

Respecto a la política monetaria, la indefinición en torno a los acuerdos fiscales y la evidencia de una lenta recuperación económica llevaron a una postergación del *tapering* previsto para setiembre. Desde esa fecha, el mercado esperaba que la Fed inicie la disminución del monto mensual de compras hacia fines de 2013 o inicios del próximo año. El 18 de diciembre la Fed anunció una reducción de US\$ 10 mil millones que iniciaría en enero de 2014.

16. Eventos en otros países y regiones también favorecieron la reducción en la aversión al riesgo observada desde el último Reporte de Inflación: Entre ellos destacan: (i) la estabilidad política y financiera en los países de la Eurozona y el recorte de la tasa de política del BCE, (ii) las mayores señales de crecimiento moderado de China y las reformas difundidas en la tercera plenaria del Partido Comunista de China, y (iii) los menores temores geopolíticos en Medio Oriente tras el acuerdo interino -por seis meses- alcanzado entre Irán y los 5 miembros permanentes del Consejo de Seguridad de la ONU y Alemania para reducir su programa nuclear.
17. Los **mercados de deuda soberana de la Eurozona** mostraron una evolución positiva gracias a las mejores condiciones políticas y financieras de la Eurozona y el recorte de tasas del BCE.

En línea con estos desarrollos, las principales agencias de calificación mejoraron la calificación o la perspectiva a varias economías de la región con problemas de deuda. Moody's subió la perspectiva a Portugal de negativa a estable y elevó la calificación a Grecia. S&P mejoró la perspectiva a España; por el contrario, dicha agencia recortó su calificación a Holanda y Francia.

En este contexto, los *spreads* crediticios de las economías de la periferia de la Eurozona registraron reducciones significativas, como en los casos de Grecia, Portugal, Italia, España e Irlanda.

**Cuadro 5**  
**SPREADS SOBERANOS DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS**

	Fin de período						Var. en puntos básicos		
	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Dic.13*	Dic.13/Dic.11	Dic.13/Dic.12	Dic.13/Set.13
<b>CDS (Puntos básicos)</b>									
EUA	49	38	38	28	35	32	-17	-6	-3
Reino Unido	98	41	45	50	33	27	-70	-14	-6
Alemania	102	42	37	32	24	25	-78	-17	1
Francia	220	93	83	80	69	53	-167	-40	-16
España	380	300	302	284	227	151	-230	-149	-76
Italia	484	289	306	284	267	169	-316	-121	-99
Irlanda	724	220	190	166	143	122	-603	-98	-22
Grecia 1/	8 786	4 265	3 890	1 144	987	734	-8 053	-3 531	-253
Portugal	1 082	443	418	401	491	355	-727	-88	-136
<b>Rendimiento del bono del Tesoro a 10 años (%)</b>									
EUA	1,88	1,76	1,85	2,49	2,61	2,86	99	111	25
Reino Unido	1,98	1,83	1,77	2,44	2,72	2,90	92	107	18
Alemania	1,83	1,32	1,29	1,73	1,78	1,83	0	51	5
Japón	0,99	0,79	0,55	0,85	0,69	0,70	-29	-10	1

\* Al 13 de diciembre.

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

Fuente: Bloomberg.





18. En el **plano fiscal**, se dieron los siguientes eventos en los países que tienen programa con la Unión Europea/FMI. En Irlanda, la troika concluyó positivamente la última revisión del programa. El país será el primero en concluir exitosamente un programa de rescate. Además, el gobierno informó que no solicitará una línea de crédito preventiva una vez concluido el programa. En **Portugal**, la octava y novena revisión del acuerdo concluyó positivamente. En **Grecia**, las negociaciones entre la troika y el gobierno aún no han terminado retrasando la conclusión de la revisión del programa. El desacuerdo con el gobierno se centró en el progreso del programa y en el tamaño de la brecha de financiamiento.

Entre las economías sin programa UE/FMI, la Comisión Europea (CE) difundió sus evaluaciones de los presupuestos 2014-2016. Advirtió que las perspectivas de mediano plazo no estarían alineadas con las metas fiscales en el caso de España e Italia, y les solicitó revisar sus presupuestos para asegurar el cumplimiento.

Por su parte, en el **plano financiero**, **España** estaría por finalizar su programa de rescate financiero y el gobierno informó que no solicitará mayor asistencia del ESM (Mecanismo Europeo de Estabilidad) luego de finalizar su programa en enero 2014. La facilidad asignada al país fue por € 100 mil millones pero solo demandó € 41 mil millones.

A nivel de la región, se dieron algunos avances sobre la **unión bancaria** (respecto a lo acordado en junio), tras la formación del gobierno de coalición de Alemania, particularmente en relación al mecanismo y fondo de resolución bancaria. En octubre, el BCE anunció su plan para la evaluación integral (AQR) de la banca de la Eurozona que iniciará próximamente, que incluye evaluación del riesgo, evaluación de la calidad de activos y *stress tests*.

19. Los rendimientos de los **activos considerados seguros** mostraron un comportamiento al alza básicamente por los temores de retiro del estímulo de la Fed, que implicaría una menor demanda por bonos del Tesoro de Estados Unidos y las mejores perspectivas de actividad. Los bonos del Tesoro a diez años se elevaron 25 pbs entre setiembre y diciembre.

En el caso de **Alemania y Japón**, los rendimientos registraron un menor crecimiento tras el recorte de tasas del BCE en la primera semana de noviembre, las señales de moderación del crecimiento en las economías de la periferia de la Eurozona, y, en el caso de la economía japonesa, por las expectativas de un incremento en el programa de compras de activos del banco central.

Los **mercados de deuda de los países de América Latina**, salvo en el caso de Brasil, mostraron una evolución favorable, en línea con la menor aversión al riesgo registrada a partir de octubre.

**Cuadro 6**  
**SPREADS CDS SOBERANOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES**  
(Puntos básicos)

	Fin de período						Var. en puntos básicos		
	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Dic.13*	Dic.13/Dic.11	Dic.13/Dic.12	Dic.13/Set.13
Brasil	161	108	137	187	176	180	19	72	4
Chile	132	72	65	100	90	77	-56	5	-13
Colombia	154	96	99	143	134	116	-39	20	-19
México	153	97	97	132	122	89	-64	-8	-33
Perú	172	97	97	145	148	129	-43	32	-19
Hungría	635	278	390	321	280	272	-363	-6	-8
Polonia	281	78	99	104	89	76	-205	-2	-13
Rusia	278	135	166	196	179	162	-116	27	-17
Turquía	291	131	146	191	219	193	-99	61	-27
China	147	66	74	119	89	66	-82	-1	-23
Israel	198	135	126	127	122	100	-98	-35	-22
Sudáfrica	203	149	183	218	201	198	-6	49	-3

\* Al 13 de diciembre.  
Fuente: Bloomberg.

20. Los **mercados bursátiles** también se recuperaron, registrando ganancias en los principales mercados desarrollados y algunos emergentes dadas las mejores perspectivas económicas y financieras. Sin embargo, la región y algunas economías emergentes europeas y asiáticas se han mantenido afectadas por las liquidaciones de posiciones ante los mayores temores de un pronto inicio del *tapering* y en línea con la caída de los precios de los *commodities*. En el caso de la región, las principales bolsas —con excepción de México— registraron pérdidas entre setiembre y diciembre.

**Gráfico 16**  
**BOLSAS**  
(Fin de período; variación porcentual Dic. 13 respecto a Set. 13)





### Tipo de cambio

21. De acuerdo con el índice de la Fed, el dólar se apreció 0,5 por ciento entre setiembre y diciembre. El dólar se apreció 5,0 por ciento respecto al yen por las expectativas de mayor estímulo monetario del Banco de Japón (BoJ) en contraposición con las previsiones de inicio del retiro del estímulo por parte de la Fed. Por el contrario, se depreció 0,7 por ciento frente a la libra y 1,6 por ciento frente al euro, en ambos casos básicamente por las mejoras en las perspectivas de crecimiento de Europa.



Por su parte, las **monedas emergentes** han seguido depreciándose respecto al dólar (en la región, la excepción fue el peso mexicano y el nuevo sol peruano), en un contexto de incertidumbre asociado a las expectativas del inicio de retiro del estímulo por la Fed y a la reducción de los precios de los *commodities*. Al igual que en el Reporte anterior, las mayores depreciaciones se dieron en economías que enfrentan déficit elevados en cuenta corriente o que tienen una alta dependencia del financiamiento externo. Entre las monedas de la región que más se depreciaron destacan el peso argentino, el peso chileno y el real brasileño.

**Cuadro 7**  
**TIPOS DE CAMBIO**

	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Dic.13*	Var.% Dic.13 respecto a:		
							Dic.11	Dic.12	Set.13
Canadá	1,02	0,99	1,02	1,05	1,03	1,06	3,85	6,69	2,68
Japón	76,94	86,75	94,22	99,14	98,27	103,21	34,14	18,97	5,03
Reino Unido (US\$/u.m.)	1,55	1,63	1,52	1,52	1,62	1,63	4,92	0,30	0,70
Eurozona (US\$/u.m.)	1,30	1,32	1,28	1,30	1,35	1,37	6,11	4,15	1,60
Suiza (US\$/u.m.)	0,94	0,92	0,95	0,94	0,90	0,89	-5,17	-2,88	-1,74
Brasil	1,86	2,05	2,02	2,23	2,22	2,33	25,06	13,77	5,14
Chile	519	478	471	507	505	528	1,78	10,50	4,66
Colombia	1 936	1 766	1 819	1 920	1 906	1 931	-0,25	9,36	1,32
México	13,95	12,86	12,31	12,94	13,09	12,87	-7,71	0,06	-1,66
Argentina	4,30	4,92	8,38	5,39	5,79	6,29	46,19	27,96	8,62
Perú	2,697	2,552	2,591	2,781	2,79	2,77	2,71	8,54	-0,57
Hungría	243	220	237	227	220	220	-9,75	-0,30	-0,16
Polonia	3,44	3,08	3,26	3,32	3,12	3,04	-11,58	-1,40	-2,54
Rusia	32,19	30,55	31,07	32,83	32,38	32,89	2,17	7,66	1,59
Turquía	1,88	1,78	1,81	1,92	2,02	2,04	8,16	14,59	1,09
China	6,29	6,23	6,21	6,14	6,12	6,07	-3,54	-2,55	-0,80
India	53,01	54,99	54,28	59,52	62,58	62,19	17,31	13,08	-0,62
Israel	3,81	3,73	3,65	3,64	3,53	3,50	-8,07	-6,23	-0,67
Sudáfrica	8,07	8,45	9,22	9,83	10,02	10,28	27,51	21,69	2,63
Canasta de la Fed	100,6	99,2	100,6	102,6	101,3	101,9	1,21	2,67	0,53

\* Al 13 de diciembre de 2013.

Fuente: Bloomberg y Reuters.

## Decisiones de bancos centrales

22. En los últimos meses, la mayoría de bancos centrales de las economías desarrolladas mantuvieron sus tasas de interés. La excepción fue Suecia y el Banco Central Europeo que, en una decisión no esperada por el mercado, redujo la tasa de interés en 25 pbs ante la lenta recuperación económica y la baja inflación (a noviembre, la inflación se ubicó en 0,9 por ciento).

Las respuestas de política monetaria en las economías emergentes no fueron uniformes. En algunas economías —como Tailandia, Rumania, México, Hungría, Chile y Serbia— la reducción de tasas de interés se dio para apoyar la recuperación de la economía y en un contexto de presiones inflacionarias contenidas. Por el contrario, otras economías emergentes elevaron las tasas de interés debido a la existencia de presiones inflacionarias o de desequilibrios en sus cuentas externas. Cabe señalar que en ningún caso las tasas de interés se encuentran en niveles superiores a los observados previamente a la crisis financiera internacional.





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

	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Dic.13	Variación (pbs.) Dic.13 con respecto a:		
						Set.13	Dic.12	Set.08
Brasil	7,25	7,25	8,00	9,00	10,00	100	275	-375
Pakistán	9,50	9,50	9,00	9,50	10,00	50	50	-300
Serbia	11,25	11,75	11,00	11,00	9,50	-150	-175	-625
India	8,00	7,50	7,25	7,50	7,75	25	-25	-125
Indonesia	5,75	5,75	6,00	7,25	7,50	25	175	-175
Islandia	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	0	0	-950
China	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	0	0	-120
Sudáfrica	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	0	0	-700
Turquía	5,50	5,50	4,50	4,50	4,50	0	-100	-1 225
Chile	5,00	5,00	5,00	5,00	4,50	-50	-50	-375
Perú	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	-25	-25	-250
Rumania	5,25	5,25	5,25	4,25	4,00	-25	-125	400
México	4,50	4,00	4,00	3,75	3,50	-25	-100	-475
Filipinas	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	0	0	-250
Colombia	4,25	3,25	3,25	3,25	3,25	0	-100	-675
Hungría	5,75	5,00	4,25	3,60	3,00	-60	-275	-550
Malasia	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	0	0	-50
Polonia	4,25	3,25	2,75	2,50	2,50	0	-175	-350
Nueva Zelanda	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	-500
Australia	3,00	3,00	2,75	2,50	2,50	0	-50	-450
Corea del Sur	2,75	2,75	2,50	2,50	2,50	0	-25	-275
Tailandia	2,75	2,75	2,50	2,50	2,25	-25	-50	-150
Taiwán	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	0	0	-163
Noruega	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0	0	-425
Canadá	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	-200
Israel	2,00	1,75	1,25	1,00	1,00	0	-100	-325
Suecia	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	-25	-25	-400
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	-450
Eurozona	0,75	0,75	0,50	0,50	0,25	-25	-50	-400
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	-175
Suiza	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0	-275

**Recuadro 1**  
**LA POSICIÓN DEL ESTÍMULO MONETARIO DE LA FED**

Este recuadro revisa los programas de flexibilización cuantitativa implementados por la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y reporta el impacto que las expectativas de su reversión vienen generando en las economías de la región, principalmente en el mercado de bonos de gobierno, el riesgo país y el valor de las monedas.

Con la quiebra de Lehman Brothers en setiembre de 2008, Estados Unidos aceleró la provisión de liquidez al sistema financiero, a nivel global mediante ampliaciones en las líneas Swap con los principales bancos centrales, y a nivel local con el inicio de la compra de activos en problemas hasta por US\$ 700 mil millones con recursos del Tesoro, la reducción de la tasa de política hasta un rango entre 0 y 0,25 por ciento, y el inicio de una estrategia de flexibilización cuantitativa, comprando como parte del primer programa (QE1) activos de alta calificación y principalmente títulos colateralizados con hipotecas<sup>1</sup>, y en su segundo (QE2) y tercer (QE3) programas con mayores compras de títulos del tesoro americano con incidencia en los de mayores plazos para reducir el costo de financiamiento de largo plazo y con ello reactivar la actividad económica. En el segundo programa adicionalmente se realizó la operación "twist", que consistía en canjear bonos de corto plazo (plazos menores a 3 años) por bonos de largo plazo (plazos entre 6 y 30 años) por US\$ 400 mil millones.

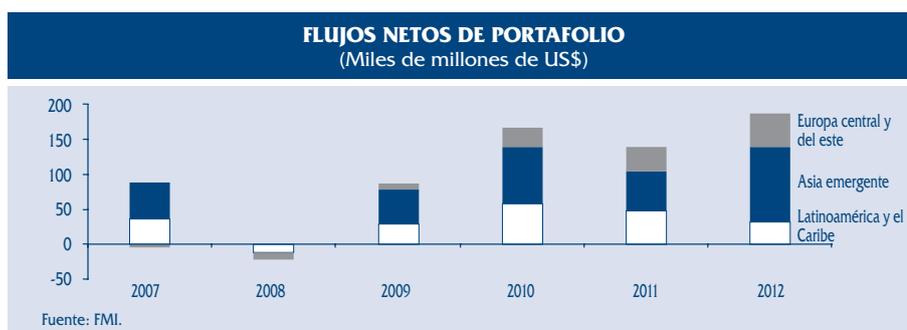
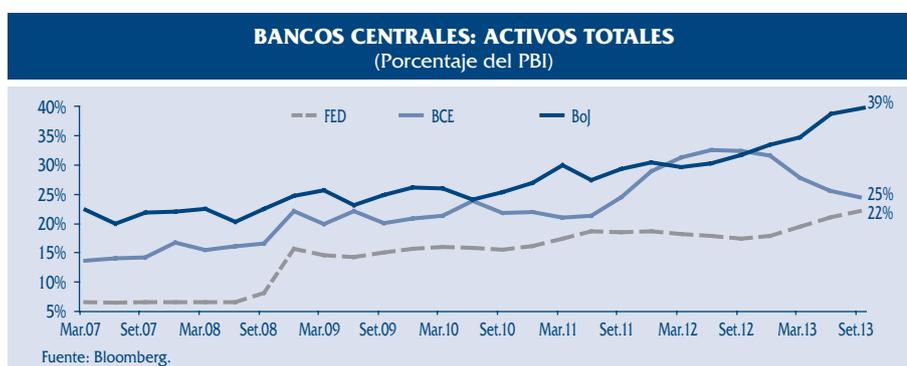
1 El primer anuncio de la Fed fue el 25 de noviembre de 2008, mediante la declaración de compras de títulos de empresas promovidas por el gobierno (Government Sponsored Enterprises, GSE en sus siglas en inglés) y títulos respaldos por hipotecas (MBS) por US\$ 600 mil millones.

<b>PROGRAMA DE COMPRAS DE LA FED</b> (Miles de millones de US\$)			
	Compras totales de los programas		Compras mensuales
	QE1 (Nov.2008)	QE2 (Nov.2010)	QE3 (Set.2012*)
<b>Totales</b>	<b>1 725</b>	<b>600</b>	<b>85</b>
Títulos de los GSE	175	0	0
MBS	1 250	0	40
Títulos del Tesoro	300	600	45
Operación "twist"		✓ **	

\*A diferencia del "QE1 y QE2" que establecen compras totales máximas, el "QE3" establece montos de compras mensuales por un plazo no definido.  
 \*\* Operación "Twist": canjear bonos a corto plazo (< a 3 años) por bonos de largo plazo (entre 6 y 30 años) por US\$ 400 mil millones.

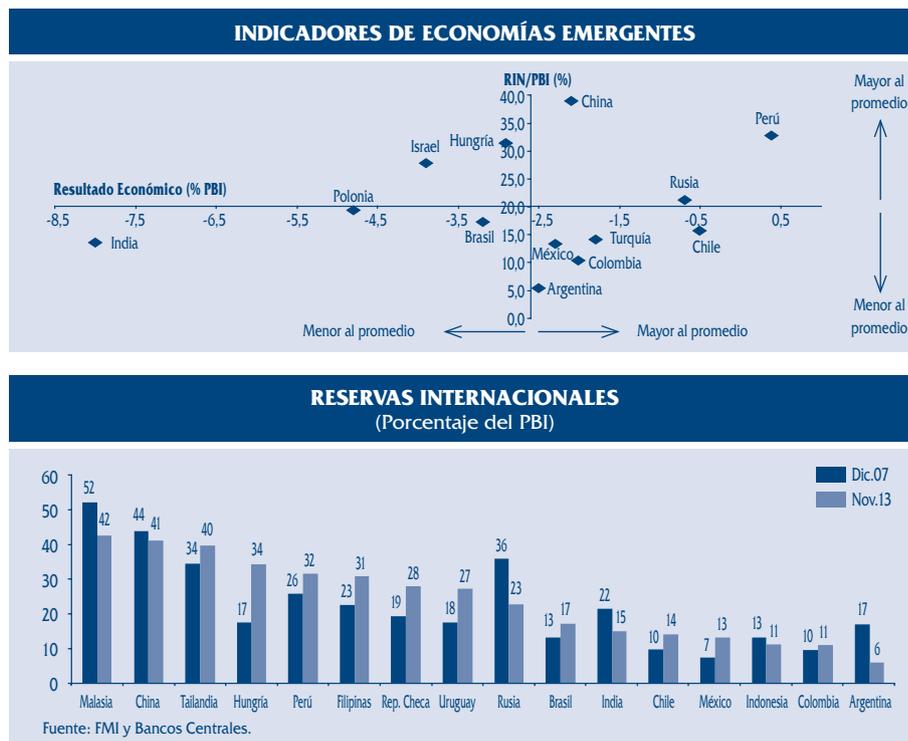
	Flujos de los Activos del Balance de la FED		Flujo de activos
	Set.08-Oct.10	Nov.10-Ago.12	Set.12-Nov.13
<b>Total Activos</b>	<b>1 300</b>	<b>517</b>	<b>1 113</b>
Títulos:	1 559	532	1 092
MBS	1 051	-207	596
Títulos del Tesoro	358	802	524
Títulos de GSE	150	-62	-29

Como resultado de la flexibilización cuantitativa, entre setiembre de 2008 y noviembre de 2013 la hoja de balance de la Fed se ha cuadruplicado con un flujo de activos de US\$ 2 931 miles de millones, del cual el flujo por tenencia de títulos ha sido de US\$ 3 182 miles de millones (US\$ 1 440 miles de millones en MBS y US\$ 1 684 miles de millones en títulos del tesoro). Este programa de la Fed junto con las políticas monetarias expansivas del Banco Central Europeo (ECB) y del Banco de Inglaterra (BoE) han implicado abundante disponibilidad de fondos financieros globales e inducido un ingreso de capitales significativo hacia las economías emergentes; apreciando las monedas de estas economías y flexibilizando significativamente las condiciones de financiamiento que se reflejó en menores tasas de interés globales, principalmente de los bonos públicos y privados.





En este contexto de abundancia de liquidez financiera internacional y con alta probabilidad de reversiones importantes, algunas economías emergentes han venido acumulando preventivamente reservas internacionales, manteniendo una posición fiscal prudente y, al mismo tiempo, han venido fortaleciendo su sistema financiero mediante instrumentos que reduzcan su vulnerabilidad a las reversiones de capitales.

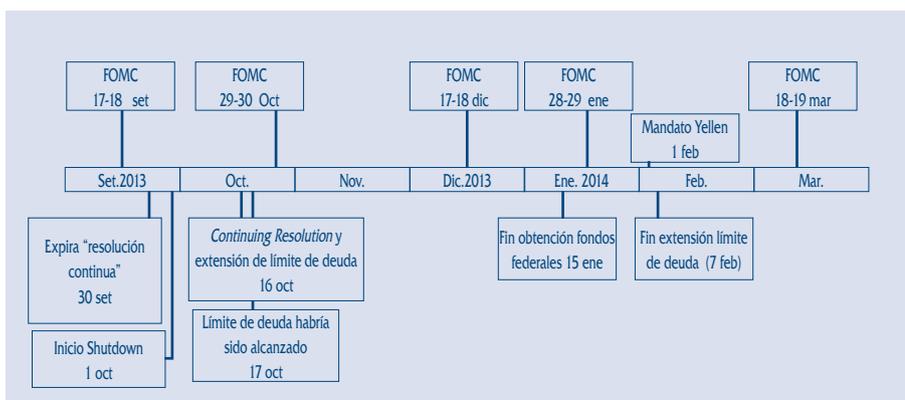
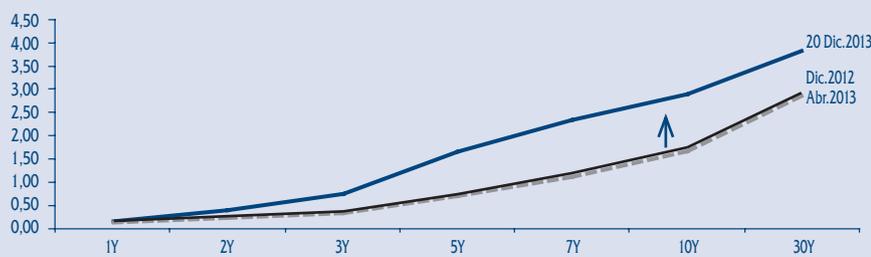


En mayo de 2013, **luego de 5 años de estímulo monetario**, la Fed bajo la presidencia de Ben Bernanke, anunció la necesidad del inicio de reducción del programa de compras de activos (*tapering*) en el futuro próximo. La vigencia de estas compras estaría condicionada a un progreso sustancial en la recuperación de la economía, principalmente del mercado laboral. A noviembre, se han recuperado el 89 por ciento de los empleos perdidos durante la crisis y la tasa de desempleo se ha reducido 80 puntos básicos en 2013, ubicándose en 7 por ciento. Esta evolución, sumada a la estabilización del mercado inmobiliario, incrementó las expectativas de una disminución del estímulo de la Fed (*tapering*), anunciado en diciembre para dar inicio en enero de 2014 (US\$ 10 mil millones menos de compras de activos).

Cabe precisar que el retiro no implicaría una elevación de la tasa de política, la que el mercado espera que se de hacia 2015 o 2016. En su comunicado de diciembre de 2012, la Fed señaló que el mantenimiento de bajas tasas de interés estaría sujeto a que la tasa de desempleo se ubique por debajo 6,5 por ciento, que la proyección a 2 años de la inflación sea menor a la meta de largo plazo de 2,0 por ciento (con un margen positivo de 0,5 por ciento), y que las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan ancladas.

Ante la expectativa del inicio del *tapering*, se produjo un aumento en los rendimientos de los bonos del Tesoro Americano de mediano y largo plazo, lo que reflejó la corrección de los precios de estos activos que se encontraban sobrevalorados por el QE de la Reserva Federal y, con ello, se redujo la probabilidad de una corrección futura más brusca.

**CURVA DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO AMERICANO**  
(Porcentajes)



Por otra parte, el incremento de las tasas de interés globales de largo plazo debido al inicio del *tapering* fomentaría la reestructuración del portafolio de inversionistas que migrarían de títulos de mayor riesgo a títulos considerados libres de riesgo y ello traería consigo un alza de las tasas de interés de los instrumentos de deuda. La expectativa que se tenía sobre la pronta reducción del estímulo monetario probablemente ha venido siendo anticipada por el mercado, hecho que se refleja en las mayores tasas de los bonos soberanos de la región, reflejando también la corrección en el precio de estos activos.

**RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS**  
(Porcentaje)

Soberanos	29 nov.13	15 set.13	30 abr.13	15 nov.12	31 oct.10
Brasil	12,94	12,47	9,70	9,46	12,16
Colombia	6,77	6,81	4,91	6,27	7,44
México	6,31	6,23	4,59	5,56	6,36
Perú	5,50	5,62	4,11	4,45	5,47
<b>Globales</b>					
Brasil	4,75	4,75	3,05	2,51	4,32
Colombia	4,63	4,86	3,17	2,99	4,55
México	4,30	4,40	2,57	2,77	3,74
Perú	4,49	4,74	3,19	2,90	4,37
<b>Tesoro EEUU</b>	2,75	2,89	1,67	1,62	2,60

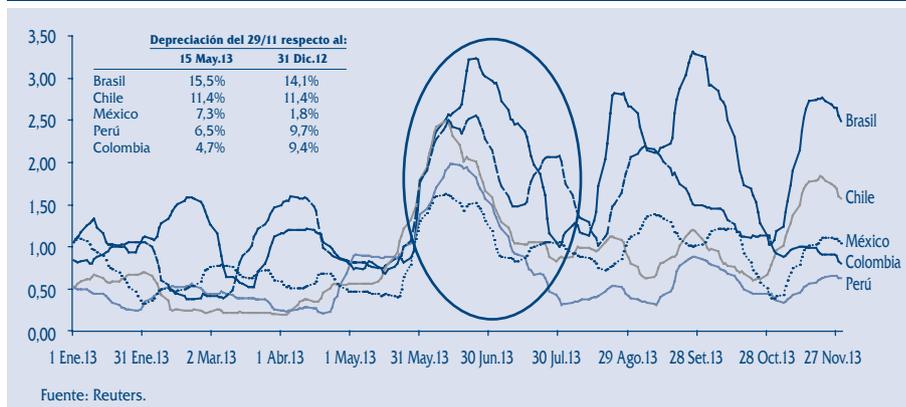




### VARIACIONES DE LOS RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS (EN PBS.) DE NOVIEMBRE 2013 RESPECTO A:



### VOLATILIDAD CAMBIARIA DE LOS PAÍSES DE LA REGIÓN (Coeficiente de variación de los últimos 30 días hábiles)



En conclusión, los mercados han internalizado el inicio del *tapering* y, por ello, aunque con alta volatilidad, los distintos precios en los mercados financieros (rendimientos de activos, tasas de interés, tipos de cambio, precios de *commodities*, entre otros) han venido ajustándose anticipadamente diferenciando de cierto modo los fundamentos de las diferentes economías emergentes. Por ello, el ajuste en estos precios con el inicio del *tapering*, descontará estos ajustes anticipados implicando una menor volatilidad.

## II. Actividad económica

23. El presente Reporte contempla una revisión en la tasa de crecimiento proyectada del PBI para el año **2013** a 5,1 por ciento, menor al 5,5 por ciento previsto en el Reporte de setiembre. Este menor crecimiento del PBI está asociado a un menor dinamismo de la demanda interna (5,8 por ciento frente a 6,5 por ciento en el Reporte previo), principalmente por un menor crecimiento de la inversión del sector privado de 7,7 a 4,3 por ciento en el año. Para el último trimestre se prevé la recuperación de las exportaciones, la cual incorpora datos ejecutados de los tres primeros trimestres del año.

La desaceleración en el crecimiento del PBI entre los años 2012 (6,3 por ciento) y 2013 (5,1 por ciento), se explica por la reducción del crecimiento de la inversión privada de 13,5 a 4,3 por ciento y por la menor tasa del consumo privado de 5,8 a 5,2 por ciento. Este resultado viene acompañado de un menor incremento de las exportaciones, las cuales pasaron de 5,4 por ciento a 1,5 por ciento en el mismo período. Del mismo modo, en los primeros nueve meses de año y comparado con igual período del año anterior, la inversión privada se desaceleró significativamente de 14,1 por ciento a 4,8 por ciento, el consumo privado de 6,3 por ciento a 5,2 por ciento, y las exportaciones de 6,8 por ciento a un resultado nulo.

**Cuadro 9**  
**DEMANDA INTERNA Y PBI**  
(Variación porcentual real)

	2012	2013*		2014*		2015*		
	Año	Ene-Set.	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>I. Demanda interna</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>
<b>a. Gasto privado</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>
Consumo	5,8	5,2	5,2	5,2	5,3	5,2	5,4	5,4
Inversión privada fija	13,5	4,8	7,7	4,3	7,7	6,3	7,9	6,6
<b>b. Gasto público</b>	<b>13,3</b>	<b>12,0</b>	<b>10,8</b>	<b>10,1</b>	<b>9,0</b>	<b>9,9</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>
Consumo	9,4	7,4	7,6	5,5	4,0	6,3	4,2	4,2
Inversión	20,8	20,5	16,3	18,1	17,0	15,5	14,6	14,6
<b>II. Exportaciones</b>	<b>5,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>9,3</b>	<b>6,3</b>	<b>11,4</b>	<b>10,9</b>
<b>III. Importaciones</b>	<b>10,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,5</b>	<b>7,9</b>	<b>6,3</b>	<b>8,6</b>	<b>7,9</b>
<b>PBI (I+II-III)</b>	<b>6,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.





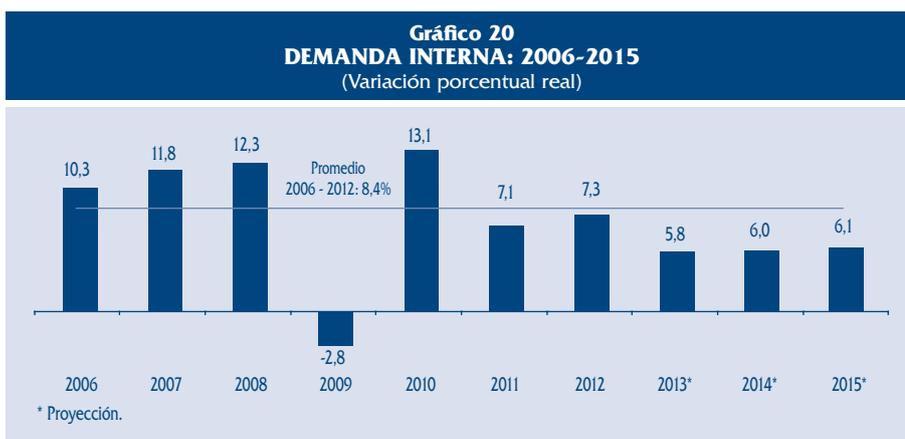
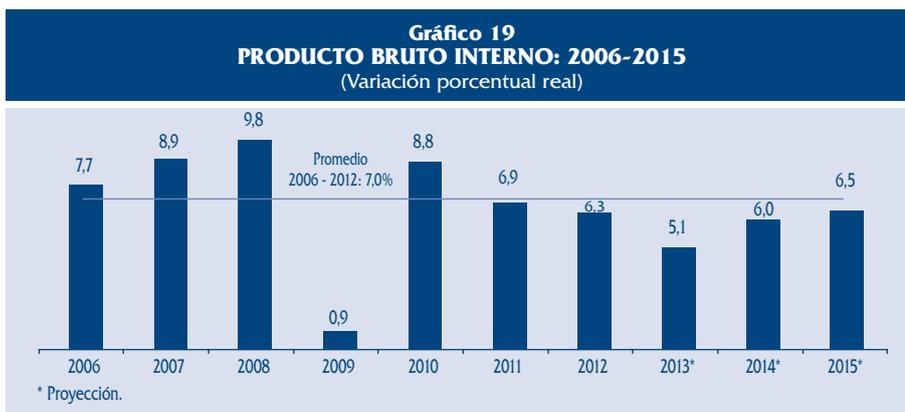
**Cuadro 10**  
**DEMANDA INTERNA Y PBI**  
(Contribuciones a la variación porcentual real)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	Ene-Set	Año	Ene-Set	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>I. Demanda interna</b>	<b>7,5</b>	<b>7,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,8</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>
a. Gasto privado	6,0	5,9	4,9	5,2	4,6	5,0	4,8	5,4	5,1
Del cual:									
Consumo	3,9	3,9	3,5	3,5	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5
Inversión privada fija	3,2	3,0	1,2	1,8	1,0	1,9	1,5	2,0	1,6
b. Gasto público	1,4	1,9	1,5	1,6	1,5	1,4	1,6	1,4	1,4
Consumo	0,3	0,9	0,6	0,7	0,5	0,4	0,6	0,4	0,4
Inversión	1,1	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0
<b>II. Exportaciones</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
<b>III. Importaciones</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>
<b>PBI (I+II-III)</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

24. Se proyecta que el PBI crezca 6,0 por ciento en 2014 y 6,5 por ciento en 2015, tasas cercanas al ritmo de actividad potencial. Este crecimiento potencial asume que se van a realizar reformas que aumentarían la productividad. En la última década, teniendo en cuenta la descomposición del PBI potencial por sus componentes, la tasa de crecimiento del producto potencial estuvo principalmente explicada por el incremento del stock de capital, que contribuyó en 2,1 puntos porcentuales, y por la evolución de la productividad total de factores, con una contribución de 2,3 por ciento.
25. Por el lado del gasto, en el horizonte de proyección se presenta una recuperación de las exportaciones, las cuales, crecerían a un ritmo superior al promedio de la última década. Así, en los próximos años registraría un crecimiento de 6,3 por ciento y 10,9 por ciento en 2014 y 2015, respectivamente. De igual forma, la inversión privada mostraría una recuperación, alcanzando una tasa de crecimiento de 6,3 por ciento y 6,6 por ciento en 2014 y 2015. Por su parte, el consumo privado mantendría un ritmo de crecimiento similar al de la última década, mostrando un 5,2 por ciento y 5,4 por ciento en los mismos años proyectados, mientras que el gasto público tendría un desempeño positivo, logrando un 9,9 por ciento y 8,5 por ciento en los años 2014 y 2015.



### Proyecciones de los componentes del gasto

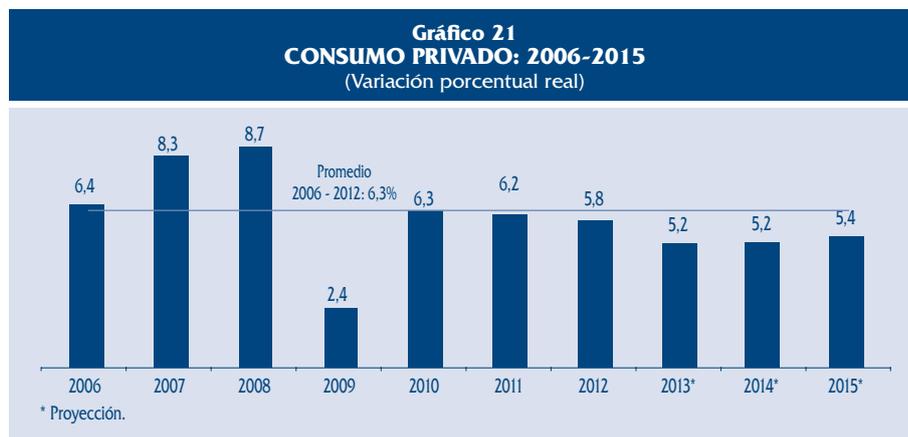
26. La **demanda interna** mostró un menor ritmo de expansión en el tercer trimestre del año, con una tasa de 4,4 por ciento, comparado con las tasas de crecimiento de 8,1 y 6,1 por ciento del primer y segundo trimestre, respectivamente. Considerando esta información y los indicadores de actividad reciente, se ha revisado a la baja la demanda interna para el año 2013, pasando de una tasa de 6,5 por ciento en el Reporte de Inflación de setiembre a 5,8 por ciento en el presente Reporte. Esta disminución se explica por el menor crecimiento de la inversión privada el cual va en línea con el deterioro del indicador de expectativas de inversión.

Para los años 2014 y 2015 se prevé un crecimiento de la demanda interna de 6,0 y 6,1 por ciento, respectivamente. Se espera que la inversión privada recupere el dinamismo de los últimos años y compense la menor previsión en el gasto privado y las exportaciones, las cuales, se espera que se recuperen ante un escenario de mejora de la actividad económica mundial.



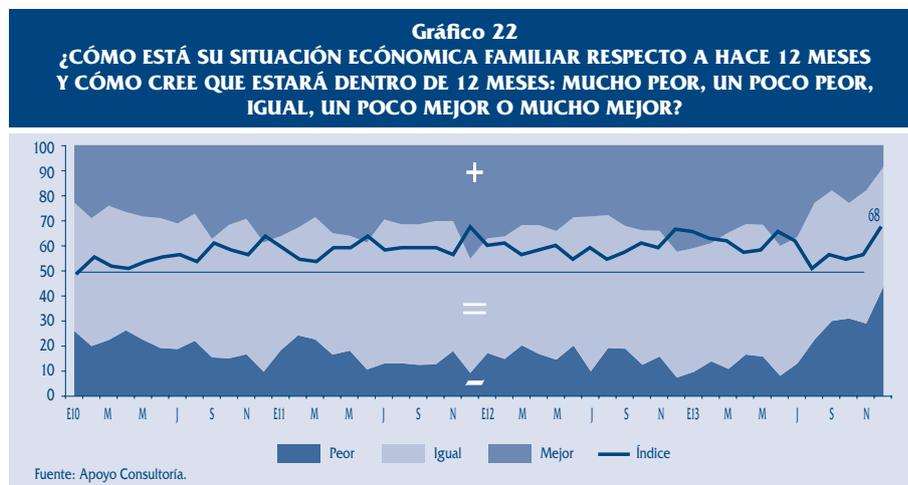


27. El **consumo privado** creció 5,2 por ciento en los primeros nueve meses del año, mostrando un menor dinamismo con respecto a las tasas observadas durante el mismo periodo del año 2012. La moderación del consumo se refleja en diversos indicadores como el Índice de Confianza del Consumidor INDICCA de Lima Metropolitana (con un valor de 56 puntos en diciembre superior en 4 puntos al valor de noviembre) y el crédito de consumo (11,3 por ciento en noviembre de 2013 frente a 15,9 por ciento en noviembre de 2012).

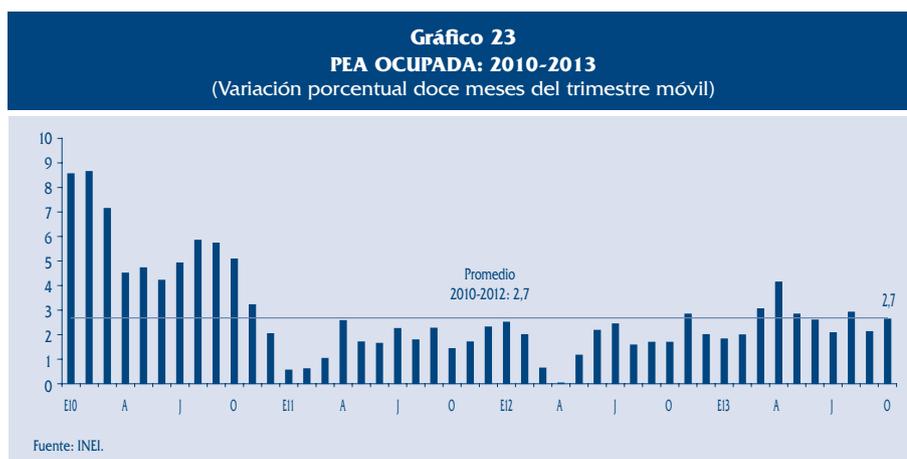


A continuación se muestran otros indicadores que reflejan la evolución reciente del consumo privado:

- El Índice de Confianza del Consumidor se ubicó en diciembre en un nivel optimista de 68 puntos. Este indicador mantuvo un nivel de 60 puntos en promedio durante los tres primeros trimestres del año, valor ligeramente superior al registrado en el mismo periodo del año 2012.



- b. El crecimiento de la población económicamente activa (PEA) ocupada fue de 2,7 por ciento en el trimestre móvil agosto-octubre de 2013, nivel superior al de similar periodo del año pasado (1,7 por ciento), en línea con el promedio 2006-2012 (2,7 por ciento).

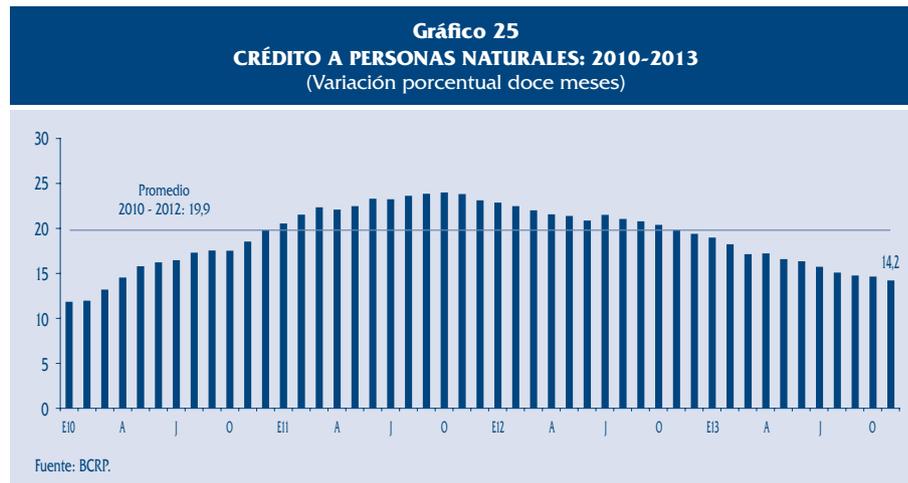


- c. El crecimiento del ingreso principal en Lima Metropolitana fue de 8,5 por ciento en el trimestre móvil setiembre-noviembre de 2013, superior al nivel registrado en similar periodo del año pasado (3,9 por ciento).



- d. El crecimiento del crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, sigue moderándose con respecto a las tasas observadas durante el año 2012. Este indicador tuvo un crecimiento de 14,2 por ciento en noviembre, inferior al promedio 2006-2012 (23,4 por ciento).





- e. El ingreso nacional disponible creció en el periodo enero-setiembre de 2013 a una tasa de 2 puntos porcentuales menor a la de igual periodo de 2012. Para 2013 se proyecta un crecimiento moderado del ingreso nacional disponible y menor en 0,7 puntos porcentuales a lo previsto en el Reporte previo. Asimismo, la proyección para los próximos dos años se ha revisado a la baja, en línea con la evolución prevista del producto.

**Cuadro 11**  
**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**  
(Variación porcentual real)

	2012		2013*		2014*	2015*
	Ene-Set	Año	Ene-Set	Año		
1. Producto Bruto Interno	6,4	6,3	4,9	5,1	6,0	6,5
2. Producto Nacional Bruto	8,6	8,2	6,1	6,6	6,3	6,3
3. Ingreso Nacional Bruto	7,0	6,9	5,0	5,3	6,0	6,5
<b>4. Ingreso Nacional Disponible <sup>1/</sup></b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>

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

28. La **inversión privada** creció 2,1 por ciento en el tercer trimestre, acumulando un crecimiento de 4,8 por ciento en los primeros tres trimestres del año.

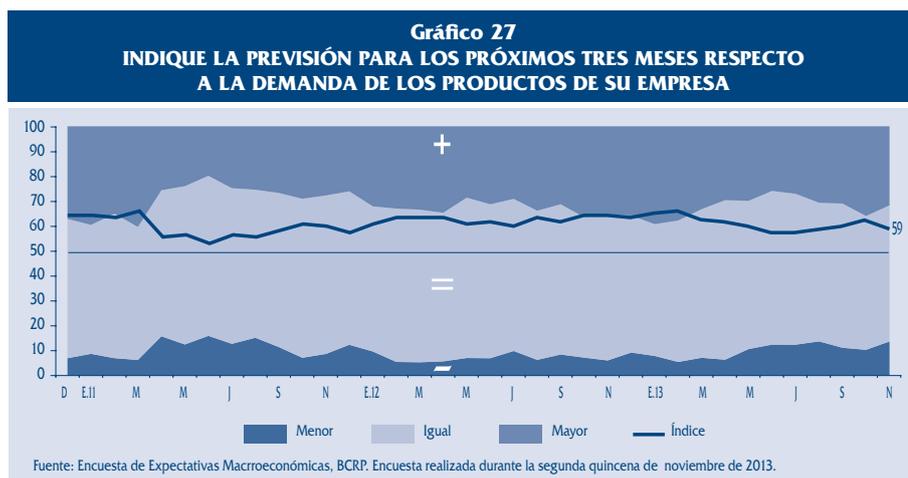
Dada esta menor ejecución, este componente del gasto muestra la mayor desaceleración en lo que va del año (crecimiento de 4,8 por ciento, en comparación con una tasa de 14,1 por ciento en el mismo período de 2012) y se revisa a la baja la proyección a 4,3 por ciento, frente a 7,7 por ciento en el Reporte de setiembre.

Para los años 2014 y 2015 se proyectan tasas entre 6 y 7 por ciento, considerando la cartera de proyectos de inversión anunciados y las expectativas de crecimiento de la economía. Con ello, el ratio de inversión privada con respecto al PBI alcanzaría 21,7 por ciento en 2015, nivel no observado desde la década de 1950.



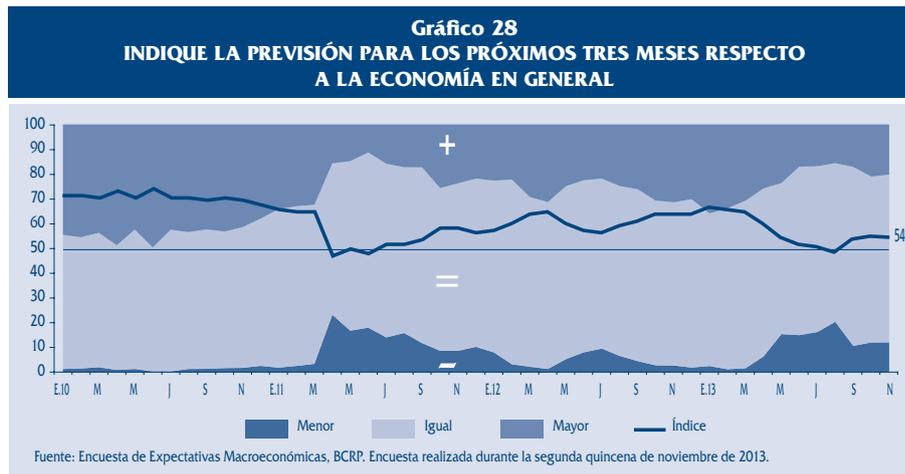
Los indicadores recientes de la inversión privada que sustentan las proyecciones del presente Reporte de Inflación son:

- Las expectativas de demanda a tres meses se mantienen en el tramo optimista, alcanzando los 59 puntos en noviembre, menor con respecto a los valores registrados durante los dos meses previos.



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





- c. Si bien los agentes económicos han revisado a la baja sus expectativas de crecimiento del PBI, se espera una recuperación del crecimiento para los próximos años a 5,9 por ciento en promedio en 2015.

**Cuadro 12**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Puntos porcentuales)

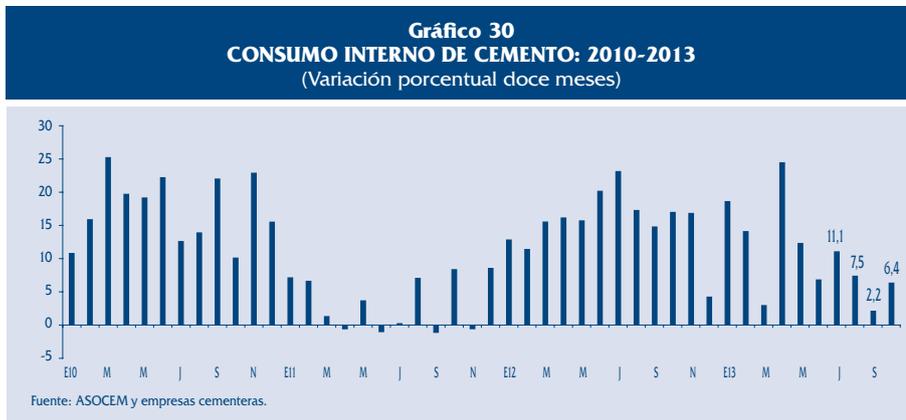
	Expectativas del:		
	RI Jun.13	RI Set.13	RI Dic.13*
<b>Sistema Financiero</b>			
2013	6,0	5,5	5,0
2014	6,0	5,7	5,6
2015	6,0	5,9	5,9
<b>Analistas Económicos</b>			
2013	6,0	5,5	5,0
2014	6,1	5,8	5,7
2015	6,0	6,0	6,0
<b>Empresas No Financieras</b>			
2013	6,0	5,5	5,1
2014	6,0	5,6	5,5
2015	6,0	6,0	5,8

RI: Reporte de Inflación.  
\* Encuesta realizada al 30 de noviembre de 2013.

- d. El crecimiento del volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión fue 4,6 por ciento en el período enero-noviembre, tasa menor a la registrada en igual periodo del año pasado (12,0 por ciento).



- e. El consumo interno de cemento creció a una tasa de dos dígitos en el período enero-octubre (10,7 por ciento).



- f. La producción de electricidad continúa mostrando dinamismo, con una tasa promedio de 6,6 por ciento en el período enero-noviembre, frente al 6,0 por ciento registrado entre enero y noviembre de 2012.



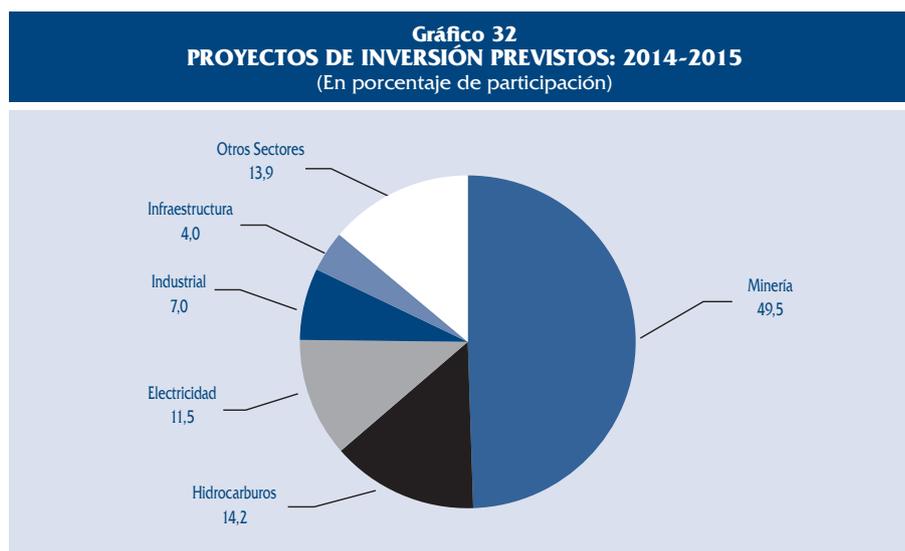


29. Los anuncios de proyectos de inversión privada para el periodo 2014-2015 alcanzan US\$ 29 mil millones, monto mayor en US\$ 1,8 mil millones a lo presentado en el Reporte de Inflación de setiembre.

	2014-2015		Diferencias
	RI Set.13	RI Dic.13	
Minería	13 880	14 110	230
Hidrocarburos	3 797	4 036	239
Electricidad	2 813	3 293	480
Industrial	1 671	1 991	320
Infraestructura	1 133	1 133	0
Otros Sectores	3 431	3 952	521
<b>Total</b>	<b>26 725</b>	<b>28 515</b>	<b>1 790</b>

RI: Reporte de Inflación.

Los sectores minería e hidrocarburos participan con el 63,6 por ciento del total de anuncios para el período 2014-2015. En el sector minero, proyectos como Corani e Inmaculada, con Estudios de Impacto Ambiental (EIA) aprobados por el Ministerio de Energía y Minas, se desarrollarían con inversiones de alrededor de US\$ 1 100 millones. Por otro lado, la empresa HudBay Minerals anunció el aumento de inversión en el Proyecto Constancia de US\$ 1 500 millones a US\$ 1 700 millones. A la fecha éste tendría un avance de más del 50 por ciento esperando que las obras culminen en 2014.



En el sector hidrocarburos, Pluspetrol invertiría US\$ 480 millones en la exploración de seis nuevos pozos en el lote 88.

En el sector eléctrico, Proinversión otorgó la buena pro de las dos centrales térmicas que conforman el Nudo Energético del sur, las que empezarán a operar en 2017. Samay I, empresa vinculada a Kallpa Generación, una de las filiales en el Perú de la internacional IC Power, obtuvo la buena pro para la construcción y operación de una central térmica dual de 593 MW en Mollendo, Arequipa. Enersur obtuvo la buena pro de la central que se ubicará en la provincia de Ilo, Moquegua, la misma que tendrá una capacidad de alrededor de 500 MW. Ambos proyectos demandarían una inversión de alrededor de US\$ 900 millones.

Los sectores ligados a la construcción como el inmobiliario, hotelero y salud, continúan realizando importantes anuncios de ejecución de nuevos proyectos y ampliación y remodelación, tanto en Lima como en provincias.

**Cuadro 14**  
**ANUNCIOS DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2013-2015**

SECTOR	INVERSIONISTA	NOMBRE DE PROYECTO
Minería	Xstrata Copper Freeport-Macmoran Copper Antares Minerals Inc. Norsemont Mining Inc. y HudBay Minerals Inc. China Minmetals Corporation y Jiangxi Copper Company Limited Aluminium Corp of China Ltd. (Chinalco) Bear Creek Mining Corporation Cumbres Andinas y Korea Resources Corp. Grupo Milpo Hochschild Mining International Minerals Corporation Anglo American Plc.	Las Bambas Cerro Verde: Ampliación Haquira Constancia El Galeno Ampliación Toromocho Corani Mina Justa Cerro Lindo y El Porvenir: Ampliación Inmaculada Quellaveco
Hidrocarburos	Savia Perú S.A. Repsol YPF Perenco Transportadora de Gas del Perú S.A. Pacific Rubiales Energy Pluspetrol Perú Corp. S.A. Cálidda Gas Natural del Perú Karoo Gas Australia y Vietnam American Petroleum	Lote Z-2B: Perforación, Exploración y Otras Inversiones Lote 39: Exploración de 21 pozos Exploración Lote 67 / Oleoducto Ampliación Capacidad de transporte de Gas Desarrollo de lotes: Z1-135 - 137 - 116 - 138 Exploración Lote 88 y 56 Masificación de Gas Explotación Lote Z - 38 (20 pozos)
Electricidad	Odebrecht S.A. Inkia Energy y Quimpac S.A. Energía Azul S.R.L. Kallpa y Enersur	Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla Central Hidroeléctrica Cerro del Águila Central Hidroeléctrica Santa María Nudo Energético del Sur
Industrial	Repsol YPF Vale do Rio Doce Hochschild Mining, Mitsubishi y Cementos Pacasmayo Grupo Hochschild Siderperú SAB Miller Grupo de Pilkington Limited	Ampliación de planta La Pampilla Bayovar II (Ampliación) Proyecto de Fosfatos Nueva Planta Cementera en Piura Modernización de Planta: Planta de Laminación y Nuevo Horno Plan de Inversión 2012-2014 Planta para la fabricación de vidrio flotado (float).
Infraestructura	OAS S.R.L. APM Terminal, Callao Port Holding y Central Portuaria Covisol Autopista del Norte SAC Odebrecht	Vía Parque Rimac Modernización del Muelle Norte Autopista del Sol: Trujillo - Sullana Red Vial N° 4: Pativilca - Puerto Salaverry Vías Nuevas de Lima
Otros Sectores	Grupo Falabella Graña y Montero Holding Banmédica - Grupo Roe Ingenieros Civiles Asociados Besalco S.A. Inmobiliari S.A. Pontificia Universidad Católica del Perú Cinépolis Ingenieros Civiles Asociados Grupo Interbank Grupo Gloria Pesquera Hayduk S.A. Pesquera Exalmar SA Grupo Telefónica América Móvil S.A.B. de C.V. y Telmex Perú S.A. Americatel Perú y Movistar	Expansión y Nuevos Centros comerciales Proyectos de vivienda Complejo Hospitalario Clínica San Felipe Flota y Equipos Viviendas Residencias, Centro Comercial y Oficinas en Surco Ampliación: Infraestructura Universidad y CC Plaza San Miguel Salas de cine en 4D Flota y Equipos Ampliación y nuevos Centros Comerciales Azucareras(Casagrande, Cartavio y San Jacinto)-Proyecto Olmos Modernización y ampliación de planta Paita y Chimbote Plan de inversiones Fibra óptica de los Andes y expansión Ampliación infraestructura, capacidad e innovación tecnológica Banda ancha satelital

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.





30. Se han adjudicado durante 2013 US\$ 4 518 millones de proyectos de inversión bajo la modalidad de concesiones. En diciembre se adjudicó la concesión del proyecto de irrigación Chavimochic-tercera etapa, por 25 años al Consorcio Río Santa-Chavimochic (conformado por la empresa Odebrecht y Graña y Montero). El proyecto irrigará más de 100 mil hectáreas en La Libertad. En el mismo mes se adjudicó la concesión del proyecto Carretera Longitudinal de la Sierra – Tramo 2, (La Libertad - Cajamarca) al Consorcio Consierra Tramo 2.

**Cuadro 15**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN : CONCESIONES POR ADJUDICAR EN 2014**  
(Millones de US\$)

	Inversión Estimada
Línea 2 y Ramal Av. Faucett - Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao	5 701
Mejoras de la seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto del Sur Peruano	3 000
Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero - Cusco	659
Línea de Transmisión Moyobamba - Iquitos - 220 KV	434
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	400
Sistema de Abastecimiento de GLP para Lima y Callao	260
Sistema de Abastecimiento de LNG para el Mercado Nacional.	250
Terminal Portuario General San Martín	103
Hidrovia Amazónica	74
Línea de Transmisión La Planicie - Industriales y Subestaciones Asociadas - 220 kV	57
Teleférico de Choquequirao	55
Obras de Regulación del Río Chillón	45
Línea de Transmisión Friaspata - Mollepata - 220 kV y Subestación Orcotuna	44
Teleférico de Kuelap	17
Iniciativa Privada Prestación de Servicios de Seguridad Tecnológica en las Prisiones	4
<b>Total Proyectos</b>	<b>11 102</b>

31. La **inversión pública** acumuló un crecimiento de 20,5 por ciento en el periodo enero-setiembre de 2013, explicado principalmente por las mayores inversiones de los gobiernos locales y el gobierno nacional. En el caso del gobierno nacional las inversiones más importantes estuvieron asociadas a la rehabilitación y mejoramiento de carreteras y al Tren Eléctrico de Lima y Callao. En línea con la ejecución se prevé que el crecimiento de la inversión pública continuaría durante el cuarto trimestre y durante los años 2014 y 2015, por encima del crecimiento promedio del PBI.



32. Considerando la evolución de la inversión privada y la inversión pública, el coeficiente de inversión bruta fija a PBI se ubicaría alrededor de 28 por ciento durante el horizonte de proyección. El coeficiente de inversión bruta fija a PBI fue en promedio 22,0 por ciento entre los años 2003 y 2012, lo que representa 3,4 veces el crecimiento del PBI promedio de dicho periodo (6,5 por ciento). En el horizonte de proyección el ratio promedio de inversión a PBI es 28,3 por ciento, tasa compatible con un crecimiento promedio del PBI de 5,8 por ciento.



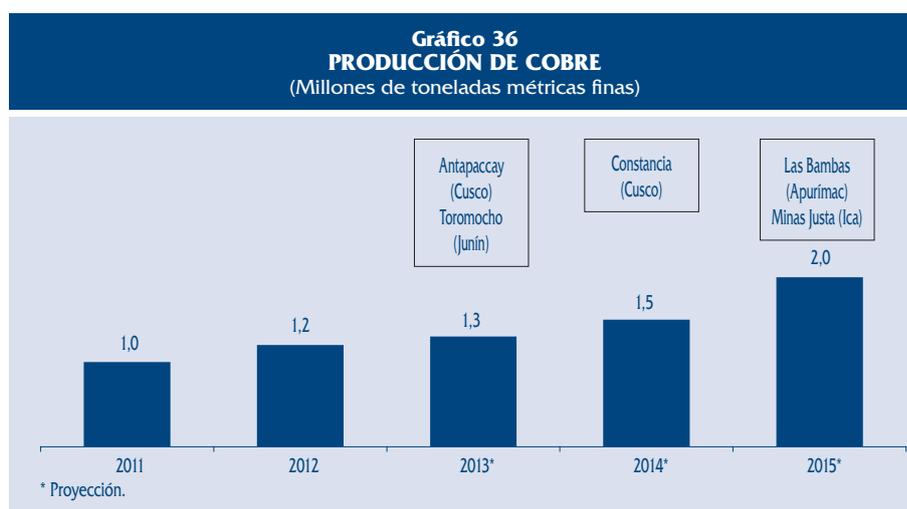
33. Las **exportaciones** reales de bienes y servicios registraron un ligero crecimiento de 3,6 por ciento en el tercer trimestre, principalmente por la recuperación de volúmenes exportados de productos tradicionales como harina de pescado, cobre y zinc, en tanto los envíos de productos no tradicionales se contrajeron por menores embarques de productos textiles y siderometalúrgicos.

Considerando esta evolución, se revisa al alza el crecimiento de las exportaciones para el año 2013, de 0,7 por ciento en el Reporte previo a 1,5 por ciento. En línea





con lo señalado en el Reporte de Inflación de setiembre, la actual proyección considera una trayectoria de recuperación del crecimiento de las exportaciones en 2014 y 2015, tanto por la entrada en operación de proyectos mineros de cobre, como Toromocho, Las Bambas y Constancia, como por la recuperación prevista en la demanda mundial por productos no tradicionales.



34. Las **importaciones** de bienes y servicios crecieron 3,8 por ciento en el tercer trimestre, variación menor a las tasas de crecimiento del primer y segundo trimestre (8,7 y 7,8 por ciento, respectivamente) debido a menores importaciones de bienes de capital y de servicios no financieros y por efecto de la depreciación. Para el año 2013 se espera un crecimiento de las importaciones de 5,5 por ciento, revisándose a la baja con respecto al Reporte previo (6,3 por ciento) principalmente

por el efecto de la moderación en el crecimiento del PBI. En el horizonte de proyección se espera que las importaciones crezcan a tasas menores al promedio de los últimos 6 años, en línea con la moderación en el crecimiento de la demanda interna.



### PBI por sectores productivos

35. En el período enero – setiembre de 2013 el PBI acumuló un crecimiento de 4,9 por ciento. Este resultado refleja un mayor dinamismo de los sectores no primarios tales como, construcción, comercio y servicios que crecieron a tasas entre 5,5 y 10,5 por ciento. Por su parte, los sectores primarios redujeron su ritmo de crecimiento respecto al observado en similar período del año 2012, con una tasa de 1,8 por ciento frente a 2,7 por ciento.

La desaceleración del crecimiento del PBI entre 2012 (6,3 por ciento) y 2013 (5,1 por ciento) se explica principalmente por la desaceleración en los sectores agropecuario, construcción y comercio. El sector agropecuario explica 0,3 puntos porcentuales de esta caída, debido a las condiciones climáticas desfavorables por el evento frío de 2013 que redujeron la producción agrícola. Por su parte, la desaceleración del sector construcción, de 15,1 por ciento en 2012 a 9,0 por ciento en 2013, explica 0,4 puntos porcentuales de la caída del crecimiento del PBI. Esto estaría asociado a la desaceleración del consumo interno de cemento y un menor dinamismo de la autoconstrucción.

La minería metálica tuvo un menor crecimiento debido a problemas técnicos y huelgas, los cuales se estiman habrían tenido un impacto de -0,1 puntos porcentuales sobre el crecimiento del PBI.





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

	2012		2013*			2014*		2015*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>Agropecuario</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>
Agrícola	5,2	5,6	1,3	1,7	1,7	4,0	2,6	4,0	4,0
Pecuario	6,4	5,9	2,1	3,3	2,2	4,4	3,7	4,7	4,7
<b>Pesca</b>	<b>-7,5</b>	<b>-11,7</b>	<b>0,3</b>	<b>5,0</b>	<b>8,3</b>	<b>3,0</b>	<b>6,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>3,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>11,4</b>	<b>9,4</b>	<b>13,4</b>	<b>13,3</b>
Minería metálica	3,9	2,2	0,7	2,0	1,6	11,6	9,1	13,0	13,0
Hidrocarburos	3,1	2,3	6,3	8,5	6,1	10,5	10,8	15,2	14,8
<b>Manufactura</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>
Recursos primarios	-6,0	-6,2	3,0	4,7	5,5	3,0	3,5	3,3	3,4
Manufactura no primaria	2,5	2,9	1,3	2,5	1,7	4,9	4,3	6,0	5,5
<b>Electricidad y agua</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>
<b>Construcción</b>	<b>16,2</b>	<b>15,1</b>	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>	<b>9,0</b>	<b>8,3</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>
<b>Comercio</b>	<b>6,8</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>
<b>Otros servicios</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>
Nota:									
<b>PBI primario</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>6,3</b>	<b>5,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>
<b>PBI no primario</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

36. Para el año 2013, en comparación con el Reporte de Inflación previo, se ha revisado a la baja la tasa de crecimiento del **PBI primario** de 3,1 a 2,8 por ciento, resultado de una menor tasa de crecimiento de los sectores agropecuario y minero. Sin embargo, para los siguientes años, se espera que el crecimiento del PBI primario se acelere, en línea con la entrada en operación de nuevos proyectos en la minería e hidrocarburos.

El **sector agropecuario** alcanzaría un crecimiento de 1,9 por ciento en términos reales, debido a una mayor oferta de productos agrícolas y pecuarios destinados al mercado interno, donde destacan los mayores volúmenes agrícolas de arroz, yuca, cebolla y ajo; y pecuarios de carne de ave y huevos.

Para 2014 y 2015, con mejoras en las condiciones climáticas, tras el evento frío de 2013, se recuperaría la producción de los principales productos agrícolas como arroz, papa, yuca y plátano; se atenuaría el efecto de la roya amarilla en el café, con la aplicación de medidas sanitarias y se incrementaría la producción de aceituna en 2014 por un ciclo de rendimientos favorables. Asimismo, aumentaría la producción pecuaria con la recuperación de la demanda interna y se prevé mayores áreas cosechadas de uva, palta, mango y caña de azúcar para etanol por incrementos de plantaciones en edad comercial.

Con respecto a la evolución del **sector pesca**, para el año 2013 se eleva la proyección de crecimiento de 5,0 por ciento a 8,3 por ciento, lo cual obedece principalmente a una revisión al alza en la pesca orientada a consumo humano y a una mayor cuota de anchoveta de 2,3 millones toneladas para el periodo noviembre 2013-enero 2014.

En el período enero – setiembre del presente año, el **sector minero metálico** experimentó un incremento de 0,7 por ciento. Esta evolución se explicó por la mayor extracción de cobre, ante el inicio de producción de Antapaccay en noviembre de 2012, lo que fue compensado parcialmente por la reducción de la producción de oro y zinc, con lo cual, la proyección de este sector para el año 2013 presenta una ligera disminución con respecto al Reporte de Inflación anterior (reducción de 0,4 puntos porcentuales). Para los años 2014 y 2015 se contempla incrementos en la producción, principalmente de cobre, ante la entrada en operación de importantes proyectos como Toromocho, Constanza y Las Bambas.

Cuadro 17 PRODUCCIÓN MINERA (Variación porcentual)			
	2013*	2014*	2015*
Oro	-6,9	1,4	0,7
Cobre	7,8	17,3	30,7
Zinc	5,1	4,8	4,3

\* Proyección.

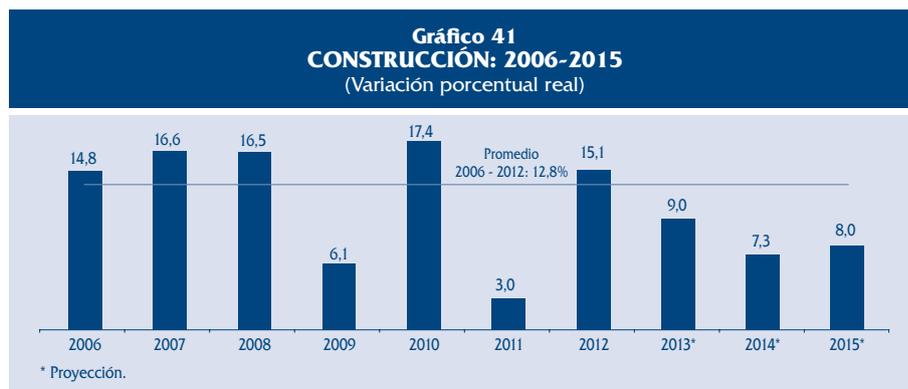
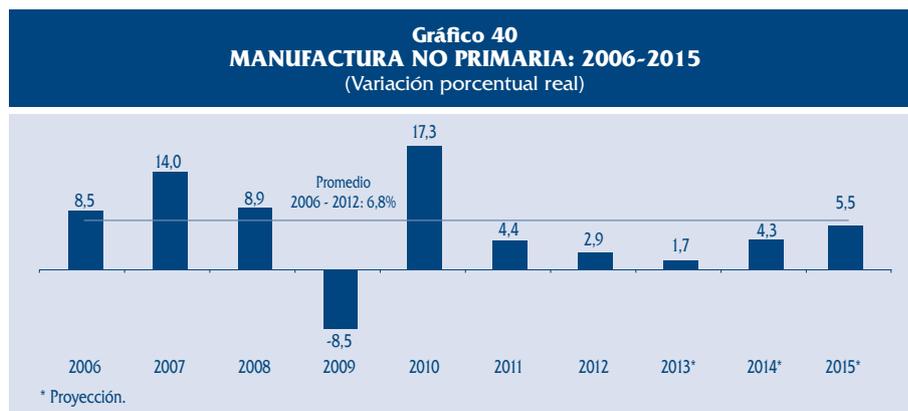


37. Para el año 2013 se prevé un menor crecimiento del **PBI no primario** en línea con el menor aumento de la demanda interna. Para los años 2014 y 2015 se estima una ligera caída en las tasas de crecimiento respecto al Reporte previo, siendo para el presente Reporte de 6,1 por ciento y 6,4 por ciento, respectivamente. En el caso de la manufactura no primaria, su evolución estaría asociada al mayor crecimiento de la economía mundial y por ende a mayores exportaciones de productos no





tradicionales de origen manufacturero, además de la mayor demanda interna por bienes de consumo asociados a incrementos en los ingresos. Por su parte, el sector construcción continuaría su crecimiento, aunque a tasas más moderadas, lo que se sustenta en el avance en la construcción de complejos de viviendas, centros comerciales, obras viales y de infraestructura pública, tanto en Lima como en el interior del país.



**Recuadro 2**  
**COMPETITIVIDAD Y CLIMA DE NEGOCIOS EN EL PERÚ**

Entre los años 2000 y 2012, el crecimiento del ingreso por habitante en el Perú (4,6 por ciento anual) más que duplicó el crecimiento del PBI per cápita del mundo (2,2 por ciento anual), lo que permitió que el Perú ocupe el puesto 34 entre 170 países en términos de crecimiento del ingreso por habitante durante este periodo. Sin embargo, el Perú es todavía una economía de ingreso medio (puesto 77 entre 170 naciones, en términos de PBI per cápita), por lo que la sostenibilidad del crecimiento peruano en el largo plazo es una condición necesaria para el desarrollo económico del país.

La literatura económica sugiere que el crecimiento de la productividad total de factores (PTF) es la fuente principal del crecimiento económico sostenido de los países. Economías competitivas con un clima de negocios que facilita la asignación eficiente de recursos proveen las condiciones para el crecimiento sostenido de la PTF. Por ello, el seguimiento de indicadores internacionales que miden la **competitividad y clima de negocios** es un instrumento útil para el diseño y la mejora de políticas para el crecimiento.

**Perú: Competitividad y Clima de Negocios**

La competitividad es definida por el Foro Económico Mundial (FEM) como el conjunto de instituciones, políticas y factores que determinan el nivel de productividad de un país. En complemento, el clima de negocios es definido por el Banco Mundial (BM) como el conjunto de factores institucionales que configuran los incentivos que inducen al sector privado a invertir en proyectos socialmente deseables.

El reporte de Competitividad Global 2013-14 del FEM, califica al Perú en el puesto 61 entre 148 países, con lo que el país se mantiene en la primera mitad a nivel mundial en términos de competitividad, aunque no registra mejoras en su ubicación respecto al año previo. Por su parte, el reporte *Doing Business* 2014 del BM, ubica al Perú en la posición 42 entre 189 países, con lo que el país se encuentra en el tercio superior a nivel mundial en términos de clima de negocios, aunque registra un retroceso de tres puestos en comparación al año previo. Así, si bien el Perú presenta avances en ambos rankings durante los últimos años, respecto al año previo no se registró mejora significativa.





Con respecto al **índice de competitividad global del FEM**, el Perú presenta resultados mixtos. El país destaca principalmente por su desempeño positivo en 2 de los 12 pilares analizados: estabilidad macroeconómica (puesto 20) y sofisticación del mercado financiero (puesto 40). Sin embargo, el Perú registra un pobre desempeño en un tercio de los pilares (4): innovación (puesto 122), instituciones (puesto 109), salud y educación primaria (puesto 95) e infraestructura (puesto 91).

PERÚ: ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL			
Índice de Competitividad Global	2012-13	2013-14	Avance
<b>(Ubicación general)</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>0</b>
<b>A. Requerimientos básicos</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>-3</b>
1. Instituciones	105	109	-4
2. Infraestructura	89	91	-2
3. Estabilidad macroeconómica	21	20	1
4. Salud y educación primaria	91	95	-4
<b>B. Refuerzos a la eficiencia</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>0</b>
5. Educación superior y capacitación	80	86	-6
6. Eficiencia del mercado de bienes	53	52	1
7. Eficiencia del mercado laboral	45	48	-3
8. Sofisticación del mercado financiero	45	40	5
9. Preparación tecnológica	83	86	-3
10. Tamaño del mercado	45	43	2
<b>C. Factores de innovación y sofisticación</b>	<b>94</b>	<b>97</b>	<b>-3</b>
11. Sofisticación empresarial	68	74	-6
12. Innovación	117	122	-5

Fuente: Global Competitiveness Report, diversas ediciones.

En comparación al año previo, destaca negativamente el retroceso del país en el 67 por ciento de los pilares analizados (8 de 12) y, más aún, que estos deterioros se registran en los 4 pilares en los que el Perú muestra su peor performance relativa.

Con relación al **índice de facilidad para los negocios del BM**, el Perú también presenta resultados heterogéneos. El país se encuentra en el quintil superior a nivel mundial en 3 de las 10 áreas analizadas: protección al inversionista (puesto 16), registro de propiedad (puesto 22), y acceso al crédito (puesto 28). No obstante, el país se encuentra todavía rezagado a nivel internacional en la mitad de las áreas analizadas (5): pago de impuestos (puesto 73), conexión de energía eléctrica (puesto 79), cumplimiento de contratos (puesto 105), cierre de empresas (puesto 110) y permisos de construcción (puesto 117).

PERÚ: ÍNDICE DE FACILIDAD PARA LOS NEGOCIOS			
Índice de Competitividad Global	2012-13	2013-14	Avance
<b>(Ubicación general)</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>-3</b>
Protección al inversionista	16	16	0
Registro de propiedad	19	22	-3
Acceso al crédito	24	28	-4
Facilidad para comercio exterior	49	55	-6
Apertura de empresas	60	63	-3
Pago de impuestos	76	73	3
Conexión de energía eléctrica	78	79	-1
Cumplimiento de contratos	108	105	3
Cierre de empresas	108	110	-2
Permisos de construcción	97	117	-20

Fuente: Doing Business Report, diversas ediciones.

---

En comparación al año previo, resalta de forma negativa el retroceso del Perú en el 70 por ciento de las áreas monitoreadas, destacando el descenso de 20 puestos del indicador de permisos de construcción por el incremento de los costos de licencias de edificación de inmuebles industriales, asociado al aumento del precio de los terrenos.

### **Consideraciones Finales**

Si bien la competitividad y el clima de negocios del Perú, consistente con el crecimiento económico del país de la última década, han registrado avances durante los últimos años, el Perú: i) no registra mejoras durante el último año en términos de competitividad y de clima de negocios; ii) aún se mantiene rezagado en varios componentes claves para sostener el crecimiento en el largo plazo.

En un entorno mundial dinámico en el que otros países realizan reformas orientadas a mejorar su productividad, el Perú requiere imprimir celeridad en la implementación de las reformas estructurales necesarias para brindar las condiciones para el crecimiento económico sostenido.

Las políticas públicas recientes orientadas hacia este objetivo incluyen las acciones realizadas por PROINVERSION, el Consejo Nacional de la Competitividad y el Equipo Especializado de Seguimiento de la Inversión. Las medidas y normas impulsadas por estas entidades adscritas al MEF se han focalizado en la concreción de concesiones de proyectos de infraestructura, en la mejora de líneas estratégicas de la competitividad como tecnología e innovación, en el fortalecimiento del sistema de eliminación de barreras burocráticas y en la simplificación de procedimientos administrativos.

No obstante, el reto en términos de reformas estructurales pendientes es aún amplio. Entre otros, aspectos que demandan énfasis incluyen los ámbitos de infraestructura (e.g. transporte y energía), institucionalidad (e.g. seguridad pública y jurídica), capital humano (e.g. calidad de la educación y acceso a servicios de salud), y regulaciones para los negocios (e.g. licencias de construcción, contratación laboral, pago de impuestos y cierre de empresas).

---





### III. Balanza de pagos

38. En el período enero-setiembre del presente año la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit equivalente a 5,4 por ciento del PBI, mayor en 2 puntos porcentuales al de igual periodo de 2012, en un contexto de crecimiento de la demanda interna a tasas superiores a las del producto, y de caída de los términos de intercambio. En este período el déficit fue financiado por entradas de capitales de largo plazo por US\$ 18,3 mil millones, mayores a los registrados hasta el tercer trimestre de 2012, orientados principalmente a proyectos de inversión.

El mayor déficit en cuenta corriente entre 2012 y el proyectado para 2013 se explica por los menores precios de las exportaciones.

**Cuadro 18**  
**BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de US\$)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-4 929</b>	<b>-6 842</b>	<b>-8 328</b>	<b>-10 249</b>	<b>-10 098</b>	<b>-10 317</b>	<b>-10 126</b>	<b>-10 134</b>	<b>-10 080</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	-3,4	-3,4	-5,4	-4,9	-4,9	-4,6	-4,6	-4,1	-4,2
1. Balanza comercial	3 874	4 821	-578	-666	-396	310	40	2 149	1 700
a. Exportaciones	34 465	45 933	31 311	41 877	41 780	45 732	43 114	51 977	48 427
b. Importaciones	-30 591	-41 113	-31 888	-42 543	-42 176	-45 422	-43 074	-49 828	-46 727
2. Servicios	-1 619	-2 258	-1 450	-2 375	-2 135	-3 162	-2 977	-3 613	-3 318
3. Renta de factores	-9 638	-12 701	-8 704	-10 334	-10 734	-10 993	-10 752	-12 339	-12 118
4. Transferencias corrientes	2 453	3 296	2 404	3 126	3 166	3 528	3 563	3 669	3 656
Del cual:									
Remesas del exterior	2 071	2 788	2 003	2 651	2 659	2 991	2 993	3 106	3 094
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>16 891</b>	<b>21 669</b>	<b>12 315</b>	<b>13 958</b>	<b>13 977</b>	<b>11 817</b>	<b>11 126</b>	<b>11 634</b>	<b>11 580</b>
1. Sector privado	15 289	20 335	12 928	14 376	14 688	11 269	10 935	10 917	10 873
a. Largo plazo	13 233	16 236	15 353	15 383	16 772	10 744	10 410	10 916	10 873
b. Corto plazo 1/	2 056	4 099	-2 425	-1 007	-2 084	525	525	0	0
2. Sector público 2/	1 602	1 334	-613	-418	-710	548	191	718	707
<b>III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)</b>	<b>11 962</b>	<b>14 827</b>	<b>3 988</b>	<b>3 709</b>	<b>3 879</b>	<b>1 500</b>	<b>1 000</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>
Nota:									
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado 3/	15 469	20 914	18 255	20 982	21 343	16 150	14 306	15 578	14 920
PBI (miles de millones de US\$)	147	200	155	209	208	224	222	244	241

1/ Incluye errores y omisiones netos.

2/ Incluye financiamiento excepcional.

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

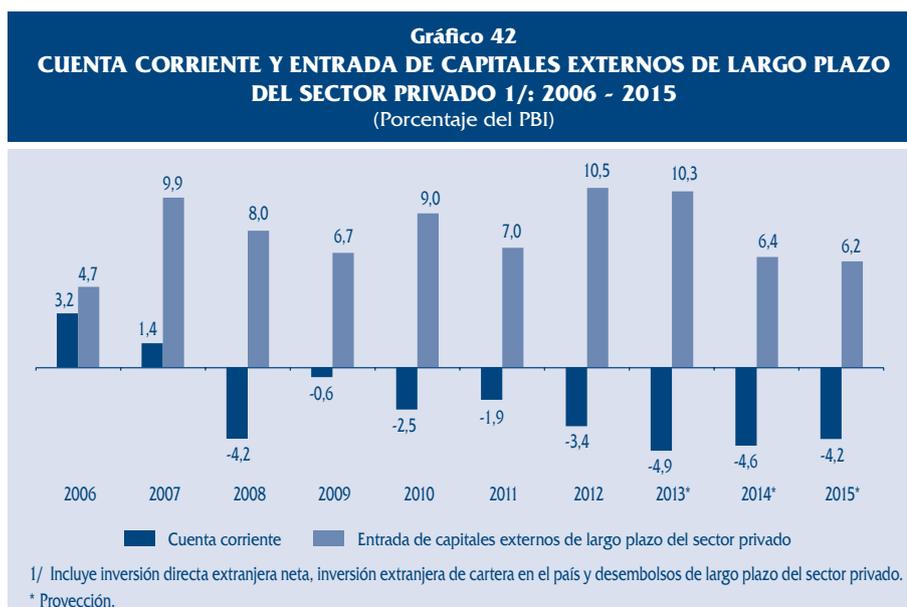
RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

39. El aumento del déficit de cuenta corriente de 2013 se explica también por el crecimiento de la inversión contribuyendo al crecimiento del acervo de capital de la economía, el cual fue financiado parcialmente con ahorro interno. Para los siguientes años se esperan mayores niveles de ahorro interno que compensarían el menor ahorro externo esperado.

Cuadro 19 BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN (Porcentaje del PBI)									
	2012		2013*			2014*		2015*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
1. INVERSIÓN BRUTA FIJA	26,5	26,6	27,5	28,0	27,5	29,0	28,2	29,8	28,6
2. AHORRO INTERNO NETO 1/	23,1	23,1	22,1	23,1	22,7	24,4	23,6	25,6	24,5
3. AHORRO EXTERNO	3,4	3,4	5,4	4,9	4,9	4,6	4,6	4,1	4,2

1/ Excluye variación de existencias.  
RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.



40. Para 2014 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 4,6 por ciento del producto, mientras que para el 2015 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 4,2 por ciento del PBI en un escenario de crecimiento casi nulo de los términos de intercambio. La trayectoria decreciente del déficit considera la recuperación de la demanda externa así como el inicio de operación de proyectos mineros en 2014 y 2015 (Toromocho, Las Bambas y Constancia).





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

41. Luego de la ligera recuperación del tercer trimestre, los *commodities* retomaron la tendencia a la baja aunque a tasas menores que las observadas a inicios del año. Se estima que para el año 2013, los términos de intercambio disminuirían 4,7 por ciento: la caída de 7,3 por ciento en los precios de exportación se compensaría parcialmente por la disminución en el precio de las importaciones (2,8 por ciento).

**Cuadro 20**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2011 - 2015**  
(Datos promedios anuales)

	2011	2012		2013*		2014*		2015*		
	Año	Ene.-Oct.	Año	Ene.-Oct.	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>Términos de intercambio</b>	<b>5,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>Precios de Exportaciones</b>	<b>20,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,2</b>	<b>-7,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>
Cobre (ctv US\$ por libra)	400	362	361	334	333	333	330	330	330	330
Zinc (ctv US\$ por libra)	100	88	88	87	87	87	89	90	92	90
Plomo (ctv US\$ por libra)	109	92	94	97	98	97	99	97	101	99
Oro (US\$ por onza)	1 570	1 663	1 670	1 443	1 420	1 414	1 330	1 250	1 330	1 250
<b>Precios de Importaciones</b>	<b>13,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>
Petróleo (US\$ por barril)	95	95	94	98	100	98	97	93	90	89
Trigo (US\$ por TM)	280	269	276	268	265	267	245	258	246	262
Maíz (US\$ por TM)	262	271	273	250	241	235	195	174	198	180
Aceite de Soya (US\$ por TM)	1 191	1 144	1 125	1 021	1 015	998	967	920	972	933

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

En términos generales, la caída en los precios de los *commodities* de los últimos meses se vio limitada por la estabilización en el crecimiento de China y por una disminución en la aversión al riesgo tras el acuerdo fiscal en EUA en octubre. El crecimiento de las economías desarrolladas también brindó soporte a la demanda por *commodities*. En el caso del oro, la disminución se explicó por las expectativas de fortalecimiento del dólar ante la proximidad del inicio de tapering. Para 2014 se estima que los términos de intercambio se reduzcan en 2,2 por ciento y se reduzcan ligeramente en 0,1 por ciento en 2015.



## Cobre

42. Durante los tres últimos meses, el precio del **cobre** desaceleró su tendencia a la baja, al pasar de US\$/lb. 3,26 en agosto a US\$/lb. 3,20 en noviembre, caída de 1,6 por ciento. Con ello, acumula en el año una reducción de 11,1 por ciento.

La reducción del precio se sustentó en la confirmación de un superávit global de oferta de concentrados de cobre para 2013, luego de tres años de déficits. Las diez empresas mineras más grandes del mundo han registrado un crecimiento en su producción a tasas anuales de dos dígitos desde el primer trimestre de este año, y las paralizaciones no previstas de las minas se han reducido a su menor nivel desde el 2004. Sin embargo,



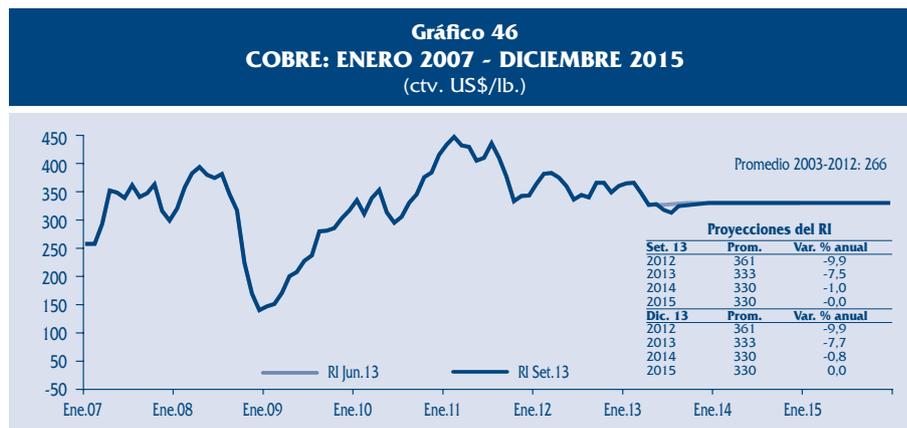


la abundancia de cobre no se ha traducido en un crecimiento de similar magnitud en la producción de refinados de cobre debido a que la producción de refinados no ha aumentado al mismo ritmo, en especial China.

Cuadro 21 OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO (Miles de toneladas métricas)							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*
Producción Minera Global	15 571	15 934	16 054	16 079	16 698	17 775	18 579
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	18 214	18 248	18 981	19 596	20 129	20 912	22 061
Utilización Global de Refinados	18 053	18 070	19 346	19 830	20 550	20 525	21 429
Balance de Refinados 1/	161	178	-365	-234	-421	387	681
Inventarios Mundiales 2/	1 102	1 376	1 199	1 205	1 406	1 575	---
Días de Consumo	22,3	27,8	22,6	22,2	25,0	28,0	---

\* Proyectado.  
1/ No incluye los inventarios no reportados de China para el cálculo de la demanda aparente.  
2/ Los inventarios son a fin de periodo, el del 2013 corresponde al mes de agosto.  
Fuente: ICSG.

Para el horizonte de proyección se espera una ligera reducción del precio del cobre debido al incremento de la oferta prevista para los próximos años, que se compensaría parcialmente por la recuperación mundial prevista para el próximo año. En línea con estos desarrollos, se estima que, en el horizonte de proyección, los precios mantengan la tendencia ligeramente a la baja que se consideró en el Reporte de Inflación pasado.



## Zinc

43. Durante los últimos tres meses, el precio promedio del **zinc** ha disminuido 1,2 por ciento, cerrando el mes de noviembre en un nivel promedio de

US\$/lb. 0,85. Con ello, en lo que va del año la cotización del zinc ha disminuido 8,2 por ciento.

Esta reducción refleja las condiciones holgadas de oferta del mercado mundial, en especial el elevado nivel de inventarios. Los últimos datos disponibles a setiembre<sup>2</sup> muestran que el mercado continúa registrando un superávit global a pesar del cierre de algunas minas (en particular en Canadá y Australia, principalmente) que han llegado al final de su vida útil. Sin embargo, para los próximos años se proyecta una reducción del superávit de oferta de zinc debido al cierre adicional de minas importantes. Ello y la recuperación de la demanda, daría soporte a la cotización. Se prevé que, en el horizonte de proyección, la cotización internacional de zinc se mantenga respecto de los niveles estimados en el Reporte de Inflación de setiembre.

**Cuadro 22**  
**OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO**  
(Millones de toneladas métricas)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Producción Minera Global	11,88	11,62	12,39	12,66	13,14	12,95
Producción Global de Refinados	11,77	11,28	12,90	13,08	12,59	13,01
Utilización Global de Refinados	11,57	10,92	12,65	12,71	12,34	12,96
Balance de Refinados (en miles)	200	366	247	374	254	51

\* Proyección.  
Fuente: ILZSG.

**Gráfico 47**  
**ZINC: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2015**  
(ctv. US\$/lb.)



## Oro

44. La cotización del **oro** se redujo 5,3 por ciento en los últimos tres meses, al pasar de US\$/oz.tr. 1 347 en agosto a US\$/oz.tr. 1 276 en noviembre. Con ello, el precio del oro acumuló un caída de 24,2 por ciento en lo que va del año.

2 De acuerdo al Grupo de Estudios Internacional del Zinc y el Plomo (ILZSG por sus siglas en inglés).





El precio del oro continuó su comportamiento descendente, aunque a un menor ritmo que en el primer semestre del año, sustentado en la caída de la demanda mundial debido principalmente al recorte de inversiones. El Consejo Mundial del Oro reportó que la menor demanda de oro fue explicada fundamentalmente por las redenciones netas de los fondos negociables que toman posiciones en oro (conocidos como ETF por sus siglas en inglés).

**Cuadro 23**  
**OFERTA Y DEMANDA DE ORO**  
(Toneladas)

	2010	2011	2012	4T.12	1T.13	2T.13	3T.13
Producción Global de Mina	2 635	2 850	2 824	713	671	718	760
Oro reciclado	1 711	1 649	1 591	386	359	303	385
<b>Total Oferta</b>	<b>4 346</b>	<b>4 499</b>	<b>4 415</b>	<b>1 099</b>	<b>1 030</b>	<b>1 021</b>	<b>1 146</b>
Joyería	2 020	1 975	1 896	483	522	617	475
Tecnología	465	452	407	96	102	104	103
Inversión	1 600	1 704	1 535	425	240	129	186
Bancos Centrales 1/	77	457	544	150	124	79	93
<b>Demanda de Oro</b>	<b>4 163</b>	<b>4 587</b>	<b>4 383</b>	<b>1 155</b>	<b>989</b>	<b>929</b>	<b>857</b>
Inversión OTC y flujos bursátiles 2/	183	-88	32	-56	41	91	289
<b>Demanda Total</b>	<b>4 346</b>	<b>4 499</b>	<b>4 415</b>	<b>1 099</b>	<b>1 030</b>	<b>1 021</b>	<b>1 145</b>
<b>Balance de Mercado</b>	<b>0</b>						

1/ Compras Netas.

2/ OTC- Operaciones sobre la mesa o extrabursátiles.

Fuente: World Gold Council.

Las presiones continuarían en los próximos meses, sustentadas en perspectivas de apreciación del dólar ante el inicio del retiro del estímulo monetario de la Fed (que fortalecería al dólar) y por la menor demanda de activos de refugio (por la preferencia de otros instrumentos de mayor riesgo como las bolsas de valores). En estas circunstancias, se estima que el precio del oro se reduciría ligeramente en el horizonte de proyección.

**Gráfico 48**  
**ORO: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2015**  
(US\$/oz.tr.)



**Gráfico 49**  
**COTIZACIÓN DEL ORO E ÍNDICE VIX S&P-500**  
(Enero 2007 - Diciembre 2013)



### Balanza Comercial

45. El déficit de la **balanza comercial** para el año 2013 se ha revisado a la baja de US\$ 666 millones en el Reporte de setiembre a US\$ 396 millones en el presente Reporte; lo que toma en consideración la mayor ejecución de las exportaciones en el período enero-octubre y un menor dinamismo de las importaciones producto de la desaceleración de la actividad económica.

**Cuadro 24**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

	2012		2013*		2014*		2015*		
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.13 RI Dic.13	RI Set.13 RI Dic.13	RI Set.13 RI Dic.13	RI Set.13 RI Dic.13		
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>34 465</b>	<b>45 933</b>	<b>31 311</b>	<b>41 877</b>	<b>41 780</b>	<b>45 732</b>	<b>43 114</b>	<b>51 977</b>	<b>48 427</b>
<i>De las cuales:</i>									
Productos tradicionales	26 068	34 523	23 256	30 699	30 803	33 674	31 653	38 739	35 997
Productos no tradicionales	8 145	11 066	7 856	10 860	10 730	11 726	11 204	12 879	12 154
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>30 591</b>	<b>41 113</b>	<b>31 888</b>	<b>42 543</b>	<b>42 176</b>	<b>45 422</b>	<b>43 074</b>	<b>49 828</b>	<b>46 727</b>
<i>De las cuales:</i>									
Bienes de consumo	5 957	8 247	6 491	8 778	8 797	9 719	9 287	11 220	10 681
Insumos	14 400	19 256	14 621	19 583	18 931	20 249	18 584	21 882	20 059
Bienes de capital	10 056	13 356	10 422	13 958	13 745	15 095	14 159	16 356	14 918
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>3 874</b>	<b>4 821</b>	<b>-578</b>	<b>-666</b>	<b>-396</b>	<b>310</b>	<b>40</b>	<b>2 149</b>	<b>1 700</b>

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

El impacto negativo de los menores precios de exportación sobre las exportaciones se estima habría alcanzado US\$ 3,3 mil millones en el año 2013. Para este estimado se tomó como referencia el índice de precios de exportación del año anterior al cual se aplicó el volumen que se estima alcanzarían las ventas externas.





46. La proyección de las **exportaciones** para el año 2013 se ha revisado ligeramente a la baja con lo cual llegarían a totalizar casi US\$ 42 mil millones, lo que presenta una reducción de 9,0 por ciento respecto a 2012. La revisión respecto al Reporte anterior refleja fundamentalmente los menores precios de exportación. El volumen de las exportaciones disminuiría 1,8 por ciento en el 2013 tanto por las menores exportaciones tradicionales (0,9 por ciento), cuanto por las no tradicionales -1,2 por ciento.

**Cuadro 25**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Variaciones porcentuales)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>1. Valor:</b>									
Exportaciones	-1,8	-0,7	-9,2	-8,2	-9,0	9,2	3,2	13,7	12,3
Productos tradicionales	-5,2	-4,4	-10,8	-10,4	-10,1	9,7	2,8	15,0	13,7
Productos no tradicionales	10,5	9,2	-3,5	-1,7	-3,0	8,0	4,4	9,8	8,5
Importaciones	11,4	11,2	4,2	3,5	2,6	6,8	2,1	9,7	8,5
<b>2. Volumen:</b>									
Exportaciones	3,2	2,9	-3,3	-2,2	-1,8	11,3	8,0	12,7	12,0
Productos tradicionales	1,7	1,3	-3,6	-2,4	-0,9	14,3	9,4	15,5	14,5
Productos no tradicionales	9,3	9,2	-1,8	-1,2	-1,2	5,7	3,1	6,6	6,2
Importaciones	9,9	9,5	6,6	5,4	5,5	7,1	4,6	8,8	8,1
<b>3. Precio:</b>									
Exportaciones	-4,6	-3,3	-5,7	-6,2	-7,3	-1,9	-4,5	0,9	0,3
Productos tradicionales	-6,4	-4,6	-7,0	-8,2	-9,2	-4,0	-6,1	-0,4	-0,7
Productos no tradicionales	1,2	0,3	-1,8	-0,5	-1,9	2,1	1,2	3,1	2,1
Importaciones	1,5	1,7	-2,2	-1,8	-2,8	-0,3	-2,4	0,8	0,4

RI: Reporte de Inflación.

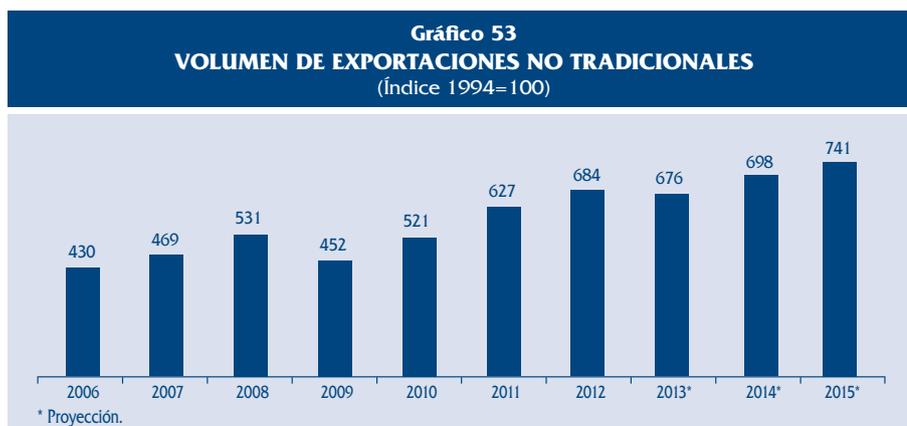
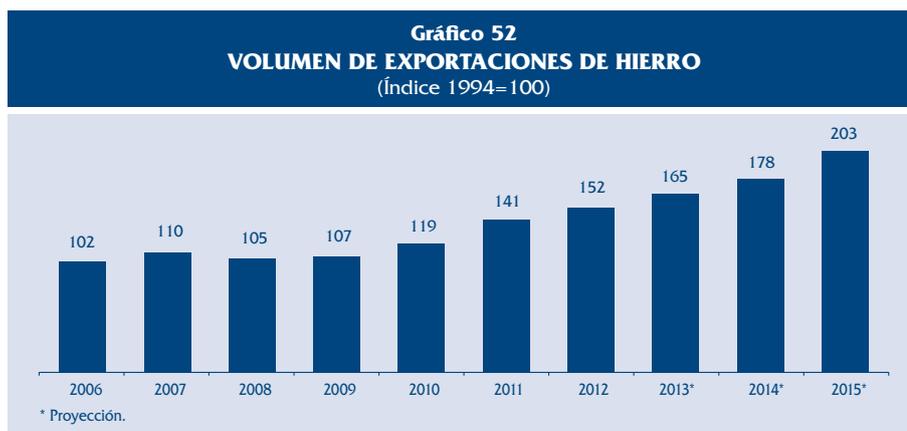
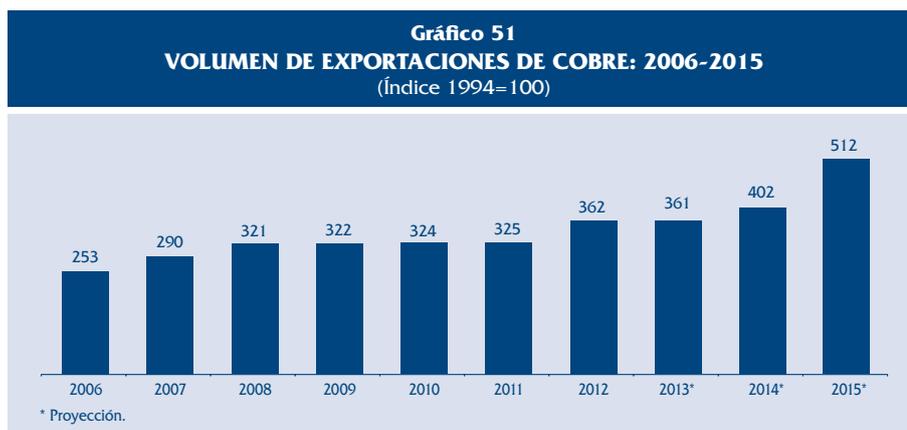
\* Proyección.

**Gráfico 50**  
**EXPORTACIONES DE BIENES: 2006-2015**  
(Miles de millones de US\$)



El valor proyectado de las exportaciones para los años 2014 y 2015 se encuentra influenciado favorablemente por el inicio de operación de importantes proyectos mineros y por la reversión de problemas técnicos ocurridos durante 2013. De esta manera, el volumen de exportaciones tradicionales crecería 9,4 por ciento en 2014

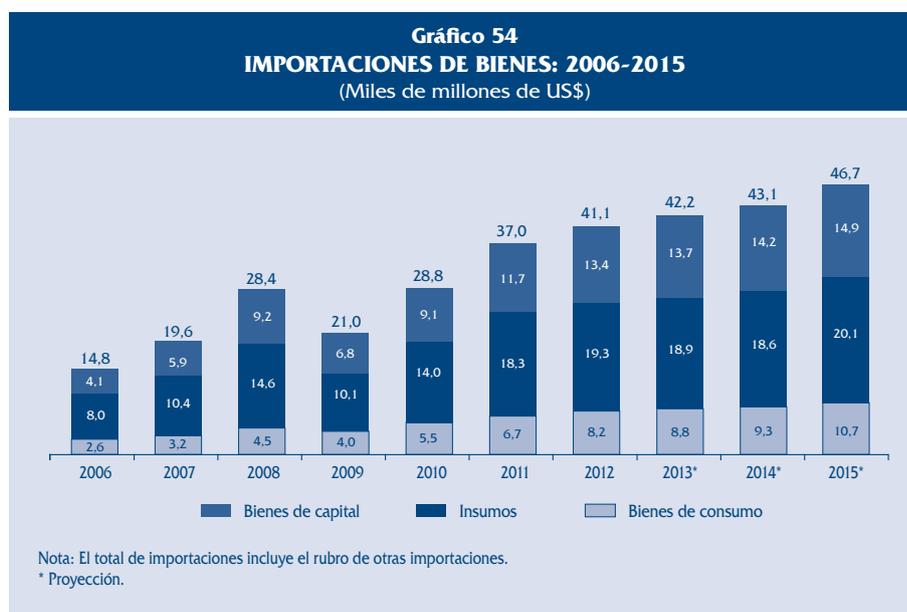
y en 14,5 por ciento en 2015. En contraposición, los precios de las exportaciones restarían dinamismo al valor de las ventas al exterior. De esta manera, el valor exportado sería de US\$ 43,1 mil millones en 2014 y US\$ 48,4 mil millones en 2015, lo que representa un crecimiento nominal de 12,3 por ciento entre 2014 y 2015, lo que responde en buena medida a los nuevos proyectos mineros de cobre como Toromocho (Junín), Las Bambas (Apuímac) y Constanza (Cusco).





47. Por su parte, la proyección de las **importaciones** de 2013 se ha revisado a la baja con lo cual llegarían a alrededor de US\$ 42 mil millones, lo que presenta un incremento de 2,6 por ciento respecto al 2012. El menor valor de las importaciones contemplado para este año respecto al Reporte de setiembre resulta de un menor crecimiento de la demanda interna y de menores precios de importación.

Para 2014 se proyecta un nivel de importaciones de US\$ 43 mil millones, en tanto que para 2015 este agregado alcanzaría los US\$ 47 mil millones. Para este horizonte de proyección, los volúmenes de importaciones seguirían mostrando un comportamiento consistente con la evolución de la actividad económica, con un crecimiento real de 4,6 por ciento en 2014 y 8,1 por ciento en 2015.



### Cuenta financiera

48. Durante el período enero-setiembre de 2013 la **cuenta financiera de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 15,4 mil millones, representando un flujo de 9,9 por ciento del PBI. Este monto fue mayor al observado en el mismo período del año previo principalmente por las operaciones de financiamiento a través de la emisión de bonos y los mayores flujos de inversión directa extranjera. Adicionalmente se observó una menor adquisición de activos extranjeros por parte de agentes residentes.

**Cuadro 26**  
**CUENTA FINANCIERA DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO**  
(Millones de US\$)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>1. ACTIVOS</b>	<b>-1 185</b>	<b>-2 477</b>	<b>-105</b>	<b>-3 067</b>	<b>-1 454</b>	<b>-4 352</b>	<b>-2 842</b>	<b>-3 577</b>	<b>-2 962</b>
<b>2. PASIVOS</b>	<b>14 418</b>	<b>18 712</b>	<b>15 458</b>	<b>18 451</b>	<b>18 225</b>	<b>15 096</b>	<b>13 252</b>	<b>14 493</b>	<b>13 835</b>
Inversión directa extranjera en el país	7 985	12 240	9 004	12 003	11 174	9 392	9 954	9 332	9 438
Sector no financiero	3 574	3 598	4 705	4 561	5 045	4 704	3 298	3 962	3 197
Préstamos de largo plazo	1 918	2 023	545	518	737	2 022	1 838	1 601	1 566
Inversión de cartera	1 656	1 575	4 160	4 043	4 308	2 682	1 460	2 361	1 632
Sector financiero	2 859	2 875	1 524	1 886	1 781	1 000	0	1 200	1 200
Préstamos de largo plazo	2 477	2 093	-11	208	196	424	-549	1 000	1 000
Inversión de cartera	383	783	1 535	1 678	1 585	576	549	200	200
<b>3. FLUJO NETO</b>	<b>13 233</b>	<b>16 236</b>	<b>15 353</b>	<b>15 383</b>	<b>16 772</b>	<b>10 744</b>	<b>10 410</b>	<b>10 916</b>	<b>10 873</b>
Porcentaje del PBI	9,0	8,1	9,9	7,4	8,1	4,8	4,7	4,5	4,5

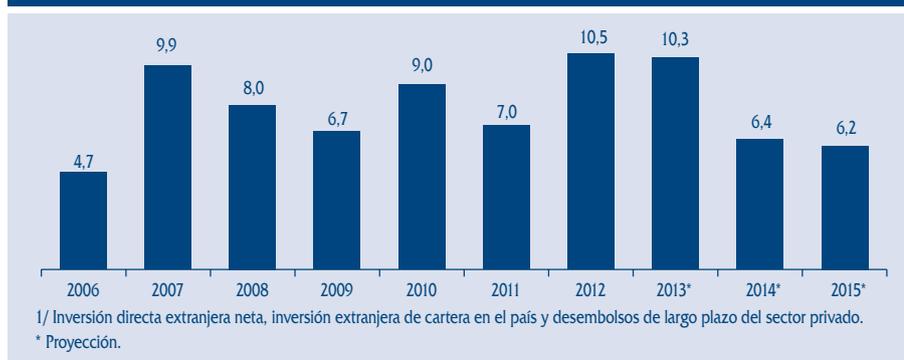
RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

Durante **2013** la cuenta financiera de largo plazo del sector privado sería US\$ 16,8 mil millones, mayor al previsto en el Reporte de setiembre. Esta revisión al alza toma en cuenta un mayor financiamiento externo por parte del sector no financiero mediante préstamos y en menor medida a través de emisiones de bonos en el exterior durante el segundo semestre, en un contexto aún de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. A ello se sumaría los menores requerimientos del sector financiero por menor demanda de créditos en moneda extranjera.

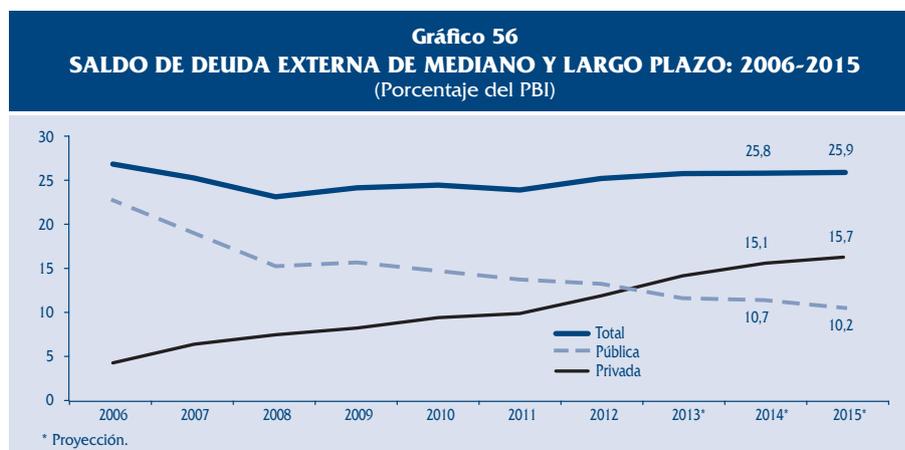
Para **2014** se proyectan flujos positivos de US\$ 10,4 mil millones y para **2015** US\$ 10,9 mil millones, equivalentes a 4,7 y 4,5 por ciento del PBI, respectivamente. La revisión es consistente con una moderación del financiamiento externo principalmente del sector no financiero, en un contexto de menor estímulo monetario de la Fed.

**Gráfico 55**  
**ENTRADA DE CAPITALES EXTERNOS DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO: 2006-2015 1/**  
(Porcentaje del PBI)





49. La **cuenta financiera del sector público** tuvo un flujo negativo de US\$ 616 millones entre enero y setiembre del año, en gran medida explicado por la amortización de la deuda pública en US\$ 2 416 millones que incluye el prepago efectuado a organismos internacionales por US\$ 1 679 millones. Estas operaciones fueron en parte compensadas por los desembolsos de US\$ 1 140 millones destinados a financiar diversos proyectos de inversión y por las transacciones en el mercado secundario de bonos que determinaron un flujo neto positivo de US\$ 648 millones.
50. El saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo pasaría de 25,2 por ciento del PBI en 2012 a 25,8 por ciento en 2013. La tendencia creciente observada en el endeudamiento externo del sector privado se mantendría en el horizonte de proyección y determinaría que por primera vez éste sea superior al del sector público. La deuda externa pública, incluyendo los bonos internos en poder de no residentes, pasaría de 13,2 por ciento del PBI en 2012 a 10,7 y 10,2 por ciento del PBI en 2014 y 2015, respectivamente.



51. Entre enero y setiembre de 2013 el **flujo de capitales externos de corto plazo** fue negativo en US\$ 2 135 millones, en contraste con el influjo positivo de US\$ 1 047 millones observado en el mismo período de 2012. Para el año se proyecta un flujo negativo de US\$ 2 754 millones, mayor a lo previsto en el Reporte previo. Esta evolución refleja la sustitución de financiamiento de fuentes externa por fuentes internas de las entidades financieras locales, las cuales redundan en una posición de liquidez en moneda extranjera más holgada.
522. Con el fin de evitar una excesiva volatilidad en el mercado cambiario así como continuar reduciendo la vulnerabilidad de la economía ante eventos de reducción abrupta del financiamiento externo, el Banco Central intervino en el mercado cambiario vendiendo US\$ 3 315 millones en el tercer trimestre. De esta manera, al cierre de noviembre las reservas internacionales ascendieron a US\$ 66 279 millones,

lo que representa el 32,0 por ciento del PBI, cubren 9 veces el adeudado externo de corto plazo y respalda el 94,9 por ciento del total de las obligaciones del sistema financiero con el sector privado (liquidez total).

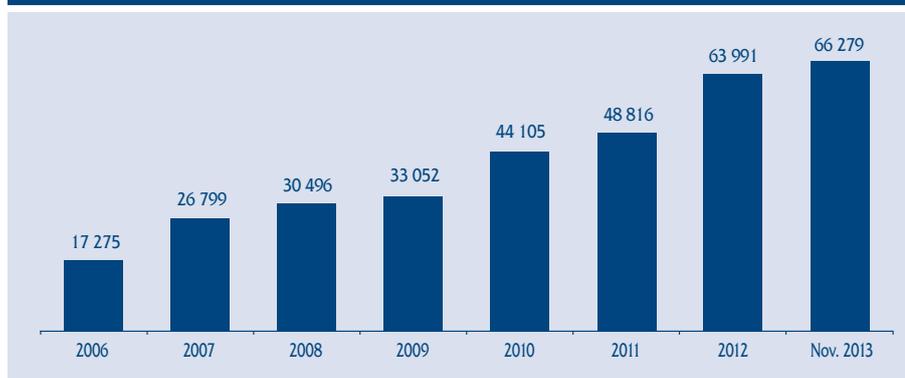
**Cuadro 27**  
**INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES**

	Noviembre		
	2003	2008	2013
Reservas Internacionales Netas (RIN, millones de US\$)	10 303	30 970	66 279
Posición de Cambio del BCRP (millones de US\$)	4 367	21 017	42 151
RIN / Producto Bruto Interno (porcentaje) 1/	17,1	24,4	32,0
RIN / Deuda externa de corto plazo (número de veces) 2/	2,2	3,3	9,0
RIN / Liquidez total (porcentaje)	82,6	92,7	94,9

1/ Acumulado al trimestre inmediatamente anterior.

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

**Gráfico 57**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2006 - NOV. 2013**  
(Millones de US\$)





## IV. Finanzas públicas

53. En el año 2013, la política fiscal ha sido contracíclica al ejecutarse una aceleración de la expansión del gasto público en una coyuntura de desaceleración del crecimiento económico. Por ello, se proyecta para el sector público no financiero un superávit de 0,6 por ciento, resultado menor al obtenido en el año 2012 (2,1 por ciento), pero que representa una mejora respecto al superávit proyectado en el Reporte anterior (0,4 por ciento).
54. El resultado económico a setiembre muestra un menor superávit respecto al mismo periodo del año anterior (de 5,0 a 3,3 por ciento del PBI), reflejo de los mayores gastos no financieros (1,4 puntos porcentuales), en particular del gasto corriente que aumentaría en 0,8 puntos porcentuales. Los ingresos del gobierno general fueron ligeramente menores en 0,1 puntos porcentuales en un contexto de menores términos de intercambio y menor crecimiento de la actividad económica. Con ello, el superávit de los últimos cuatro trimestres a setiembre ascendió a 1,0 por ciento del PBI.

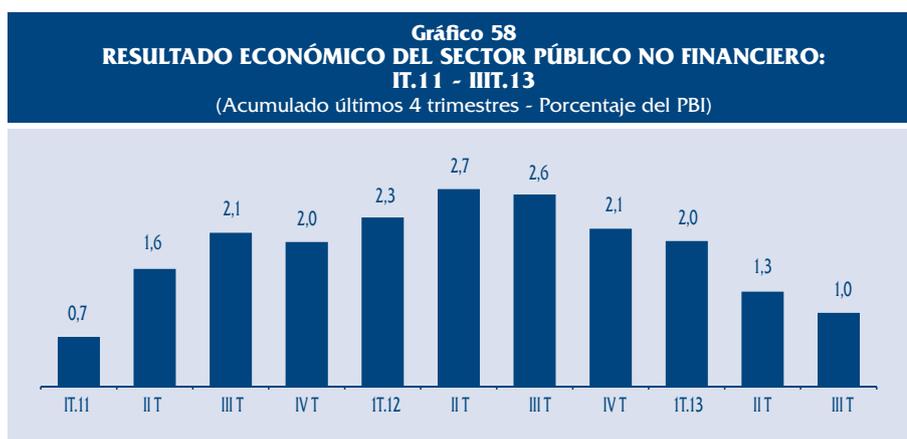
**Cuadro 28**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/</b>	<b>21,9</b>	<b>21,6</b>	<b>21,8</b>	<b>21,3</b>	<b>21,7</b>	<b>21,3</b>	<b>21,6</b>	<b>21,4</b>	<b>21,7</b>
<i>Variación % real</i>	6,6	7,2	2,8	2,4	3,7	6,6	5,5	7,5	7,4
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general 2/</b>	<b>16,1</b>	<b>18,6</b>	<b>17,5</b>	<b>20,0</b>	<b>20,2</b>	<b>20,2</b>	<b>20,5</b>	<b>20,4</b>	<b>20,7</b>
<i>Variación % real</i>	4,6	8,1	12,3	11,5	11,7	7,6	8,0	8,1	8,0
Del cual:									
Gasto corriente	11,9	13,1	12,7	13,9	13,9	13,6	13,9	13,4	13,6
<i>Variación % real</i>	0,5	5,4	9,9	10,1	9,7	4,3	5,5	5,1	4,9
Formación bruta de capital	3,9	5,2	4,5	5,7	5,8	6,0	6,0	6,4	6,5
<i>Variación % real</i>	19,9	15,9	17,4	13,5	15,0	12,2	10,7	15,4	15,5
<b>3. Otros</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>4. Resultado primario (1-2+3)</b>	<b>6,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
<b>6. Resultado económico</b>	<b>5,0</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Nota (miles de millones de S.):									
1. Ingresos corrientes del gobierno general	85	114	90	119	121	131	131	143	144
2. Gastos no financieros del gobierno general	63	98	72	112	113	124	125	136	137
3. PBI nominal	390	526	413	562	559	613	608	669	661

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

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

\* Proyección.



Para 2013 se ha revisado al alza el resultado económico de 0,4 por ciento del PBI en el Reporte de setiembre a 0,6 por ciento del PBI en este Reporte, lo cual se explica básicamente por un mayor crecimiento real de los ingresos. Cabe mencionar que la Ley de Equilibrio Financiero del año **2013** (Ley 29952 del 4 de diciembre de 2012) suspendió para este año la aplicación de las reglas macro fiscales de la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal que establecían que el déficit fiscal no podía ser mayor al 1 por ciento del PBI y que el crecimiento real del consumo del gobierno central no podía ser mayor al 4 por ciento. Para el año quedó establecido, por disposición de esta norma, que el resultado del sector público no financiero no podrá ser deficitario.

Para **2014** y **2015**, se proyectan un resultado positivo de 0,1 por ciento y nulo, respectivamente, resultados similares a los considerados en el Reporte previo, dado que los mayores ingresos proyectados en términos del producto se compensan con los mayores gastos asignados para esos años. Cabe señalar que el 31 de octubre se publicó la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (Ley N° 30099) en la que se establece que la nueva administración de gobierno explicará una guía ex ante del **resultado fiscal estructural** del sector público no financiero que no puede ser mayor a un déficit del 1,0 por ciento del PBI. El crecimiento del gasto no financiero del gobierno nacional se sujetará a esta guía. En tanto se implementa esta norma, para el año fiscal **2014** el déficit del sector público no financiero no puede ser deficitario. Para **2015** y lo que queda a la actual administración del año 2016 la guía ex ante del resultado fiscal estructural será un déficit de 1 por ciento del PBI.





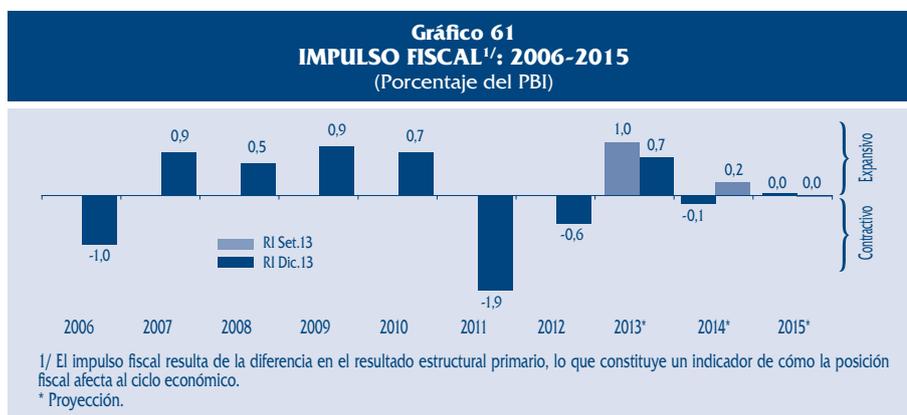
### Resultado Económico Estructural e Impulso fiscal

55. El **resultado económico estructural** es un indicador que muestra la evolución de las decisiones de política fiscal deduciendo del resultado económico convencional los efectos vinculados al ciclo económico y los efectos de los precios de *commodities* relevantes para nuestra economía. Así por ejemplo, un aumento de los ingresos efectivos no forma parte de los ingresos estructurales, si éstos se obtienen como producto de un alza temporal de los precios de los minerales. El resultado económico estructural sería deficitario en 0,5 por ciento del PBI en 2013. Para 2014 y 2015 se proyecta resultados similares a los de este año.



56. El **impulso fiscal**, que permite identificar los cambios en la posición fiscal descontando los efectos del ciclo económico, sería de 0,7 por ciento del PBI para el año 2013, lo que indica una posición fiscal expansiva que es consistente con la mayor inversión pública y con los incrementos salariales que se vienen registrando a lo largo del año.

Para el año 2014 este indicador sería de 0,2 por ciento del PBI, convergiendo hacia un impulso fiscal nulo para el año 2015.



### Ingresos fiscales

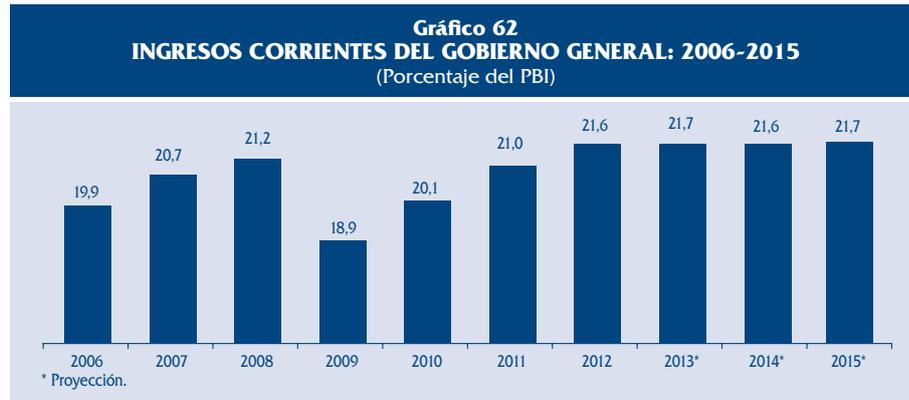
57. Se proyecta para 2013 que los ingresos corrientes del sector público alcancen el equivalente a 21,7 por ciento del PBI, tasa ligeramente mayor a la de 2012 (21,6 por ciento), y con un componente tributario de 16,4 por ciento del PBI y uno no tributario de 5,3 por ciento. Cabe destacar que esta evolución se da en un año en el que los menores precios de exportación han explicado una reducción del impuesto a la renta de 7,1 por ciento del PBI en el 2012 a 6,5 por ciento en el 2013, lo cual fue compensado por medidas como la expansión del sistema de deducciones a la venta de oro exonerado del IGV y a los espectáculos públicos, sectores que presentaban altas cifras de evasión tributaria.

**Cuadro 29**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)

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

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.





58. En el acumulado a setiembre de 2013 la recaudación por **Impuesto a la Renta** ascendió a 6,8 por ciento del PBI, 0,6 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en similar periodo de 2012, lo cual está explicado básicamente por los menores pagos a cuenta por renta de tercera categoría, en particular del sector minero que disminuyó en 48 por ciento en el periodo, efecto que ha sido compensado, en alguna medida, por la mayor recaudación de otros sectores como comercio y servicios. En el horizonte de proyección la recaudación por el Impuesto a la Renta se mantendría alrededor a 6,6 por ciento del PBI. En este escenario la mayor recaudación correspondería a sectores distintos al minero, así como también por las mayores rentas del trabajo, que provendrían de un crecimiento del empleo formal.

**Cuadro 30**  
**IMPUESTO A LA RENTA DE TERCERA CATEGORÍA POR SECTORES**  
(Millones de nuevos soles)

	Enero-Setiembre		Var. % real
	2012	2013	
Otros Servicios	5 088	5 659	8,3
Comercio	2 123	2 584	18,5
Minería	4 121	2 201	-48,0
Manufactura	1 970	1 982	-2,0
Hidrocarburos	1 301	1 417	6,0
Construcción	624	767	19,7
Pesca	74	48	-37,2
Agropecuario	25	35	35,2
<b>TOTAL</b>	<b>15 325</b>	<b>14 694</b>	<b>-6,7</b>

Fuente: SUNAT.

59. Por su parte, en el acumulado a setiembre de 2013, el **Impuesto General a las Ventas** (IGV) aumentó 5,3 por ciento en términos reales, variación que se desdobra en un 7,7 por ciento para el IGV interno y en un 2,3 por ciento para el IGV externo. El IGV interno visto sectorialmente mantiene su crecimiento por el impulso que registran los sectores servicios, comercio, manufactura y construcción, efecto que

es atenuado por la caída que opera principalmente en los sectores primarios como minería e hidrocarburos.

**Cuadro 31**  
**IMPUESTO GENERAL A LAS VENTAS INTERNO POR SECTORES**  
(Millones de nuevos soles)

	Enero-Setiembre		Var. % real
	2012	2013	
Otros Servicios	7 811	8 982	11,9
Comercio	3 725	4 047	5,7
Manufactura	2 757	2 980	5,2
Construcción	1 337	1 683	22,5
Hidrocarburos	1 105	1 113	-2,0
Minería	1 014	873	-16,4
Agropecuario	236	254	4,6
Pesca	108	98	-12,0
<b>TOTAL</b>	<b>18 094</b>	<b>20 030</b>	<b>7,7</b>

Fuente: SUNAT.

Al cierre del año **2013** se prevé un incremento de la recaudación por IGV que permitiría llegar a 8,5 por ciento del PBI. Para el año **2014**, este ratio se mantendría, en tanto que para el año **2015** se proyecta que los ingresos por este concepto aumentarían ligeramente a 8,6 por ciento en términos del producto, ratio similar al proyectado en el Reporte anterior, con lo que se tendría una leve tendencia creciente en el impuesto más significativo de nuestro sistema tributario.

### Evolución del gasto público

60. En el **acumulado a setiembre de 2013** el gasto no financiero del gobierno general representó el 17,5 por ciento del producto, lo que implicó un aumento de 1,4 puntos porcentuales respecto al registrado en similar periodo de 2012. Esta evolución recoge el impulso del crecimiento registrado en los tres niveles de gobierno y que alcanza, tanto para el gasto corriente, cuanto para el gasto de capital. El gasto corriente del periodo aumentó por los diversos incrementos remunerativos que se otorgaron a los servidores públicos en sectores como interior, defensa, educación y salud, entre otros; así como a los mayores gastos en Contratos Administrativos de Servicios (CAS) que correspondieron principalmente a los sectores sociales y administrativos del sector público. En cuanto a la formación bruta de capital, el incremento se evidencia en el gobierno nacional (18,5 por ciento) y en los niveles subnacionales (17,0 por ciento).
61. Para el año **2013** se estima un crecimiento real de 11,7 por ciento del gasto no financiero, ligeramente por encima de lo previsto en el Reporte de setiembre (11,5 por ciento). El gasto del 2013 aumenta respecto al año previo como consecuencia de la ejecución de los incrementos salariales mencionados y el dinamismo del gasto





de capital que viene alcanzando una ejecución presupuestal mayor a la de los años previos. Bajo estas consideraciones, el gasto no financiero del gobierno general se ubicaría en el año 2013 en un nivel equivalente a 20,2 por ciento del PBI, 0,2 puntos porcentuales adicionales a lo proyectado en el Reporte de setiembre. Para el horizonte de proyección se prevé que este agregado como porcentaje del PBI siga una trayectoria creciente hasta alcanzar un nivel de 20,7 por ciento del PBI en 2015, como consecuencia del incremento en los gastos de capital, cuya participación se eleva de 6,2 por ciento del PBI en 2013 a 7,1 por ciento en 2015.

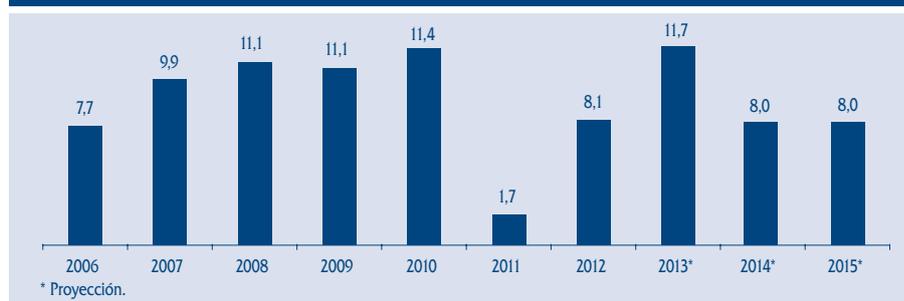
**Cuadro 32**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(Porcentaje del PBI)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>11,9</b>	<b>13,1</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>13,9</b>	<b>13,6</b>	<b>13,9</b>	<b>13,4</b>	<b>13,6</b>
Gobierno Nacional	7,8	8,7	8,3	9,3	9,4	9,1	9,1	8,9	9,0
Gobiernos Regionales	2,4	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	3,0	2,7	2,9
Gobiernos Locales	1,7	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
<b>GASTO DE CAPITAL</b>	<b>4,2</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>
Gobierno Nacional	1,4	1,9	1,7	2,2	2,3	2,5	2,5	2,6	2,7
Gobiernos Regionales	0,9	1,3	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6
Gobiernos Locales	1,8	2,4	2,1	2,5	2,5	2,6	2,6	2,8	2,8
<b>GASTO TOTAL</b>	<b>16,1</b>	<b>18,6</b>	<b>17,5</b>	<b>20,0</b>	<b>20,2</b>	<b>20,2</b>	<b>20,5</b>	<b>20,4</b>	<b>20,7</b>
Gobierno Nacional	9,2	10,6	10,0	11,5	11,6	11,5	11,7	11,5	11,7
Gobiernos Regionales	3,3	3,9	3,7	4,2	4,2	4,2	4,5	4,3	4,5
Gobiernos Locales	3,6	4,2	3,8	4,4	4,3	4,4	4,4	4,5	4,6

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

**Gráfico 63**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2006-2015**  
(Variación porcentual real)



\* Proyección.



62. Cabe indicar que mediante Ley N° 30114 se publicó la Ley de Presupuesto del Sector Público para el año 2014, la misma que establece un presupuesto Inicial de Apertura (PIA) por S/. 118 934 millones lo que representa un crecimiento nominal del gasto total de 9,7 por ciento respecto al PIA de 2012. El presupuesto se destina en un 70 por ciento al gobierno nacional y 30 por ciento a los gobiernos subnacionales, de los cuales, 16 por ciento corresponde a los gobiernos regionales y 14 por ciento para los gobiernos locales. Por tipo de gasto, un 63 por ciento se destina a gasto corriente, 28 por ciento se asigna a gasto de capital y 9 por ciento a servicio de deuda.

#### Requerimiento financiero y deuda del sector público no financiero

63. El mayor superávit proyectado para 2013 aumentaría la acumulación de depósitos respecto a lo contemplado en el Reporte de Inflación de setiembre. Cabe señalar que este requerimiento excluye las operaciones de administración de deuda realizadas en 2013, que comprende el prepago de deuda externa por US\$ 1 679 millones y la emisión de bonos soberanos S/. 3 086 millones.





**Cuadro 33**  
**REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 1/**  
(Millones de nuevos soles)

	2012		2013*			2014*		2015*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13	RI Set.13	RI Dic.13
<b>I. USOS</b>	<b>-16 091</b>	<b>-6 968</b>	<b>-10 879</b>	<b>1 180</b>	<b>323</b>	<b>2 884</b>	<b>3 275</b>	<b>6 215</b>	<b>6 301</b>
1. Amortización	3 319	4 342	2 740	3 221	3 626	3 782	3 875	6 289	6 390
a. Externa	2 351	3 105	1 316	1 707	1 963	2 724	2 724	2 433	2 433
b. Interna	968	1 237	1 424	1 513	1 662	1 058	1 151	3 856	3 958
Del cual:									
Bonos de reconocimiento	345	509	324	206	444	376	468	386	488
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-19 410	-11 310	-13 618	-2 041	-3 303	-898	-600	-74	-89
<b>II. FUENTES</b>	<b>-16 091</b>	<b>-6 968</b>	<b>-10 879</b>	<b>1 180</b>	<b>323</b>	<b>2 884</b>	<b>3 275</b>	<b>6 215</b>	<b>6 301</b>
1. Externas	653	1 175	572	2 033	1 866	3 062	3 062	4 909	4 909
2. Bonos 2/	4 077	4 378	924	2 048	1 460	2 925	1 925	2 477	2 377
3. Internas 3/	-20 820	-12 521	-12 375	-2 901	-3 003	-3 103	-1 712	-1 171	-984

Nota:

Deuda bruta del sector público no financiero

Miles de millones S/.	98,7	103,8	99,4	101,7	101,1	106,4	104,8	110,3	108,6
Porcentaje del PBI	19,1	19,7	18,1	18,1	18,1	17,4	17,2	16,5	16,4

Deuda neta del sector público no financiero 4/

Miles de millones S/.	18,0	25,4	11,9	13,3	14,2	14,2	12,9	14,4	11,8
Porcentaje del PBI	3,5	4,8	2,2	2,4	2,5	2,3	2,1	2,2	1,8

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

2/ Incluye bonos internos y externos.

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

4/ Definida como deuda bruta menos depósitos del sector público no financiero.

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

La deuda bruta y la deuda neta del sector público no financiero alcanzaron a setiembre de 2013 el 18,1 por ciento y el 2,5 por ciento del PBI, respectivamente. Los resultados positivos previstos para las finanzas públicas, determinarán que la deuda bruta continúe su descenso pasando a constituir el 16,4 por ciento del PBI en 2015, en tanto que la deuda neta llegaría al 1,8 por ciento en la misma fecha.

**Gráfico 66**  
**DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2006-2015**  
(Porcentaje del PBI)



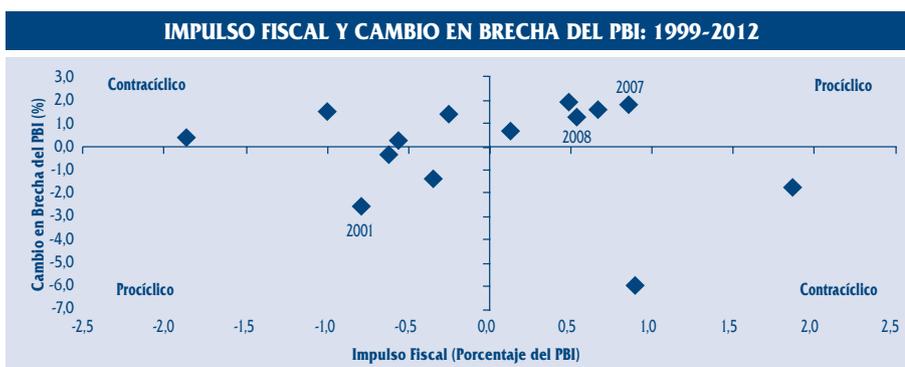
**Recuadro 3**  
**MODIFICACIÓN DEL MARCO MACRO FISCAL**

El resultado económico estructural corresponde al nivel de resultado económico que obtendría el fisco si no hay fluctuaciones cíclicas en la economía (o en cualquier otro determinante de la recaudación como los precios de *commodities* de exportación). Es por tanto una variable no observable cuya metodología de estimación será aprobada por el MEF.

La Ley 30099<sup>3</sup> ha modificado la reglas macrofiscales con las cuales se implementan las finanzas públicas en el Perú, bajo el espíritu de determinar la posición fiscal en términos estructurales. Con este fin, la norma modifica las reglas de resultado económico y de gasto público, tanto en diseño como en cobertura.

El nuevo marco elimina la regla macrofiscal al déficit convencional de 1 por ciento del Sector Público No Financiero, siendo sustituida por una guía ex ante de resultado estructural. Para su implementación se introduce la declaración de política macro fiscal, que debe realizar todo gobierno entrante durante los primeros 90 días de su gestión, en la que se debe explicitar la guía para el resultado estructural del sector público no financiero que se aplicará en todo su periodo presidencial, la cual no puede ser mayor a un déficit de 1 por ciento del PBI.

Con esta nueva ley se introduce como guía para el manejo fiscal el resultado económico estructural. Cabe indicar que en la región países como Chile y Colombia usan el resultado estructural en el diseño de su política fiscal. A nivel internacional, países como Suiza y Alemania también usan reglas de este tipo.



Usar una regla estructural busca reducir el sesgo procíclico de la política fiscal, lo que debe reducir la volatilidad macroeconómica y favorecer un entorno estable con mayor crecimiento. Asimismo, la regla estructural permite ahorrar los ingresos temporales asociados a *booms* de precios de *commodities*. Además el mayor ahorro público facilita ejecutar políticas contracíclicas discrecionales durante las recesiones, como ocurrió en 2009-2010.

Como regla fiscal se establece que el gasto no financiero del gobierno nacional no puede exceder el límite de gasto consistente con la guía de resultado estructural establecido en la declaración de política fiscal. Este límite se fija para un periodo de tres años y puede revisarse anualmente en la formulación del presupuesto.

El límite para el gasto puede escribirse como:

$$GNFGN_t = IEstructural_t + RPEmpresas_t - Intereses_t - Guía Estructural_t - GNFGSN_t$$

3 Publicada el 31 de octubre de 2013.





Es decir, el límite para el gasto del gobierno nacional en un año dado es igual a los ingresos estructurales del gobierno general estimados para dicho año (*IEstructural*), más el resultado primario de las empresas estatales previsto para dicho periodo (*RPEmpresas*), menos los intereses de la deuda pública y el gasto no financiero de los gobiernos subnacionales (*GNFGSN*) estimados para el año y menos la guía para el resultado estructural contenida en la declaración de política fiscal.

El citado límite de gastos puede modificarse si en el año anterior se gastó menos que el límite (hasta en 0,2 por ciento del PBI), si se dan medidas tributarias que afectan los ingresos permanentes en al menos 0,3 por ciento del PBI y por razones contracíclicas: si se proyecta una brecha del PBI (positiva o negativa) de al menos 2 por ciento del PBI, se deben tomar medidas no superiores a 25 por ciento de la brecha, con un límite de 0,5 por ciento del PBI. Asimismo el límite de gasto se ajustará cuando se registren desvíos respecto al límite de la regla fiscal<sup>4</sup> o en aplicación de las cláusulas de escape de la norma<sup>5</sup>.

La norma establece también un límite para el crecimiento del gasto del gobierno nacional en materia de personal, el que no excederá la tasa de crecimiento del PBI potencial.

En el caso de los gobiernos regionales y locales se establecen límites al endeudamiento (la razón deuda total a ingresos corrientes totales promedio de los últimos 4 años no puede superar 100 por ciento), y al crecimiento del gasto no financiero (la variación porcentual del gasto no financiero no será mayor a la variación porcentual del promedio móvil de cuatro años de los ingresos del gobierno subnacional). En el caso de incumplimiento, los gobiernos subnacionales no podrán participar en el FONIPREL, en el Plan de Incentivos a la Mejora de la Gestión Municipal y no accederán a crédito del sistema financiero a corto plazo.

Se mantiene el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) adscrito al MEF, aunque ahora los intereses que generen sus recursos serán ingresos de libre disponibilidad del Tesoro y la estrategia para su administración debe enmarcarse en la estrategia de gestión global de activos y pasivos del Tesoro.

La ley crea un Consejo Fiscal<sup>6</sup> como una comisión autónoma adscrita al MEF que debe proporcionar análisis técnico independiente de la política macrofiscal. Este análisis se traduce en la emisión de opinión no vinculante sobre modificación y cumplimiento de las reglas fiscales, las proyecciones fiscales contempladas en el MMM, la evolución de corto y mediano plazo de las finanzas públicas y la metodología de cálculo del resultado estructural y del PBI potencial.

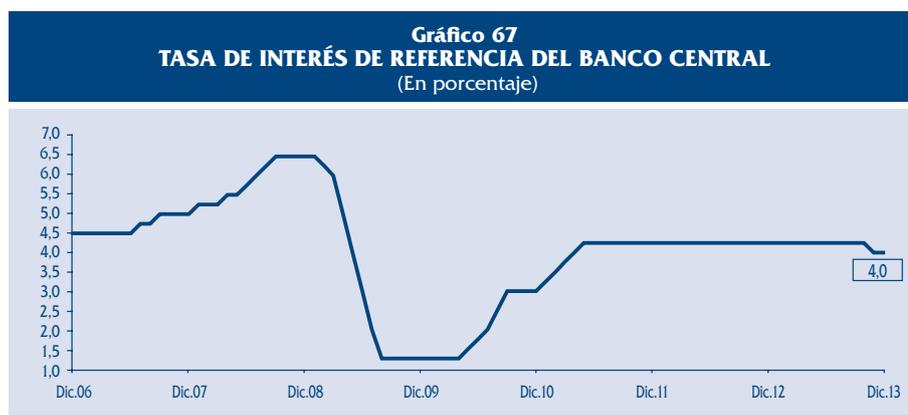
- 
- 4 Si el gasto del gobierno nacional se desvía del límite de la regla fiscal, los desvíos se acumulan en una cuenta nacional. Si el saldo de dicha cuenta es menor a 0,5 por ciento del PBI el límite de gasto en los dos años siguientes deberá ajustarse hacia abajo en forma proporcional, siempre que para dichos años no se proyecte una brecha del PBI negativa mayor a 2 puntos del PBI. Si el saldo es mayor a 0,5 por ciento del PBI el ajuste en el gasto empieza en el periodo en que se detecta este incumplimiento.
  - 5 En casos de emergencia nacional o crisis internacional el Poder Ejecutivo puede solicitar al Congreso modificar la guía para el resultado estructural y por lo tanto cambiar los límites para el gasto a nivel nacional, regional y local, por un periodo de hasta tres años. En este caso el gobierno debe indicar las medidas a ser tomadas para retornar a la guía inicial para el resultado estructural. Los gobiernos regionales que enfrenten desastres naturales, pueden solicitar al MEF que no se aplique la regla para el crecimiento del gasto hasta por dos años. Finalmente, cuando en un gobierno subnacional se inicie la explotación de un recurso natural y aumenten sus ingresos por canon o regalía en un monto superior a 1 500 UIT anuales, se podrá exceptuar la aplicación de las reglas fiscales por 2 años.
  - 6 El Consejo Fiscal está compuesto de al menos tres miembros que serán nombrados por el MEF por un periodo de cuatro años prorrogables por un periodo adicional. Los primeros miembros del Consejo Fiscal serán designados por periodos de dos, tres y cuatro años, para asegurar la renovación alternada. Estas personas deben contar con reconocida experiencia en materia fiscal y solvencia moral.
-

## V. Política monetaria

64. El Directorio del Banco Central decidió en noviembre reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria a 4,0 por ciento, luego de haberla mantenido en 4,25 por ciento desde mayo de 2011. Esta reducción es consistente con una inflación cercana a 2,0 por ciento para el horizonte de proyección 2014-2015 y toma en cuenta además que el ritmo de crecimiento de la actividad económica se encuentra por debajo de su potencial, que los indicadores recientes muestran un menor crecimiento de la economía mundial, que las expectativas de inflación se mantienen en el rango meta y que se prevé una reversión de los choques de oferta que han venido afectando la inflación en el corto plazo.

El BCRP continuó, además, reduciendo los encajes en soles con la finalidad de proveer de mayores fuentes de financiamiento para el crédito en moneda nacional, el que continuó incrementando su ritmo de crecimiento hasta 23,1 por ciento en noviembre. La última reducción del encaje en soles de 16 a 15 por ciento entró en vigencia desde el mes de diciembre.

65. Los comunicados de política monetaria de los últimos meses destacaron que las expectativas de inflación se encuentran dentro del rango meta, y que la tasa de inflación 12 meses retornará al rango meta en los próximos meses en la medida que las condiciones de oferta de alimentos mejoren, a la vez que persiste un escenario en el que se mantiene la incertidumbre financiera internacional.





---

## RESUMEN DE LOS COMUNICADOS DE POLÍTICA MONETARIA

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

Esta decisión obedece a que el crecimiento económico se encuentra cercano a su potencial, las expectativas de inflación permanecen ancladas dentro del rango meta, la inflación ha sido afectada por factores temporales del lado de la oferta, y las condiciones financieras internacionales son aún inciertas, aunque con algunas señales positivas en las economías desarrolladas.

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

Esta decisión obedece a que: i) el crecimiento económico se encuentra cercano a su potencial; ii) las expectativas de inflación permanecen ancladas dentro del rango meta; iii) los factores de oferta que afectaron a la inflación están revirtiéndose; y iv) las condiciones financieras internacionales son aún inciertas, aunque los indicadores recientes de actividad mundial muestran cierta recuperación.

**Noviembre:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria a 4,0 por ciento.

El nuevo nivel de la tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación de 2,0 por ciento para el horizonte 2014-2015 y toma en cuenta además que: i) el crecimiento económico se viene desacelerando a tasas por debajo de su potencial; ii) los indicadores recientes muestran un menor crecimiento de la economía mundial; iii) las expectativas de inflación se han reducido y permanecen ancladas dentro del rango meta; y iv) los factores de oferta que han elevado la inflación transitoriamente se revertirán.

Esta decisión tiene un carácter preventivo y no implica una secuencia de reducciones de la tasa de interés de referencia.

**Diciembre:** El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú aprobó mantener la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 4,0 por ciento.

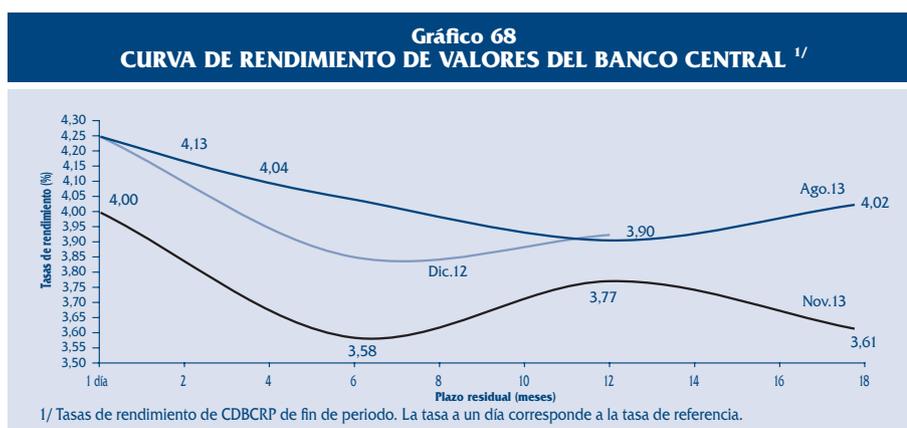
Este nivel de tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación de 2 por ciento para el horizonte de proyección (2014 – 2015). Esta proyección toma en cuenta que: i) las expectativas de inflación permanecen ancladas dentro del rango meta de inflación; ii) el crecimiento del PBI ha venido registrando tasas menores a su potencial; iii) los indicadores recientes muestran cierta recuperación de la economía mundial; y iv) se vienen revirtiendo los factores de oferta que elevaron la inflación.

---

## Operaciones monetarias

66. Las operaciones del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez y a garantizar la fluidez de las operaciones en el mercado monetario, en un contexto de menor disponibilidad de liquidez en moneda nacional de las entidades financieras, producto de las mayores compras de dólares por parte de la banca en el periodo de setiembre a noviembre (US\$. 1 455 millones). Con este objetivo, se redujo el ritmo de colocación de certificados de depósito y depósitos a plazo y se otorgaron Repos a plazos de 1 día y de una semana por un promedio diario de S/. 2 449 millones en setiembre, S/. 1 300 millones en noviembre y S/. 4 197 millones hasta el 9 de diciembre.

La curva de rendimiento de los CDBCRP de noviembre respecto de agosto se contrajo en promedio 33 puntos básicos en los plazos entre 6 y 18 meses, producto de la reducción de 25 puntos básicos en la tasa de referencia del BCRP. Asimismo, la curva de rendimiento continuó presentando una forma invertida, lo que estaría indicando expectativas de futuras reducciones en la tasa de referencia.



67. Como resultado de las operaciones anteriormente mencionadas, disminuyó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en los pasivos totales del Banco Central. Estos pasaron de representar el 18 por ciento de las Reservas Internacionales en diciembre de 2012 a 12 por ciento proyectado para diciembre de 2013. Por su parte, la participación del encaje aumentó de 28 a 32 por ciento, principalmente por los mayores depósitos de la banca en moneda extranjera, que pasaron de 16 a 22 por ciento de las Reservas Internacionales, compensado por el menor peso de los encajes en moneda nacional, que se redujo de 12 a 10 por ciento. Los depósitos del sector público continuaron siendo la principal fuente de esterilización con una participación de 36 por ciento de los pasivos totales del BCRP.





**Cuadro 34**  
**BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP**  
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

Activos netos	Dic.12	Dic.13*
<b>I. Reservas Internacionales Netas</b>	100%	100%
	(US\$ 63 991 mills.)	(US\$ 66 161 mills.)
<b>Pasivos netos</b>		
<b>II. Depósitos totales del Sector Público</b>	<b>36,4%</b>	<b>36,3%</b>
En moneda nacional	23,6%	20,1%
En moneda extranjera	12,8%	16,2%
<b>III. Depósitos totales por encaje</b>	<b>27,8%</b>	<b>32,4%</b>
En moneda nacional	12,1%	10,3%
En moneda extranjera 1/	15,7%	22,1%
<b>IV. Instrumentos del BCRP</b>	<b>17,7%</b>	<b>11,7%</b>
CD BCRP	12,3%	10,3%
CDR BCRP	0,0%	1,5%
Depósito a Plazo	5,5%	0,0%
<b>V. Circulante</b>	<b>19,0%</b>	<b>19,6%</b>
<b>VI. Otros</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-0,1%</b>

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

\* Proyección.

### Tasas de interés en moneda nacional

68. La evolución de las tasas de interés en moneda nacional refleja el impacto de la reducción de la tasa de referencia de noviembre último, así como las medidas de encaje que otorgan mayor disponibilidad de liquidez a las entidades financieras. Así, la tasa interbancaria se redujo en 37 puntos básicos respecto de agosto y la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días en 28 puntos básicos, para ubicarse en 4,45 por ciento.



69. Respecto a agosto, las tasas de interés activas en moneda nacional también se redujeron, en particular para el segmento corporativo (32 puntos básicos) de 5,7 a 5,4 por ciento, medianas empresas (49 puntos básicos) y pequeñas empresas (55 puntos básicos) siguiendo la reducción de la tasa de referencia.

**Cuadro 35**  
**TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO 1/**  
(Porcentaje)

Moneda nacional						
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	4,6	5,9	10,3	23,3	40,7	9,3
Dic.11	6,0	7,4	11,2	23,2	38,5	9,4
Mar.12	6,1	7,0	11,2	23,4	35,6	9,4
Jun.12	6,0	7,3	11,2	23,1	34,9	9,3
Set.12	5,7	7,5	11,1	22,9	38,0	8,9
Dic.12	5,8	7,4	11,0	22,5	41,2	8,8
Mar.13	5,8	7,4	10,8	22,0	39,3	9,2
Jun.13	5,3	7,2	10,6	21,2	41,3	9,1
Jul.13	5,4	7,1	10,5	21,0	42,0	9,2
Ago.13	5,7	7,0	10,8	21,4	41,8	9,3
Set.13	5,5	7,1	10,9	21,5	41,7	9,3
Oct.13	5,8	7,1	11,0	21,2	41,3	9,2
Nov.13	5,4	7,2	10,3	20,9	41,8	9,2
Variación Acumulada (pbs)						
Nov.13-Ago.13	-32	16	-49	-55	-6	-18
Nov.13-Jun.13	7	-2	-26	-34	43	5
Nov.13-Dic.12	-41	-17	-62	-159	61	40

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

Fuente: SBS.

70. Por su parte, las tasas pasivas en moneda nacional se mantuvieron relativamente similares a las de agosto, con una ligera reducción en la tasa a 30 días (6 puntos básicos) y un incremento de 10 puntos básicos en la tasa a plazos entre 31 y 180 días.

**Cuadro 36**  
**TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES**  
(Porcentaje)

	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	2,2	2,9	3,8
Dic.11	3,9	4,1	4,7
Mar.12	3,7	3,9	4,5
Jun.12	3,7	3,9	4,3
Set.12	3,6	3,8	4,2
Dic.12	3,6	3,8	4,2
Mar.13	3,1	3,6	4,1
Jun.13	3,3	3,4	3,9
Jul.13	3,6	3,4	3,9
Ago.13	3,6	3,4	3,8
Set.13	3,7	3,5	3,8
Oct.13	3,7	3,5	3,9
Nov.13	3,5	3,5	3,9
Variación Acumulada (pbs)			
Nov.13-Ago.13	-6	10	1
Nov.13-Jun.13	21	12	-4
Nov.13-Dic.12	-7	-26	-33



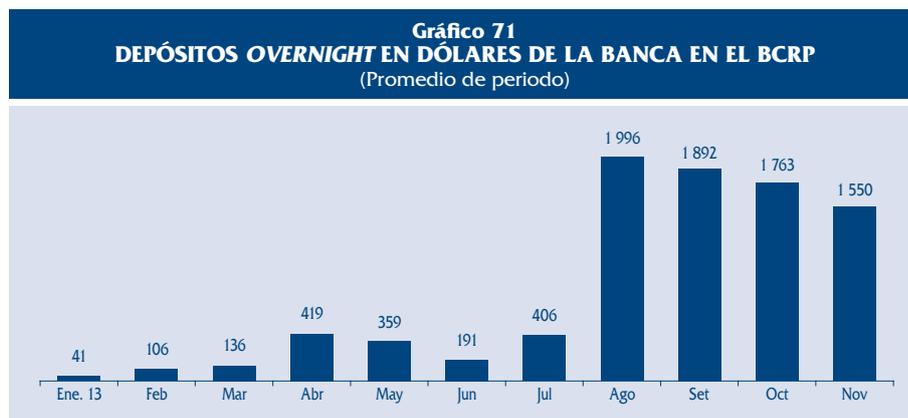


### Tasas de interés en moneda extranjera

71. Se continuó observando una elevada disponibilidad de liquidez en moneda extranjera, reflejo de una menor demanda por crédito en dólares y una mayor preferencia por ahorrar en dólares, particularmente de los inversionistas institucionales. La mayor liquidez en moneda extranjera se reflejó en una tendencia decreciente en las tasas de interés activas y pasivas en dólares. Así, la tasa de interés preferencial corporativa a 90 días se redujo en 37 puntos básicos respecto a agosto, alcanzando un nivel de 1,14 por ciento, y la tasa de interés del mercado interbancario ha permanecido en 0,15 por ciento en el tercer trimestre.



La mayor disponibilidad de liquidez en dólares de la banca les ha permitido reducir sus pasivos externos de corto plazo en US\$ 1 330 millones entre junio (US\$ 3 037 millones) y noviembre (US\$ 1 707 millones) y acumular depósitos promedio overnight en el BCRP por US\$ 1 550 millones en noviembre.



72. Las tasas de interés activas en moneda extranjera también se redujeron con respecto a agosto, principalmente las destinadas al segmento corporativo (27 puntos básicos), grandes empresas (72 puntos básicos) y pequeñas empresas (18 puntos básicos). En contraste, las tasas del sector hipotecario y consumo se incrementaron, reflejando

las medidas de encaje en dólares condicionales al crecimiento del crédito en estos sectores y las medidas prudenciales recientemente adoptadas por la SBS.

**Cuadro 37**  
**TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO 1/**  
(Porcentaje)

Moneda extranjera						
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	3,3	5,5	8,6	14,2	19,4	8,1
Dic.11	3,0	5,4	8,9	15,0	22,0	8,2
Mar.12	3,8	5,7	8,9	16,4	23,0	8,2
Jun.12	4,0	6,1	8,7	15,2	22,9	8,0
Set.12	3,8	5,8	9,2	15,6	23,6	8,0
Dic.12	4,1	6,4	9,0	15,5	22,4	8,0
Mar.13	4,6	7,5	10,1	14,8	24,1	8,2
Jun.13	2,9	6,2	9,2	14,0	25,1	8,6
Jul.13	3,2	6,2	8,9	13,8	25,3	8,5
Ago.13	3,2	6,1	8,6	13,6	25,7	8,4
Set.13	3,0	6,0	8,8	13,7	25,5	8,8
Oct.13	3,3	5,9	8,8	13,6	25,8	8,6
Nov.13	2,9	5,3	8,7	13,4	26,2	8,5
Variación Acumulada (pbs)						
Nov.13-Ago.13	-27	-72	5	-18	47	17
Nov.13-Jun.13	3	-86	-57	-53	105	-1
Nov.13-Dic.12	-115	-103	-35	-206	377	57

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

En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda extranjera se observa una reducción para todos los plazos entre 11 y 34 puntos básicos respecto de agosto.

**Cuadro 38**  
**TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES**  
(Porcentaje)

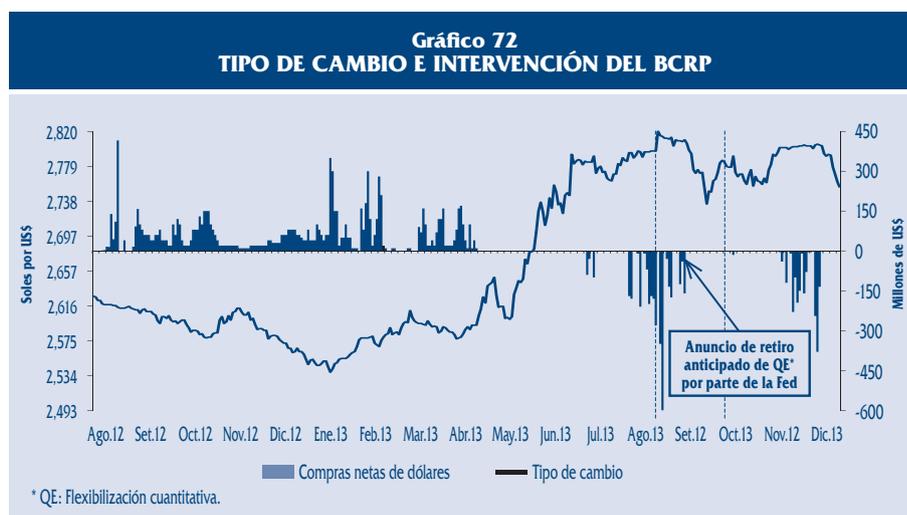
	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.10	0,9	1,2	1,7
Dic.11	0,7	1,0	1,6
Mar.12	1,3	1,2	1,6
Jun.12	1,7	1,2	1,6
Set.12	0,8	1,2	1,6
Dic.12	1,8	1,3	1,7
Mar.13	2,6	1,3	1,7
Jun.13	0,4	1,3	1,7
Jul.13	0,4	1,1	1,7
Ago.13	0,3	1,1	1,6
Set.13	0,2	1,0	1,5
Oct.13	0,2	0,8	1,4
Nov.13	0,2	0,8	1,4
Variación Acumulada (pbs)			
Nov.13-Ago.13	-11	-34	-28
Nov.13-Jun.13	-18	-53	-32
Nov.13-Dic.12	-156	-53	-30





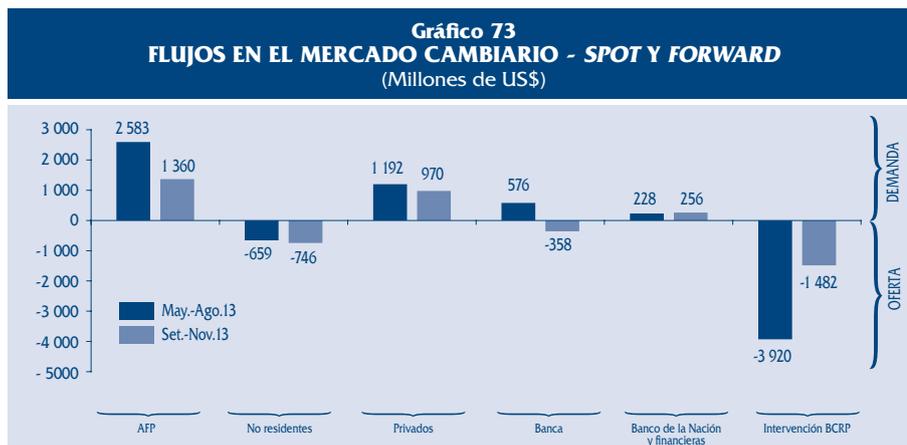
### Tipo de cambio

73. Desde setiembre se ha mantenido la volatilidad del tipo de cambio. Así, en lo que va del cuarto trimestre hasta el 17 de diciembre, el Sol se ha apreciado en 1,11 por ciento, en contraste a lo observado el tercer trimestre (depreciación de 0,18 por ciento). Con ello la moneda local se ha depreciado 7,95 por ciento en lo que va del año. Esta evolución es consistente con el debilitamiento observado de las demás monedas de las economías emergentes respecto al dólar desde abril 2013, ante las expectativas de un retiro más temprano de lo esperado de las medidas de expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal de EEUU (*tapering*).



Entre setiembre y octubre las presiones depreciatorias sobre las monedas de las economías emergentes disminuyeron luego de la decisión de la Reserva Federal de mantener su programa de compra de activos. Bajo este contexto, los agentes no residentes ofertaron dólares principalmente en el mercado *forward* y la demanda por dólares del sector privado no financiero disminuyó. Asimismo, el Banco Central de Reserva disminuyó su ritmo de intervención en el mercado cambiario.

74. Sin embargo, a partir de noviembre, luego de la publicación de las minutas de la Reserva Federal de EEUU en donde no se descartó la posibilidad del inicio de la reducción del programa de compras de activos de la Fed en 2013 y de la publicación reciente de indicadores positivos en el mercado laboral e inmobiliario en los EEUU, se acentuó la demanda de dólares, lo que llevó a los agentes no residentes y fondos de pensiones (AFPs) a demandar dólares en el mercado de divisas (especialmente en el mercado *forward*). En este contexto, en noviembre, el Banco Central vendió dólares por US\$ 1 115 millones y realizó colocaciones netas de CDRBCRP por S/. 2 171 millones (US\$ 776 millones).



75. La encuesta de expectativas del tipo de cambio muestra que todos los agentes económicos revirtieron sus expectativas ante la incertidumbre sobre el momento de inicio del retiro del programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal.

**Cuadro 39**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO**  
(Nuevos soles por US Dólar)

	Expectativas del:		
	RI Jun.13	RI Set.13	RI Dic.13*
<b>Sistema Financiero</b>			
2013	2,56	2,80	2,80
2014	2,54	2,80	2,85
2015	2,55	2,82	2,85
<b>Analistas Económicos</b>			
2013	2,55	2,80	2,80
2014	2,55	2,85	2,90
2015	2,50	2,85	2,90
<b>Empresas No Financieras</b>			
2013	2,60	2,80	2,80
2014	2,60	2,82	2,82
2015	2,63	2,90	2,85
<b>Promedio</b>			
2013	2,57	2,80	2,80
2014	2,56	2,82	2,86
2015	2,56	2,86	2,87

\* Encuesta realizada durante la segunda quincena de noviembre del 2013.  
RI: Reporte de Inflación.





76. El índice de tipo de cambio real multilateral entre setiembre y noviembre de 2013 pasó de 92,6 a 93,6, lo que representó una depreciación real de 1,02 por ciento en el periodo. Esta depreciación real corresponde a un incremento del tipo de cambio nominal respecto a una canasta de monedas de 0,56 por ciento en el periodo, y un mayor diferencial de inflación.



## Encajes

77. Desde mayo de 2013, el BCRP ha venido implementando medidas de flexibilización del régimen de encaje en moneda nacional, mediante el establecimiento de topes al encaje medio que se fueron reduciendo desde 20 por ciento hasta 15 por ciento. De esta manera, se ha permitido satisfacer la demanda de crédito sin ejercer presiones al alza en las tasas de interés en soles, en un entorno de mayor demanda de dólares por parte de la banca.

La última reducción del encaje fue en diciembre, mes a partir del cual se redujo el límite máximo de la tasa de encaje medio y el encaje marginal de 16 a 15 por ciento, lo que libera recursos para las instituciones financieras en S/. 1 000 millones, aproximadamente.

Por otro lado, a partir de octubre de 2013 se estableció un encaje adicional a la expansión del crédito en moneda extranjera (con excepción del destinado a operaciones de comercio exterior) de manera similar al requerimiento de encaje establecido para los créditos hipotecario y vehicular en febrero de 2013. Esta medida además de contribuir a acelerar la desdolarización del crédito, reduce los potenciales costos de la dolarización.

Así, las entidades financieras cuyo saldo promedio diario de crédito en moneda extranjera, excluyendo los créditos para comercio exterior, supere 1,05 (1,10) veces el saldo de crédito de setiembre de 2013, la tasa base de encaje se incrementará en 1,5 (3,0) puntos porcentuales. Si el saldo promedio diario de crédito en moneda extranjera, excluyendo los créditos para comercio exterior, supera 1,15 veces el saldo de crédito de setiembre de 2013, la tasa base se incrementará en 5,0 puntos porcentuales.

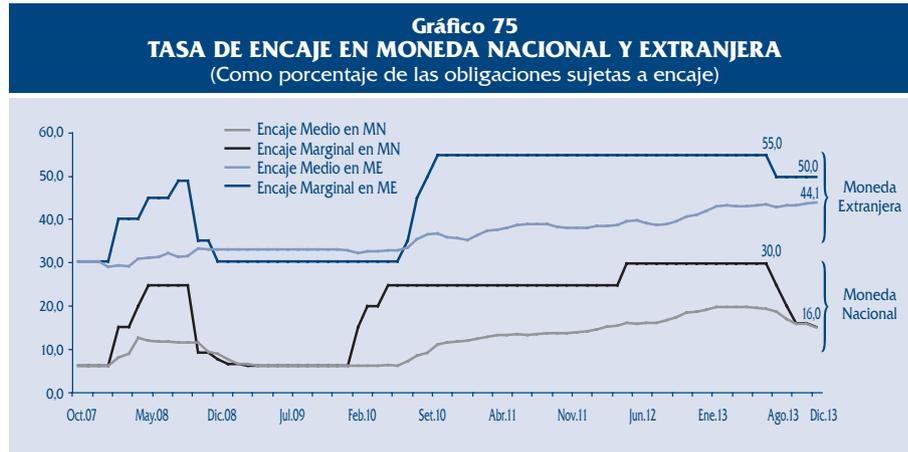
78. Con la finalidad de aminorar el impacto del incremento en las tasas de interés de largo plazo en dólares y el incremento del riesgo país, en setiembre con vigencia a partir de octubre, se redujo el plazo promedio de los adeudados y bonos de corto plazo sujetos a encaje de 50 por ciento de 3 años a 2 años. Asimismo, se redujo la tasa de encaje de 25 a 20 por ciento que se aplica al exceso de los adeudados y bonos con plazo mayor a 2 años respecto a 2,2 veces el patrimonio efectivo de diciembre de 2012 y se estableció que los nuevos adeudados y bonos con plazo entre 2 y 3 años pasarán a formar parte del conjunto de adeudados y bonos sujetos a una tasa de encaje adicional de 20 por ciento, que se aplica al exceso de estos adeudados respecto al nivel equivalente a 2,2 veces el patrimonio efectivo de diciembre de 2012.

El encaje para las líneas de crédito de comercio exterior menores a 2 años es de 20 por ciento hasta que tales líneas no superen el 35 por ciento del patrimonio, lo que les da un amplio margen de financiamiento con la facilidad de un encaje bajo.

Con estas medidas el encaje medio en moneda extranjera pasó de 43,4 por ciento en junio a un estimado de 43,8 por ciento en noviembre.

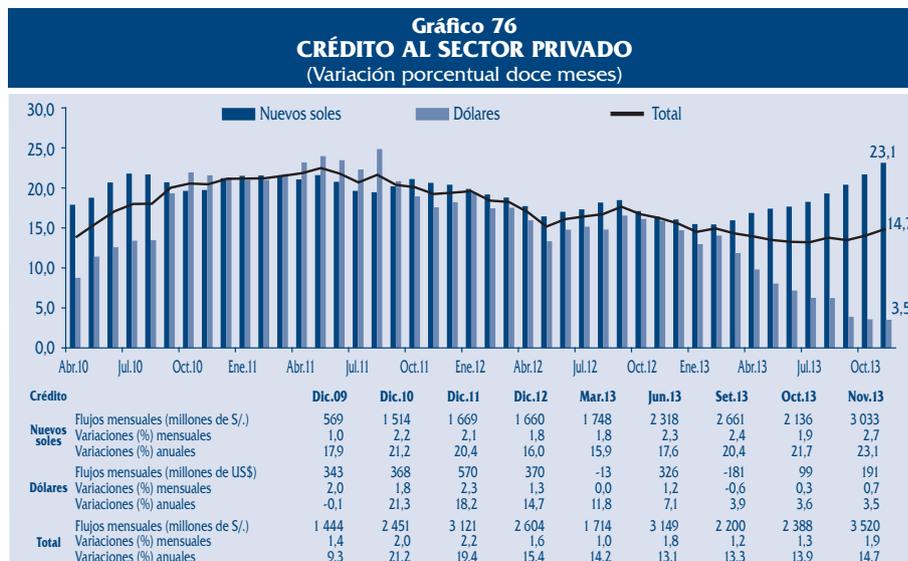
Cuadro 40 MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE								
	Tasa de encaje mínimo legal	Moneda nacional			Moneda extranjera			Adeudados externos Corto plazo
		Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Tope tasa de encaje medio	Régimen General			
					Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Tope tasa de encaje medio	
Dic.10	9%	25%			55%			75%
Ene.11	9%	25%			55%			60%
Feb.11	9%	25%	0,25%		55%	0,25%		60%
Mar.11	9%	25%	0,25%		55%	0,25%		60%
Abr.11	9%	25%	0,50%		55%	0,50%		60%
May.12	9%	30%	0,50%		55%	0,50%		60%
Set.12	9%	30%	0,50%		55%	0,50%		60%
Oct.12	9%	30%	0,50%		55%	0,50%		60%
Nov.12	9%	30%	0,75%		55%	0,75%		60%
Dic.12	9%	30%	--		55%	--		60%
Ene.13	9%	30%	0,25%		55%	0,75%		60%
Feb.13	9%	30%	--		55%	1,00%		60%
Mar.13	9%	30%	--		55%	0,50%		60%
Abr.13	9%	30%	--		55%	0,25%		60%
May.13	9%	30%	--		55%	--		60%
Jun.13	9%	30%	--	20%	55%	--		60%
Jul.13	9%	30%	--	--	55%	--		60%
Ago.13	9%	25%	--	19%	50%	--	45%	50%
Set.13	9%	20%	--	17%	50%	--	--	50%
Oct.13	9%	16%	--	16%	50%	--	--	50%
Nov.13	9%	16%	--	--	50%	--	--	50%
Dic.13	9%	15%	--	15%	50%	--	--	50%



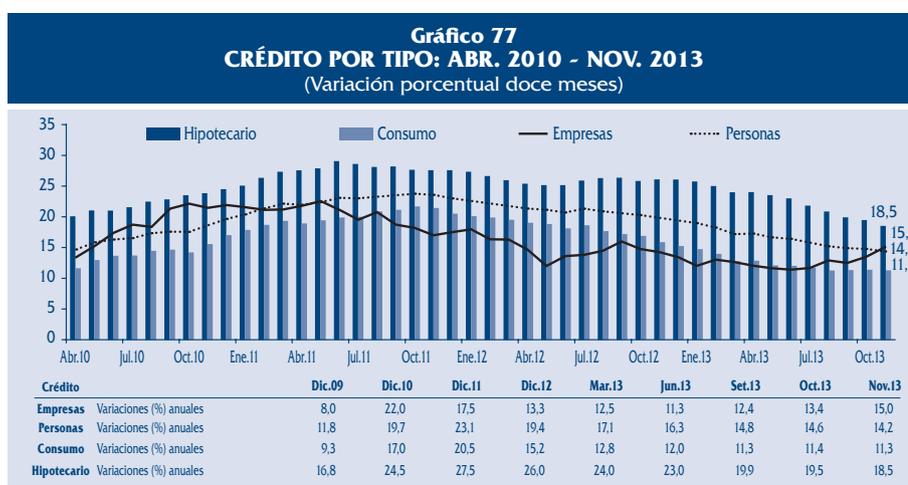


### Crédito al sector privado

79. En lo que va del cuarto trimestre el crédito al sector privado en moneda nacional ha continuado acelerando su ritmo de crecimiento. En noviembre creció 23,1 por ciento comparado con una expansión de 17,6 por ciento en junio y 16,0 por ciento en el 2012 compensando el menor crecimiento del crédito en dólares que se ha reducido de 7,1 por ciento en junio a 3,5 por ciento en noviembre. El mayor ritmo de crecimiento del crédito en moneda nacional reflejó la percepción de mayor riesgo de endeudamiento en dólares asociado a la mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales, así como al efecto de las medidas de encaje en dólares adoptadas por el BCRP para reducir los incentivos de los bancos a conceder créditos en dólares. Una mayor desdolarización del crédito fortalece al sistema financiero debido a que reduce el riesgo asociado a los descalses cambiarios en la hoja de balance de los agentes económicos.



Por tipo de colocación también se observa un comportamiento similar en la dinámica del crédito. Así, en noviembre, el crédito hipotecario en soles creció 36,6 por ciento, lo que permite compensar la desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito en dólares (-3,3 por ciento en noviembre). En el caso del crédito a empresas el crecimiento total fue de 15 por ciento (27,0 por ciento en soles y 4,7 por ciento en dólares), mayor al registrado al cierre del tercer trimestre de 12,4 por ciento. Mientras que, el crédito de consumo se mantuvo estable, con tasas de crecimiento cercanas al 11 por ciento.



Para el año 2014 se proyecta un crecimiento del crédito de alrededor de 13,5 por ciento, impulsado principalmente por el crédito en moneda nacional que se proyecta continuará siendo el más dinámico. Esta evolución del crédito es consistente con la proyección de crecimiento de 6,0 por ciento para 2014. De continuar la disminución del ritmo de crecimiento de los depósitos en soles, el BCRP evaluará continuar reduciendo la tasa de encaje en soles con el objetivo de proveer una fuente más permanente de expansión del crédito en soles, de tal manera que no se afecten las tasas de interés en moneda nacional del sistema financiero.

80. En el tercer trimestre, continuó la mayor preferencia para ahorrar en dólares, lo que se reflejó en una elevada disponibilidad de liquidez en moneda extranjera en la banca. Así, en el tercer trimestre de 2013 la banca experimentó una expansión de su liquidez en moneda extranjera de US\$ 3 682 millones los cuales, ante una menor demanda por crédito en dólares, se utilizaron para acumular depósitos en el BCRP por US \$ 2 620 millones y reducir sus pasivos netos con el exterior de corto plazo en US \$ 1 822 millones.

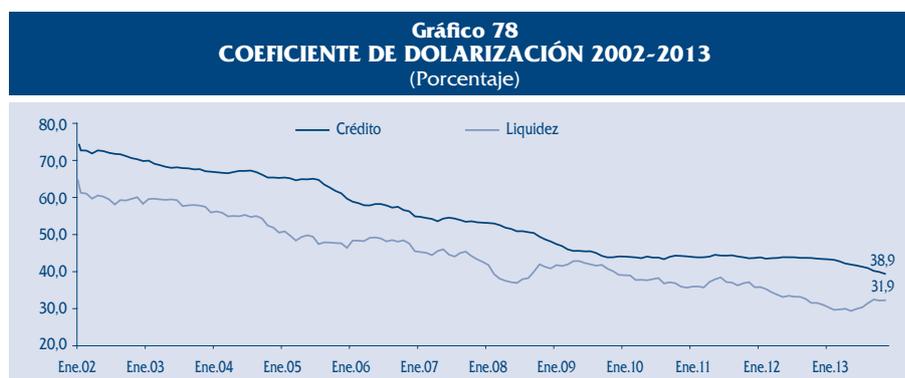
Cabe precisar, que este proceso de sustitución de adeudados externos de corto plazo por depósitos locales por parte de la banca, no responde a una restricción en la oferta de financiamiento externo sino por el contrario a una menor demanda





por parte de la banca ante una mayor disponibilidad de liquidez en dólares, lo que se ha reflejado también, como se mencionó anteriormente, en tasas de interés en dólares de corto plazo históricamente bajas. En ese sentido, el menor financiamiento externo observado en el tercer trimestre no respondería a una salida de capitales, sino a un exceso de liquidez doméstica en dólares.

81. La dolarización del crédito pasó de 40,5 por ciento en agosto a 38,9 por ciento en noviembre en un escenario de una mayor percepción de riesgo asociado a un mayor fortalecimiento del dólar; por el contrario la dolarización de la liquidez se incrementó de 31,1 a 31,9 por ciento, en similar periodo.



Por tipo de crédito, el correspondiente a crédito hipotecario muestra un mayor ritmo de desdolarización, (de 39,7 a 37,0 por ciento entre agosto y noviembre) mientras que en el caso del crédito a empresas este indicador pasó de 51,0 en agosto a 49,1 por ciento en noviembre.

**Cuadro 41**  
**DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(Porcentajes)

	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Oct.13	Nov.13
Créditos a empresas	53,8	53,1	51,9	50,1	49,7	49,1
Créditos a personas	23,9	23,6	22,8	21,6	21,2	20,8
Créditos de consumo	9,7	9,8	9,7	9,3	9,2	9,2
Vehicular	76,5	76,9	76,9	75,4	74,5	73,8
Tarjetas de crédito	6,4	6,6	6,7	6,5	6,7	6,7
Créditos hipotecarios	44,8	43,4	41,3	38,8	37,8	37,0
<b>TOTAL</b>	<b>43,0</b>	<b>42,3</b>	<b>41,2</b>	<b>39,7</b>	<b>39,4</b>	<b>38,9</b>

El flujo por tipo de crédito contiene información adicional que confirma la aceleración del proceso de desdolarización del crédito al sector privado. Así, la dolarización del

flujo anual del crédito a empresas se redujo de 28,2 a 16,8 por ciento de agosto a noviembre de 2013 (55,3 por ciento en diciembre de 2012).

El flujo de crédito hipotecario acumulado entre diciembre de 2012 y noviembre de 2013 fue de S/. 4 455 millones en moneda nacional mientras que en moneda extranjera se registró un flujo negativo de US\$ 167 millones. Esto indicaría que la banca ha dejado de colocar créditos en moneda extranjera en este segmento, dejando vencer los ya existentes.

<b>Cuadro 42</b>						
<b>CRÉDITO HIPOTECARIO POR MONEDAS</b>						
(Variación porcentual y porcentaje de cartera pesada)						
	Nov.12	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Nov.13
<b>Crédito Hipotecario</b>						
Moneda nacional (Var. % 12 meses)	31,7	33,2	33,7	37,1	37,0	36,6
Moneda extranjera (Var. % 12 meses)	19,9	18,2	13,2	7,3	0,1	-3,3
<b>Total (Var. % 12 meses)</b>	<b>26,0</b>	<b>26,0</b>	<b>24,0</b>	<b>23,0</b>	<b>19,9</b>	<b>18,5</b>
<i>Cartera pesada (% del total)</i>	<i>0,83</i>	<i>0,83</i>	<i>0,90</i>	<i>0,92</i>	<i>0,98</i>	<i>1,04</i>

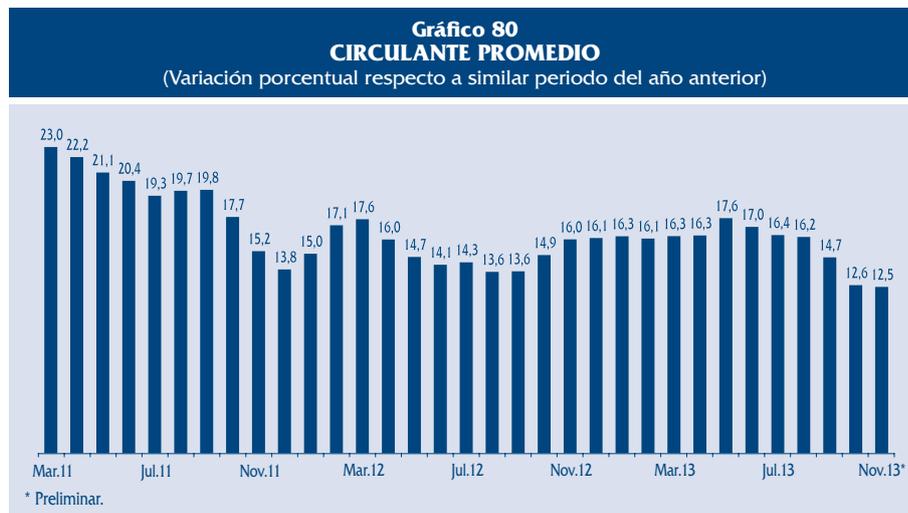
El crédito al sector privado como porcentaje del PBI se expandió significativamente por encima de su tendencia entre el tercer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2010 como consecuencia de la fuerte entrada de capitales que experimentó la economía peruana en dicho periodo. Pasada la crisis financiera internacional, el ratio crédito sobre PBI se ha mantenido cercano a su tendencia, reflejando el efecto de las medidas preventivas adoptadas por el BCRP en un contexto de influjo de capitales. A setiembre de 2013, el saldo de crédito al sector privado de las sociedades de depósito ascendía a 32,5 por ciento del PBI.





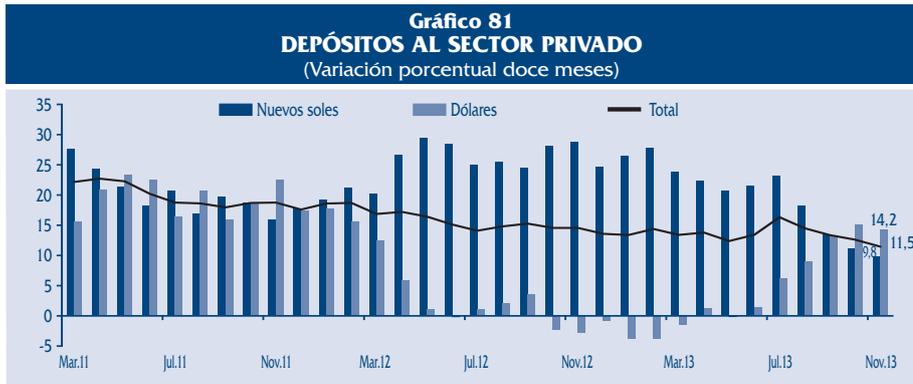
### Circulante y Depósitos

82. El circulante promedio creció entre setiembre y noviembre de 2013 a un ritmo de entre 12,5 y 14,7 por ciento anual, registrando en los últimos dos meses, las tasas más bajas de los últimos 24 meses, lo que refleja la desaceleración observada de la evolución de la actividad económica en el tercer trimestre. Para los próximos trimestres se espera que el ritmo de crecimiento del circulante se recupere, a medida que se observe una mayor dinamismo de la actividad económica.



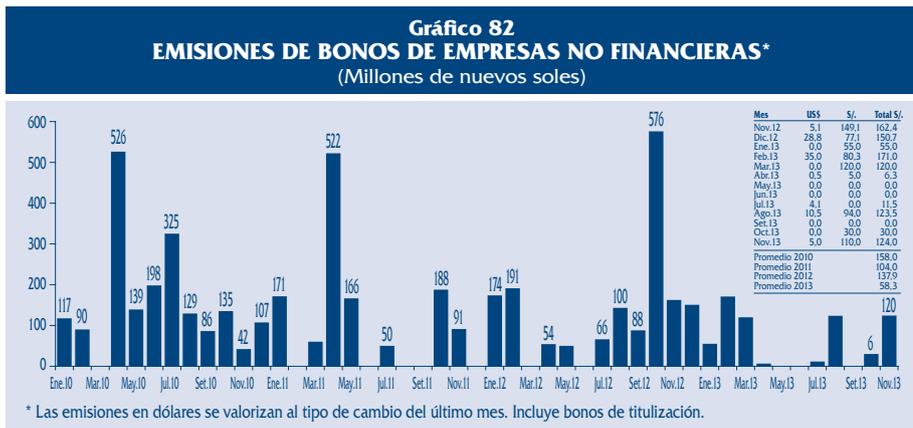
### Depósitos del sector privado

83. En lo que va del cuarto trimestre el depósito del sector privado ha continuado reduciéndose. En noviembre creció 11,5 por ciento comparado con una expansión de 13,4 por ciento en junio y 13,6 por ciento en 2012. Esta evolución del depósito refleja la desaceleración del crecimiento de los depósitos en moneda nacional que pasó de 21,5 por ciento en junio a 9,8 por ciento en noviembre. Los depósitos en moneda extranjera han elevado su ritmo de expansión de 1,5 a 14,2 por ciento en el mismo período. El mayor ritmo de crecimiento de los depósitos en dólares reflejó la preferencia por moneda extranjera de inversionistas institucionales debido a la mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales.



### Mercado de Capitales

84. Entre agosto y noviembre, las empresas no financieras realizaron emisiones de valores por S/. 154 millones, de los cuales el 91 por ciento del total emitido corresponde a valores denominados en moneda nacional. En promedio, los valores emitidos en 2013 vienen siendo menores a los de 2012 en S/. 80 millones.



En setiembre de 2013, las empresas peruanas volvieron a emitir valores en el mercado internacional, a tasas de interés de emisión mayores a las observadas antes de mayo, en línea con el incremento del riesgo en países emergentes y la evolución del rendimiento de los bonos soberanos. Así, entre enero y abril se emitieron US\$ 5 741 millones a tasas cupón entre 2,25 y 9,0 por ciento, mientras que entre setiembre y noviembre se han emitido US\$ 515 millones a tasas entre 7,5 y 11,0 por ciento.

Entre las emisiones anunciadas para el año 2013 que aún quedan pendientes son las de Nexus Capital Partner II y Chinalco por un monto total de US\$ 630 millones.





**Cuadro 43**  
**EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL**

Empresa	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
<b>AÑO 2012</b>	<b>2 960</b>		
<b>Sector no financiero</b>	<b>1 810</b>		
Volcan	600	10	5,38%
Camposol	125	5	9,88%
Terminales Portuarios Euroandinos	110	25	8,13%
Ajecorp	450	10	6,50%
Coazucar (Grupo Gloria)	325	10	6,38%
Maestro	200	7	6,75%
<b>Sector financiero</b>	<b>1 150</b>		
BBVA Banco Continental	500	10	5,00%
Interbank	250	8	4,80%
Scotiabank Perú	400	15	4,50%
<b>AÑO 2013</b>	<b>6 886</b>		
<b>ENERO-ABRIL</b>	<b>5 741</b>		
<b>Sector no financiero</b>	<b>3 555</b>		
Copeinca	75	5	9,00%
Exalmar	200	7	7,38%
Cementos Pacasmayo	300	10	4,63%
Alicorp	450	10	3,88%
Gas Natural de Lima y Callao - Cálidda	320	10	4,38%
Compañía Minera Milpo	350	10	4,63%
Corporación Lindley	260	10	4,63%
Ferreycorp	300	7	4,88%
Transportadora de Gas del Perú	850	15	4,25%
Consorcio Transmantaro	450	10	4,38%
<b>Sector financiero</b>	<b>2 186</b>		
BBVA Banco Continental	300	4	2,31%
Fondo MiVivienda	500	10	3,50%
BBVA Banco Continental	500	5	3,38%
Banco de Crédito (marzo)	716	10	4,25%
Banco de Crédito (abril)	170	14	6,13%
<b>SETIEMBRE-NOVIEMBRE</b>	<b>515</b>		
<b>Sector no financiero</b>	<b>350</b>		
Inkia Energy	150	8	8,38%
San Miguel Industrias	200	7	7,75%
<b>Sector financiero</b>	<b>165</b>		
Andino Investment Holding	115	7	11,00%
Interbank	50	10	7,50%

85. Las tasas de rendimiento de los bonos soberanos se redujeron respecto de agosto, en promedio 44 puntos básicos, siguiendo la evolución de los rendimientos de los bonos del Tesoro Norteamericano y del riesgo país. Así, entre agosto y noviembre las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro Norteamericano se redujeron en promedio 11 puntos básicos, mientras que las tasas de los bonos globales lo hicieron en 33 puntos básicos. La tasa de rendimiento del BTP de corto plazo (PERU 2015) disminuyó en 69 puntos básicos y continúa en niveles menores a la tasa de referencia del BCRP. En el tramo medio (entre 5 y 10 años), los BTP 2020 y BTP 2023 presentaron la mayor reducción en sus rendimientos. Mientras que, el rendimiento

de los bonos soberanos de largo plazo PERU 2037 se redujo en 26 puntos básicos, en tanto que el rendimiento de los bonos globales PERU 2037 se mantuvo estable.

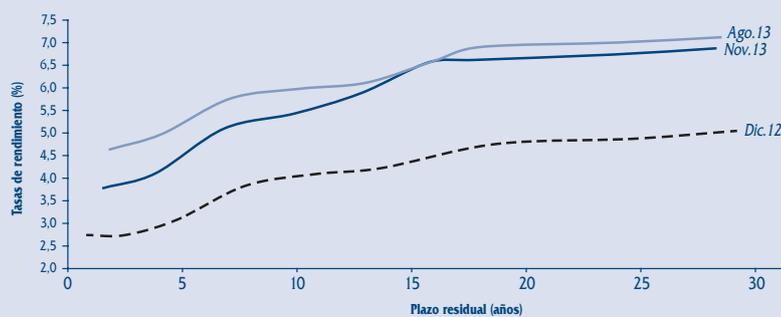
**Cuadro 44**  
**RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS Y GLOBALES DE PERÚ**  
**Y BONOS DEL TESORO AMERICANO SEGÚN FECHA DE MADURACIÓN**  
 (Datos fin de período, en puntos porcentuales)

	Dic.12 (3)	Ago.13 (2)	Nov.13 (1)	Variación (En puntos básicos)	
				Nov.13 / Ago.13 (1)-(2)	Nov.13 / Dic.12 (1)-(3)
<b>Bonos Soberanos (S/.)</b>					
PERU 2013	2,70	2,80			
PERU 2015	2,71	4,46	3,78	-69	107
PERU 2017	3,05	4,89	4,12	-77	107
PERU 2020	3,80	5,74	5,11	-63	131
PERU 2023	4,09	5,96	5,47	-49	138
PERU 2026	4,24	6,04	5,94	-11	170
PERU 2031	4,79	6,99	6,65	-34	186
PERU 2037	4,90	7,04	6,78	-26	188
PERU 2042	5,10	7,16	6,90	-26	180
<b>Bonos Globales (US\$)</b>					
PERU 2015	0,82	0,69	0,30	-39	-52
PERU 2016	1,10	2,07	1,50	-57	40
PERU 2019	1,84	3,29	2,98	-31	114
PERU 2025	3,00	4,69	4,40	-29	140
PERU 2033	3,64	5,51	5,42	-8	178
PERU 2037	3,70	5,52	5,51	0	181
<b>Bonos del Tesoro Americano</b>					
Bono a 2 años	0,25	0,40	0,28	-12	4
Bono a 3 años	0,35	0,78	0,55	-24	20
Bono a 5 años	0,71	1,64	1,37	-27	66
Bono a 10 años	1,70	2,79	2,75	-4	104
Bono a 30 años	2,87	3,70	3,81	11	94

Fuente: Bloomberg.

De esta forma, la curva de rendimiento a cierre de noviembre respecto de agosto se ha reducido, pero aún a niveles superiores a los del cierre de 2012.

**Gráfico 83**  
**CURVA DE RENDIMIENTOS DEL MERCADO SECUNDARIO DE BONOS SOBERANOS**  
**DEL TESORO PÚBLICO <sup>1/</sup>**

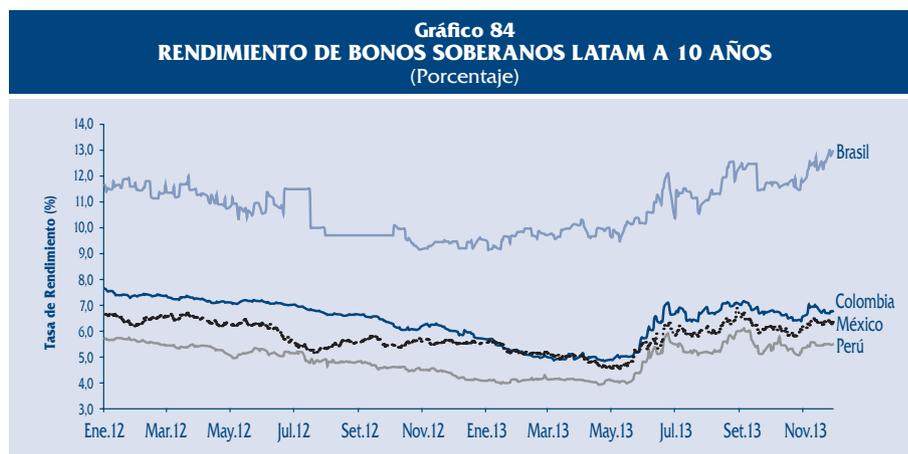


<sup>1/</sup> Tasas de rendimiento negociadas al cierre de cada mes.

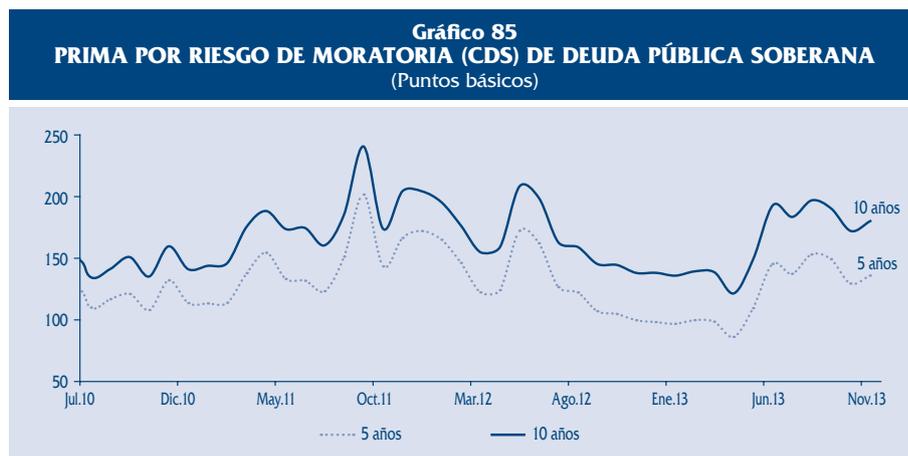




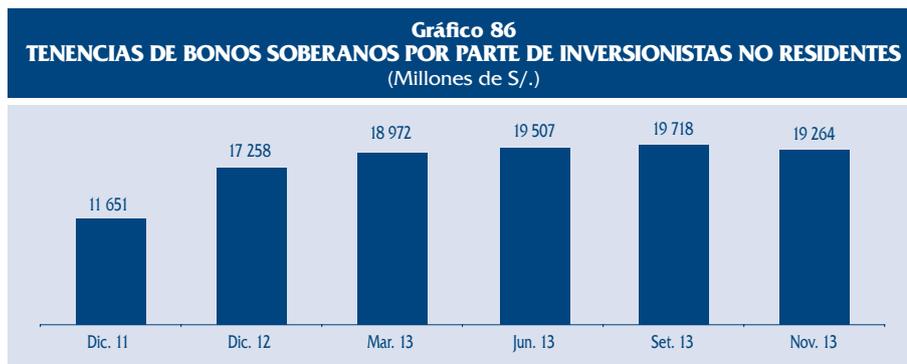
Cabe precisar que las tasas de rendimiento de los Bonos del Tesoro peruano son las más bajas de la región, y también son las que han experimentado un menor incremento desde mayo 2013. Así, el rendimiento del bono peruano se incrementó en 132 puntos básicos, mientras que en el caso de los Bonos Soberanos de Brasil, Colombia y México los aumentos fueron de 325, 186 y 176 puntos básicos, respectivamente. A pesar del incremento observado recientemente, los niveles de los rendimientos de estos bonos son similares a los registrados a mediados de 2011.



86. La tendencia ascendente de los *spreads* de deuda soberana de Perú a 5 y 10 años, medidos por la Prima por Riesgo de Moratoria (CDS por sus siglas en inglés) se estabilizó en noviembre. Así, entre agosto y noviembre el CDS a 5 años disminuyó en 17 puntos básicos y el CDS a 10 años se redujo en 17 puntos básicos.



La tenencia de bonos soberanos por no residentes pasó de S/. 19 718 millones en setiembre a S/. 19 264 millones en noviembre, nivel superior al observado en marzo 2013, en el que alcanzó S/. 18 972 millones.



87. Las administradoras de fondos de pensiones incrementaron sus inversiones en el exterior en US\$ 642 millones respecto al cierre del tercer trimestre y en US\$ 1 252 millones respecto a diciembre 2012. Con ello, el porcentaje de inversiones en el exterior de las AFPs se elevó de 29,4 por ciento en diciembre 2012 a 34,8 por ciento en noviembre 2013 (debajo del límite operativo de 36 por ciento). El resto de sus inversiones en dólares aumentaron en US\$ 108 millones entre setiembre y octubre de 2013.

La cartera de inversiones en octubre ha presentado un ligero traslado de inversiones desde inversiones domésticas (acciones de empresas no financieras y certificados de depósito del BCRP) hacia inversiones en el exterior (gobiernos y sociedades tituladoras).

**Cuadro 45**  
**CONSOLIDADO DE LAS CARTERAS ADMINISTRADAS**  
**POR INSTRUMENTO FINANCIERO Y AFP**  
(Millones de nuevos soles)

	Dic.11		Dic.12		Oct.13	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
<b>I. INVERSIONES DOMÉSTICAS</b>	<b>58 185</b>	<b>71,1</b>	<b>68 055</b>	<b>70,3</b>	<b>65 905</b>	<b>65,4</b>
1. <b>Gobierno</b>	<b>13 915</b>	<b>17,0</b>	<b>16 939</b>	<b>17,5</b>	<b>14 329</b>	<b>14,2</b>
Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP (1)	886	1,1	2 830	2,9	3 212	3,2
Bonos del Gobierno Central	13 029	15,9	14 109	14,6	11 117	11,0
2. <b>Sistema Financiero</b>	<b>14 333</b>	<b>17,5</b>	<b>16 268</b>	<b>16,8</b>	<b>21 530</b>	<b>21,4</b>
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	5 294	6,5	5 572	5,8	3 868	3,8
3. <b>Empresas no Financieras</b>	<b>23 175</b>	<b>28,3</b>	<b>26 058</b>	<b>26,9</b>	<b>20 495</b>	<b>20,3</b>
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	16 881	20,6	19 272	19,9	14 335	14,2
4. <b>Administradoras de Fondos</b>	<b>3 000</b>	<b>3,7</b>	<b>3 680</b>	<b>3,8</b>	<b>4 118</b>	<b>4,1</b>
5. <b>Sociedades Tituladoras</b>	<b>3 763</b>	<b>4,6</b>	<b>5 111</b>	<b>5,3</b>	<b>5 433</b>	<b>5,4</b>
<b>II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR</b>	<b>23 437</b>	<b>28,6</b>	<b>28 512</b>	<b>29,4</b>	<b>35 123</b>	<b>34,9</b>
1. <b>Gobierno</b>	<b>949</b>	<b>1,2</b>	<b>1 705</b>	<b>1,8</b>	<b>1 366</b>	<b>1,4</b>
2. <b>Sistema Financiero</b>	<b>2 738</b>	<b>3,3</b>	<b>2 640</b>	<b>2,7</b>	<b>3 607</b>	<b>3,6</b>
3. <b>Empresas no Financieras</b>	<b>8 220</b>	<b>10,0</b>	<b>6 249</b>	<b>6,5</b>	<b>6 656</b>	<b>6,6</b>
4. <b>Administradoras de Fondos</b>	<b>11 529</b>	<b>14,1</b>	<b>17 918</b>	<b>18,5</b>	<b>23 493</b>	<b>23,3</b>
5. <b>Sociedades Tituladoras</b>	-	-	-	-	-	-
<b>III. OPERACIONES EN TRÁNSITO</b>	<b>260</b>	<b>0,3</b>	<b>286</b>	<b>0,3</b>	<b>(290)</b>	<b>-0,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>81 881</b>	<b>100,0</b>	<b>96 853</b>	<b>100,0</b>	<b>100 738</b>	<b>100,0</b>
<b>Inv. en el Exterior / Cartera Administrada</b>	<b>28,6%</b>		<b>29,4%</b>		<b>34,8%</b>	

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





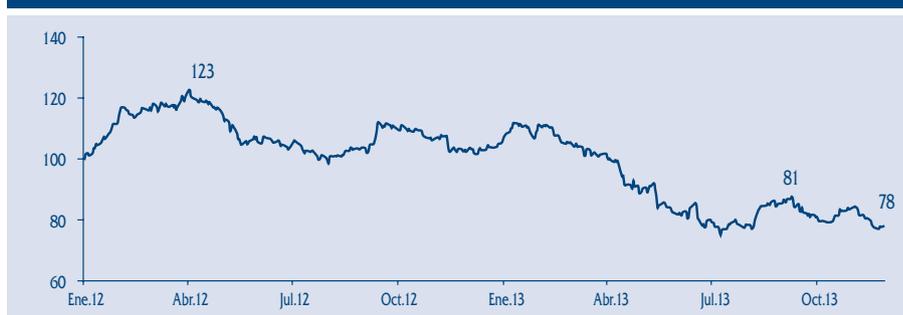
El Banco Central ha aprobado recientemente un cronograma de incrementos del límite de inversiones en el exterior de las AFPs que implica aumentos mensuales de 0,5 por ciento a partir de diciembre de este año hasta alcanzar un límite de 40 por ciento de la cartera administrada.

**Cuadro 46**  
**INVERSIONES DE LAS AFP**  
(Millones de US\$)

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

88. En el mercado de renta variable, el IGBVL de noviembre disminuyó en 4,5 por ciento respecto a setiembre, en línea con los principales indicadores de la región. A nivel sectorial, las acciones de los sectores minero, industrial y agropecuario fueron afectadas de forma negativa por el contexto internacional, en especial debido a la reducción del precio de los metales preciosos (oro y plata) y cobre. De otro lado, se registró una recuperación de las acciones del sector servicios en el último trimestre.

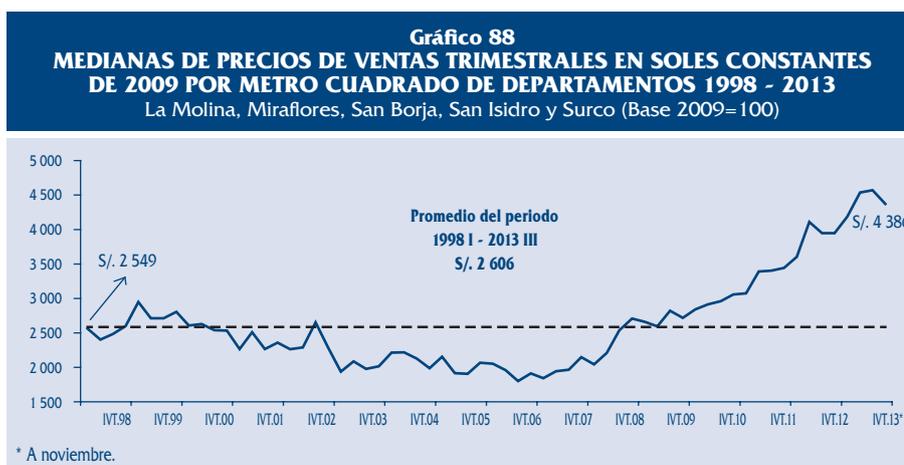
**Gráfico 87**  
**ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA**  
(2 Enero 2012=100)



Cuadro 47 VARIACIONES DE LOS ÍNDICES SECTORIALES DE LA BOLSA DE VALORES DE LIMA (Porcentaje)							
	Agropecuario	Bancos y financieras	Diversas	Industriales	Mineras	Servicios	IGBVL
Nov.13/Dic.12	-40,6	-5,2	2,5	-11,2	-44,9	18,3	-26,3
Nov.13/Set.13	-4,3	-2,3	-0,4	-3,7	-10,5	5,5	-4,5

### Mercado Inmobiliario

89. En el cuarto trimestre del año, los precios por metro cuadrado de los cinco distritos de la muestra (La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro y Surco), en soles constantes, se redujeron ligeramente respecto al trimestre anterior. El gráfico muestra la evolución de las medianas de los precios de venta trimestrales en soles constantes de 2009 por metro cuadrado de departamentos.



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

El ratio precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER por sus siglas en inglés), que muestra el número de años que se tendría que otorgar en alquiler un inmueble para recuperar el valor de la adquisición, ha mostrado una evolución estable entre un valor de 15 y 16 en los últimos años, manteniéndose en los rangos considerados como normales, de acuerdo con los criterios considerados en el Global Property Guide.



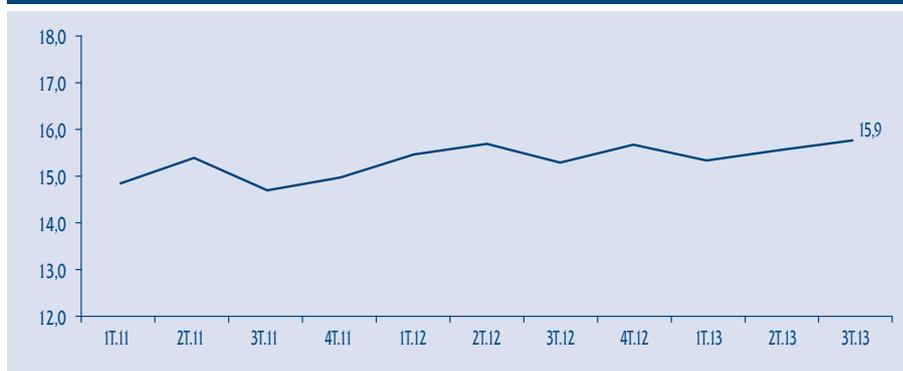


**Cuadro 48**  
**PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M<sup>2</sup>**

	2012 - IT	2012 - II T	2012 - IIIT	2012 - IVT	2013 - IT	2013 - IIT	2013 - IIIT
Jesús María	13,0	15,7	15,5	14,9	15,0	15,6	15,7
La Molina	12,7	10,7	12,4	11,6	13,7	14,7	15,5
Lince	13,9	14,2	14,2	16,4	14,1	14,6	15,4
Magdalena	14,5	14,1	13,1	16,0	14,0	14,5	15,1
Miraflores	19,0	17,0	15,3	15,0	14,8	16,5	16,3
Pueblo Libre	15,4	16,5	15,2	16,0	14,1	14,3	15,3
San Borja	15,3	19,5	16,8	18,2	18,6	17,5	17,1
San Isidro	19,7	17,7	17,2	18,4	18,0	17,2	17,3
San Miguel	14,8	15,3	16,1	15,6	14,4	14,8	14,7
Surco	16,6	16,7	17,1	15,0	16,8	16,3	16,5
<b>Agregado</b>							
Promedio	15,5	15,7	15,3	15,7	15,3	15,6	15,9

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

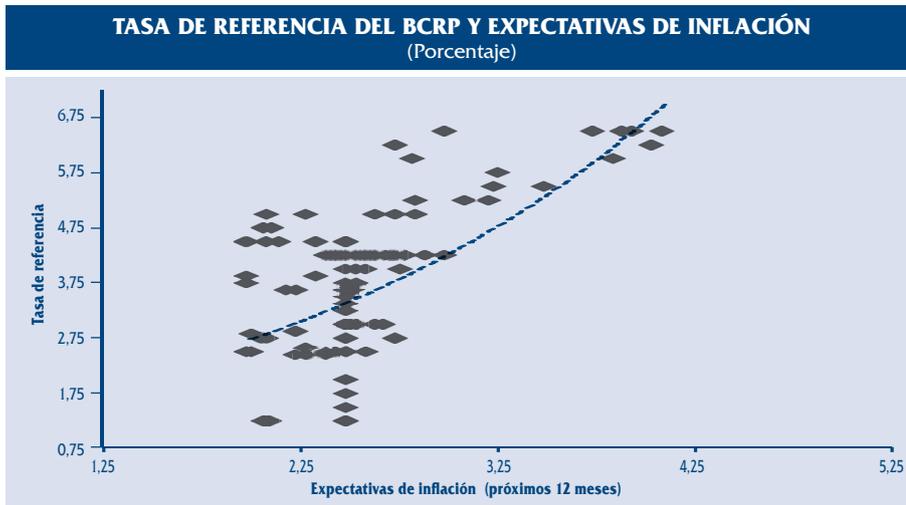
**Gráfico 89**  
**RATIO PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL**



#### **Recuadro 4** **TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA Y LOS REQUERIMIENTOS DE ENCAJE**

Este recuadro discute el uso de la tasa de interés de referencia y los encajes por parte del BCRP. En el esquema de metas explícitas de inflación, la tasa de interés de referencia es la meta operativa del Banco Central cuyas modificaciones se orientan a mantener la inflación bajo control. El gráfico siguiente ilustra claramente el rol de la tasa de referencia del BCRP que sube cuando las expectativas de inflación son mayores, como una señal para inducir el retorno de las expectativas a la meta<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> La pendiente de la relación entre la tasa de referencia y las expectativas de inflación de los próximos 12 meses es 1,57.



Los cambios en la tasa de referencia se transmiten a la economía principalmente a través de su influencia en:

- i) La formación de las expectativas económicas del público;
- ii) La estructura por plazos de las tasas de interés de mercado; y
- iii) Los cambios en valoraciones relativas de activos en moneda nacional y en moneda extranjera.

Así, con el manejo de la tasa de referencia, el Banco Central establece el nivel de tasas de interés consistente con la estabilidad de precios. Una vez establecido el nivel de la tasa de referencia, el Banco Central ajusta las condiciones monetarias mediante operaciones de mercado abierto para anclar la tasa de interés interbancaria a la tasa de referencia.

El esquema de metas de inflación del BCRP también utiliza otros instrumentos de política monetaria, como la intervención cambiaria y los encajes con el objetivo de reducir los riesgos asociados a la dolarización. Recientemente, varios bancos centrales han incrementado el uso de otros instrumentos de política monetaria con el objetivo de potenciar su efectividad y reducir el riesgo de formación de vulnerabilidades en el sistema financiero.





En el caso del encaje, su objetivo principal es prevenir una evolución desordenada del crédito originada en movimientos repentinos de las fuentes de financiamiento de origen externo y/o interno. Así por ejemplo, un aumento en los requerimientos de encaje atenúa las expansiones del crédito financiada por fuertes entradas de capitales, permitiendo además la acumulación preventiva de reservas internacionales.

El uso del encaje toma en cuenta las distintas fuentes generadoras de riesgos macro-financieros asociados a la estructura de las obligaciones de las entidades financieras. Por ejemplo, la tasa de encaje para los depósitos en moneda nacional es actualmente 15 por ciento, 50 por ciento para las obligaciones domésticas en moneda extranjera, 50 por ciento para los adeudados externos de corto plazo y 20 por ciento para los de largo plazo y comercio exterior, y 120 por ciento para los depósitos en moneda nacional por parte de inversionistas financieros no residentes.

El BCRP ha venido utilizando de manera activa los requerimientos de encaje tanto en soles como en dólares con el objetivo de contribuir a una evolución ordenada de la liquidez y del crédito, en un contexto de elevados y volátiles inlfujos de capitales. Así, desde el 2011 hasta abril 2013, se elevaron los encajes tanto en soles como en dólares, y se establecieron nuevos requerimientos de encaje orientados a reducir los incentivos de los bancos a prestar en dólares, particularmente a las familias, quienes son las más expuestas al riesgo cambiario crediticio.

Con esta estrategia, se han limitado los efectos de la flexibilización cuantitativa en las economías desarrolladas (Quantitative Easing, QE en sus siglas en inglés) mediante ajustes cuantitativos a través del aumento en los requerimientos de encaje sobre las obligaciones de las entidades financieras que operan en el mercado doméstico (Quantitative tightening, QT).

Estas medidas han fortalecido el nivel de liquidez internacional de la banca, y han limitado su exposición a capitales de corto plazo, y con ello han potenciado la capacidad del sistema financiero para enfrentar una reversión de estos flujos de capitales. Las medidas de encaje aplicadas durante este periodo, evitaron un crecimiento desmedido del crédito, y tasas de interés en dólares extraordinariamente bajas, situación que contribuyó a que el nivel de 4,25 por ciento de la tasa de referencia durante este periodo sea el consistente con mantener la inflación en el rango meta en el horizonte de proyección.

Desde mayo de 2013 con el incremento de la probabilidad de un recorte de las medidas de expansión cuantitativa de la Fed, se produjo una importante corrección en el valor de las monedas de las economías emergentes, y en los rendimientos de los bonos soberanos de estas economías. Las medidas de encaje adoptadas previamente, permitieron afrontar este periodo de mayor volatilidad en los mercados financieros, sin comprometer la evolución el crédito. Por el contrario, el BCRP redujo desde mayo 2013 la tasa de encaje en soles en 5 puntos porcentuales, de 20 a 15 por ciento, lo que permitió otorgar la liquidez suficiente para satisfacer la mayor demanda por crédito en soles, el cual aceleró su tasa de crecimiento desde 16,8 por ciento en abril a 21,7 por ciento en octubre, sustituyendo la demanda por crédito en dólares. Con ello se logró acelerar el proceso de desdolarización del crédito, sin que ello presiones al alza en las tasas de interés en soles. Para reforzar este proceso, en agosto se estableció un encaje adicional a las entidades financieras cuando la expansión del crédito respecto a setiembre 2013 supere el 5 por ciento.



Esta evolución ordenada del crédito y de las condiciones monetarias y crediticias ha contribuido además a que la reducción reciente de la tasa de interés de referencia en noviembre se traspase inmediatamente a las tasas de interés preferenciales tanto activas como pasivas del sistema financiero, lo que potencia el canal de transmisión de los cambios en las tasas de referencia.

La experiencia de los bancos centrales frente a la crisis financiera global ha mostrado la necesidad de utilizar un conjunto más amplio de instrumentos, y de tomar acciones preventivas que limiten la formación de riesgos en el sistema financiero. El uso combinado de los encajes, y la tasa de interés en el caso del BCRP es una muestra de este nuevo enfoque orientado a la administración de riesgos y acciones preventivas. Los resultados en términos de inflación, y en la evolución de las condiciones crediticias durante la crisis financiera internacional y más recientemente frente a la mayor turbulencia generada por la posibilidad del recorte del programa de compra de activos de la Fed, muestran la efectividad de este esquema.





## VI. Inflación

90. La inflación alcanzó una tasa anual de 3,28 por ciento en agosto. A partir de setiembre, empezaron a disiparse algunos choques de oferta interna que habían afectado la evolución de los precios de algunos alimentos, tales como el pescado y la papa. Adicionalmente, los precios de los bienes que dependen de cotizaciones internacionales, como la carne de pollo y el azúcar, tuvieron un comportamiento similar, mostrando una caída en los últimos meses del año.

Esto contribuyó a una desaceleración de la tasa anualizada de inflación entre setiembre y noviembre, que se redujo a 2,96 por ciento, con lo cual la tasa de inflación se ubica nuevamente dentro del rango meta de la política monetaria

El alza del tipo de cambio (depreciación de 10 por ciento entre enero y agosto de 2013) ha tenido efectos rezagados sobre la inflación, los que tenderían a disiparse en los meses siguientes, teniendo en cuenta además el atenuamiento del ritmo de crecimiento del gasto interno.



91. Entre los principales factores que contribuyeron a la desaceleración de la inflación entre setiembre y noviembre, los choques de oferta interna explican una caída de 0,4 puntos porcentuales, asociado a la mejora de las condiciones climáticas, lo que se refleja en una reducción del precio de la papa (13,3 por ciento) y del pescado (12,4 por ciento). Esto en contraste al impacto positivo en 0,6 puntos porcentuales de los choques de oferta interna en el periodo enero-setiembre de 2013, ante las condiciones adversas por climas y oleajes anómalos.

**Cuadro 49**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN POR PERÍODOS**

	Peso	Enero-Agosto		Setiembre-Noviembre		Enero-Noviembre	
		Var.%	Contr. pond.	Var.%	Contr. pond.	Var.%	Contr. pond.
<b>INFLACIÓN</b>	<b>100,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,76</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,07</b>	<b>2,7</b>	<b>2,69</b>
<b>1. Alimentos</b>	<b>37,8</b>	<b>3,4</b>	<b>1,34</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,28</b>	<b>2,7</b>	<b>1,06</b>
a. Efecto de precios internacionales	10,0	-0,4	-0,04	-0,9	-0,09	-1,3	-0,13
<i>Del cual</i>							
Carne de pollo	3,0	1,7	0,05	-4,4	-0,14	-2,8	-0,09
Azúcar	0,5	-16,1	-0,11	-0,8	0,00	-16,8	-0,11
b. Choques de oferta interna	4,95	11,1	0,58	-6,9	-0,39	3,4	0,18
<i>Del cual</i>							
Papa	0,9	17,0	0,17	-13,3	-0,15	1,4	0,01
Pescado fresco y congelado	0,7	46,6	0,32	-12,4	-0,12	28,4	0,19
c. Comidas fuera del hogar	11,7	3,5	0,45	1,3	0,17	4,9	0,62
d. Resto de alimentos	11,1	3,1	0,35	0,3	0,03	3,4	0,39
<b>2. Combustibles, pasaje urbano y electricidad</b>	<b>14,3</b>	<b>2,8</b>	<b>0,39</b>	<b>0,5</b>	<b>0,06</b>	<b>3,2</b>	<b>0,46</b>
a. Combustibles	2,8	4,6	0,14	-0,8	-0,02	3,8	0,12
b. Pasaje urbano	8,5	1,2	0,10	0,9	0,07	2,1	0,18
c. Electricidad	2,9	5,5	0,15	0,6	0,02	6,1	0,17
<b>3. Asociados al tipo de cambio</b>	<b>4,5</b>	<b>5,9</b>	<b>0,23</b>	<b>0,0</b>	<b>0,00</b>	<b>5,9</b>	<b>0,23</b>
a. Compra de vehículos	1,6	8,7	0,12	-0,5	-0,01	8,2	0,11
b. Alquiler de vivienda	2,4	3,0	0,06	0,4	0,01	3,4	0,07
c. Pasaje de avión	0,4	12,5	0,04	-0,5	0,00	11,9	0,04
<b>4. Educación</b>	<b>9,85</b>	<b>4,5</b>	<b>0,46</b>	<b>0,1</b>	<b>0,01</b>	<b>4,6</b>	<b>0,47</b>
<b>5. Resto</b>	<b>33,58</b>	<b>1,0</b>	<b>0,33</b>	<b>0,4</b>	<b>0,14</b>	<b>1,5</b>	<b>0,47</b>

Otro factor que incidió en la desaceleración de la inflación fue el tipo de cambio, que luego de acumular una depreciación de 9,1 por ciento entre enero y agosto de 2013, se apreció ligeramente en 0,1 por ciento entre setiembre y noviembre. Así, el incremento de los precios asociados al tipo de cambio, tales como vehículos, alquiler de viviendas y pasajes de avión, contribuyeron en 0,2 puntos porcentuales a la inflación del periodo enero-agosto de 2013, mientras que se mantuvieron estables en los meses siguientes.

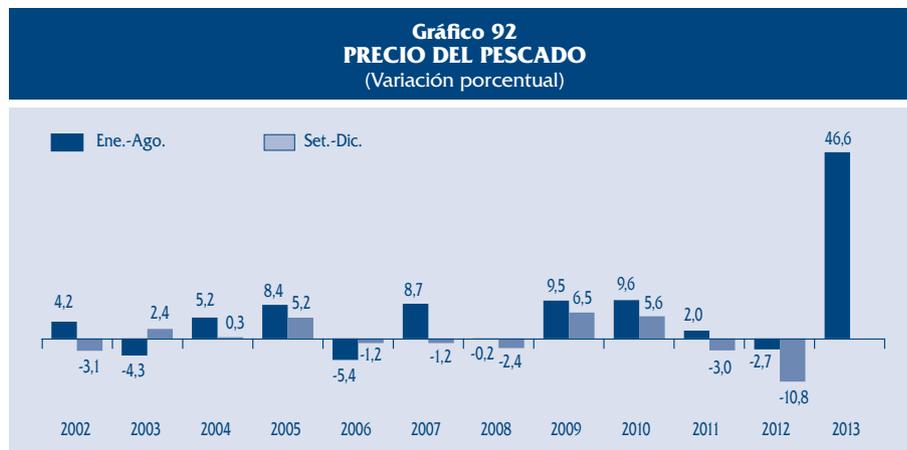
### Componentes de la inflación al mes de noviembre de 2013

92. Entre los componentes asociados a precios internacionales, la caída en el precio de alimentos con alto componente importado estuvo en relación a la menor cotización internacional de sus principales insumos. En el caso de la **carne de pollo**, la menor cotización internacional del maíz (pasó de US\$ 281,9 la TM en diciembre de 2012 a US\$ 160,2 en noviembre de 2013) y el aumento de las colocaciones de pollos bebé (6 por ciento en el periodo setiembre-noviembre con respecto al mismo periodo del año anterior) contribuyeron a atenuar las presiones alcistas ante el menor abastecimiento y encarecimiento de pescado.
93. Entre los precios asociados a choques de oferta interna, las anomalías climatológicas observadas hasta el mes de agosto afectaron la oferta de productos perecederos





como papa y pescado. El mayor incremento de precios se registró en **pescado** (28,4 por ciento), rubro que alcanzó un incremento de 47 por ciento en el período enero-agosto, disminuyendo 12,4 por ciento entre setiembre y noviembre. Las anomalías climatológicas afectaron la oferta de pescado, cuyo precio registró alzas sucesivas de marzo a agosto. En los meses siguientes, la mejora de las condiciones marinas permitió revertir las alzas de precios, con excepción de octubre, mes en el que los oleajes anómalos y las condiciones climáticas variables afectaron nuevamente la disponibilidad de las especies.



El precio de la **papa** también registró un alza fuerte en el período enero-agosto (17,0 por ciento), principalmente en los meses de julio (18,7 por ciento) y agosto (8,8 por ciento). A ello contribuyó la menor producción en las regiones de Pasco y Huancavelica, afectadas por intensas lluvias a inicios del año, así como las variaciones climáticas en Huánuco. En los siguientes meses, la mejora del clima y las mayores siembras en Lima y Huánuco, contribuyeron a mejorar el abastecimiento, lo que dio lugar a la caída de los precios en el período setiembre-noviembre (-13,3 por ciento).

El rubro “**otras hortalizas**” aumentó 9,3 por ciento, en el período enero-agosto y cayó 8,2 en el período setiembre-noviembre. A la mayor demanda estacional en el primer trimestre del año, se sumaron las alteraciones climáticas en la costa central. Ello dio lugar a cierto retraso en el crecimiento de cultivos como lechuga, lo que se reflejó en el repunte de los precios en el mes de julio. En los siguientes meses, la normalización de la temperatura contribuyó a mejorar el abastecimiento. En el caso de la lechuga, este pasó de 95 TM diarias en el período enero-agosto a 107 TM diarias de setiembre a noviembre.

En el caso del **azúcar**, fueron determinantes la menor cotización internacional (el contrato 5 pasó de US\$ 527 la TM en diciembre de 2012 a US\$ 467,0 en noviembre de 2013) y el aumento de la producción doméstica (2 por ciento en el período setiembre-noviembre).

El precio de las **legumbres frescas** aumentó en promedio 8,4 por ciento en el período enero-agosto y disminuyó 20,6 por ciento en el período setiembre-noviembre. El alza en el precio de la arveja, principal componente de este rubro, estuvo relacionado a las menores siembras en los primeros meses de la campaña agrícola en las regiones de Junín y Huancavelica, debido a la falta de lluvias. Asimismo, las menores siembras en Huánuco en el mes de marzo fue un factor que contribuyó al alza del precio en julio (17,3 por ciento). A partir de agosto se registraron variaciones negativas del precio por la mejora del clima y las mayores siembras en Huánuco y Junín.

### Inflación subyacente

94. La tasa anual de inflación subyacente, que excluye del cálculo del IPC los rubros de más alta volatilidad de precios, fue 3,7 por ciento al mes de noviembre. La inflación sin alimentos y energía pasó de 1,9 por ciento en diciembre a 2,9 por ciento en noviembre, reflejando las alzas en los precios de los servicios, principalmente de comidas fuera del hogar y educación y de algunos precios influenciados por la depreciación del tipo de cambio.
95. El componente no subyacente de la inflación aumentó ligeramente de una tasa anual de 1,5 por ciento en diciembre 2012 a 1,6 por ciento en noviembre de 2013. Se registraron alzas en los precios de gasolina (una variación de -5,0 por ciento en diciembre de 2012 a 1,6 por ciento en noviembre de 2013), tarifas de electricidad (de 2,2 por ciento en diciembre 2012 a 5,3 por ciento en noviembre 2013) y pasaje urbano (de 2,3 por ciento en diciembre 2012 a 3,8 por ciento en noviembre 2013).

Cuadro 50 INFLACIÓN (Variación porcentual)										
	Peso 2009=100	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 Ene.-Nov. 12 meses	
<b>I. INFLACIÓN</b>	<b>100,0</b>	<b>1,14</b>	<b>3,93</b>	<b>6,65</b>	<b>0,25</b>	<b>2,08</b>	<b>4,74</b>	<b>2,65</b>	<b>2,69</b>	<b>2,96</b>
<b>II. IPC SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA</b>	<b>56,4</b>	<b>1,28</b>	<b>1,49</b>	<b>4,25</b>	<b>1,71</b>	<b>1,38</b>	<b>2,42</b>	<b>1,91</b>	<b>2,48</b>	<b>2,89</b>
<b>III. INFLACIÓN SUBYACENTE</b>	<b>65,2</b>	<b>1,37</b>	<b>3,11</b>	<b>5,56</b>	<b>2,35</b>	<b>2,12</b>	<b>3,65</b>	<b>3,27</b>	<b>3,50</b>	<b>3,68</b>
Bienes	32,9	0,97	3,30	5,32	2,17	1,53	3,17	2,56	2,87	2,99
Servicios	32,2	1,85	2,88	5,86	2,56	2,72	4,13	3,97	4,12	4,37
<b>IV. INFLACIÓN NO SUBYACENTE</b>	<b>34,8</b>	<b>0,83</b>	<b>5,07</b>	<b>8,11</b>	<b>-2,54</b>	<b>2,00</b>	<b>6,79</b>	<b>1,52</b>	<b>1,18</b>	<b>1,59</b>
Alimentos	14,8	2,06	7,25	10,97	-1,41	1,18	11,50	2,36	0,09	-0,08
Combustibles	2,8	-1,50	6,45	-0,04	-12,66	12,21	7,54	-1,48	3,80	3,45
Transportes	8,9	1,12	0,82	5,86	0,19	1,94	3,61	1,99	1,49	3,84
Servicios públicos	8,4	-3,22	0,24	7,48	-4,56	0,01	1,50	0,54	1,99	1,72
<b>Alimentos</b>	<b>37,8</b>	<b>1,8</b>	<b>6,0</b>	<b>9,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>8,0</b>	<b>4,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>





96. Analizando las correlaciones entre el tipo de cambio y los precios al consumidor, se observa que los rubros de alquileres y compra de vehículos tienen la mayor correlación. Al mes de noviembre, el nuevo sol se ha depreciado 9,02 por ciento con relación al nivel de diciembre 2012. En este mismo periodo, los alquileres aumentaron 3,4 por ciento y la compra de vehículos en 8,2 por ciento.

Estimaciones recientes revelan que el traspaso de fluctuaciones en el tipo de cambio hacia a inflación es rápido y reducido<sup>8</sup>. En particular, se estima que una depreciación nominal de 1 por ciento presionaría al alza a la inflación en aproximadamente 0,1 por ciento en un lapso de 6 meses. Así, se calcula que las presiones depreciatorias sobre el nuevo sol observadas hacia mediados de 2013 (en particular, cerca de 10 por ciento entre mayo y julio) explica aproximadamente 1 por ciento de la inflación observada hacia finales del año.

**Cuadro 51**  
**RUBROS DE MAYOR CORRELACIÓN CON EL TIPO DE CAMBIO**

	Peso	Correlación máxima 1/	Correlación dic.11-nov.13
<b>Bienes</b>			
Aparatos electrodomésticos	1,3	0,96	0,10
Aparatos de recreo y cultura	0,9	0,93	0,22
Artículos de joyería	0,1	0,92	-0,11
Compra de vehículos	1,6	0,89	0,60
Artículos recreativos	0,7	0,86	-0,13
Repuestos de vehículos	0,2	0,69	0,09
<b>Servicios</b>			
Alquileres	2,4	0,99	0,97
Gastos en hoteles	0,1	0,74	0,21
Pasaje de avión	0,4	0,71	0,34

1/ Correlación más alta tomando ventanas móviles de 24 meses de enero de 1995 a noviembre de 2013.

## Precios de energía y alimentos

### a. Energía

97. La cotización del **petróleo** WTI se redujo 12,0 por ciento en los últimos tres meses, al caer de US\$/bl. 106,55 en agosto (máximo en el año) a US\$/bl. 93,81 en noviembre. Sin embargo, el precio del petróleo todavía muestra un incremento de 6,4 por ciento en lo que va del año.

La tendencia descendente en la cotización del petróleo estuvo asociada a la mayor producción de Estados Unidos, a niveles no vistos desde enero de 1989, debido al auge del crudo no convencional cuyo incremento sobrepasó las proyecciones. Otros países no miembros de la OPEP también contribuyeron al crecimiento de la producción global, aunque en menor medida. La producción de crudo de Canadá y de Rusia también registró un crecimiento importante. Asimismo, surgieron presiones

8 Winkelried D. (2012), "Traspaso del tipo de cambio y metas de inflación en el Perú", Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos, 23, 9-24.).

a la baja luego del acuerdo temporal entre Irán y el grupo de los cinco países del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y Alemania.

Esta mayor producción contrarrestó la reducción de la oferta de la OPEP, asociadas a la suspensión temporal de algunos productores del cartel (en particular Iraq y Libia), sumado a la disminución de la producción anual de Arabia Saudita durante el año (en respuesta a un mercado global bien abastecido).

**Cuadro 52**  
**OFERTA Y DEMANDA INTERNACIONAL DE PETRÓLEO Y LÍQUIDOS COMBUSTIBLES**  
(Millones de barriles por día)

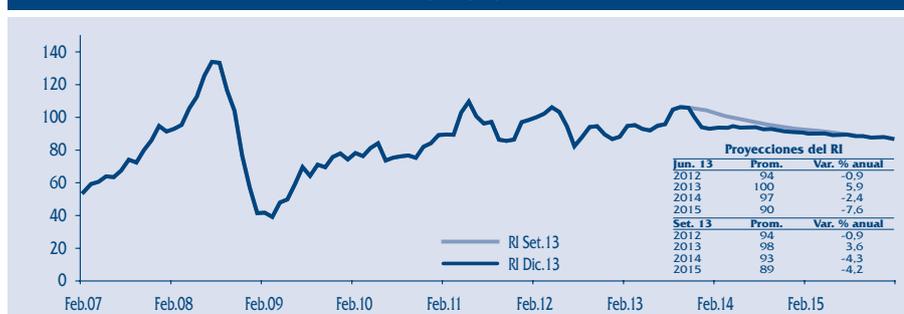
	2012	2013*	2014*
Oferta	89,31	90,10	91,54
OPEP	36,64	35,87	35,84
No OPEP	52,67	54,22	55,70
Consumo	89,17	90,25	91,39
OECD	45,91	45,82	45,64
No OECD	43,26	44,42	45,75
Balance de Mercado	0,14	-0,15	0,15
Inventarios fdp (millones de barriles)			
Inventarios Estados Unidos	1 113	1 087	1 097
Inventarios OECD	2 649	2 587	2 614

\* Proyectado.

Fuente: Short Term Energy Outlook, Noviembre 2013.

Debido a este escenario de un mercado bien abastecido, se prevé que el petróleo WTI se cotice en niveles menores a los estimados en el Reporte de Inflación de setiembre. Sin embargo, se mantienen los factores de riesgo, tanto al alza, como a la baja. La probabilidad de incrementos de los precios se mantiene elevada debido a las recurrentes tensiones políticas presentes en el Medio Oriente y a la nueva infraestructura que reducirá la sobreoferta en los almacenes de Oklahoma. Al mismo tiempo, un retorno rápido de la producción de crudo de Irán al mercado y una producción de crudo mayor al estimado en Estados Unidos podría presionar los precios a la baja.

**Gráfico 93**  
**PETRÓLEO WTI: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2015**  
(US\$/bl)





## b. Alimentos de origen importado

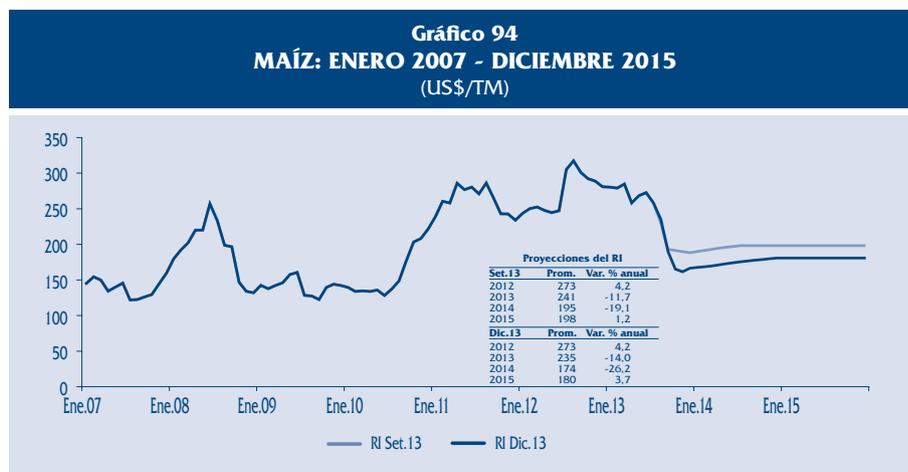
### Maíz

98. Durante los últimos tres meses, la cotización internacional promedio del maíz disminuyó 32 por ciento, al caer de US\$/TM 235 en agosto a US\$/TM 159 en noviembre. Con ello, el maíz acumuló una caída de 43 por ciento en lo que va del año.

La fuerte caída del precio del maíz se sustentó en la mayor cosecha de Estados Unidos que estaría alcanzando niveles máximos históricos. Esta nueva cosecha de maíz dispuso los temores de un mercado bastante ajustado debido a la insuficiente cosecha de la temporada pasada, relacionada a la peor sequía en más de 50 años. Las condiciones climáticas favorables de este año hicieron posible una mejora en los rendimientos, los que alcanzaron el segundo nivel más alto de la historia (solo superado por el rendimiento de la temporada 2009-2010). La producción mundial de este grano también alcanzaría un máximo histórico, por el fuerte incremento en la cosecha de otros países productores como Rusia, India y otros países europeos a tasas que supera el crecimiento de la demanda.

Adicionalmente, la cotización del maíz también fue presionada a la baja por la posibilidad de que el gobierno estadounidense disminuya el uso de etanol en el 2014, lo que disminuiría la demanda del grano. Esta decisión se asocia al incremento en la producción de petróleo en EUA.

El exceso de oferta en esta temporada 2013/2014 se traducirá en un incremento en los inventarios finales mundiales de maíz. Ello se suma al inesperado incremento en los inventarios finales en la temporada pasada 2012/2013 que finalizó en agosto, y que sorprendió al USDA que esperaba una caída en los inventarios. En estas circunstancias, se estima que el precio del maíz se reduciría en el horizonte de proyección, respecto al precio proyectado en el Reporte de inflación de setiembre.

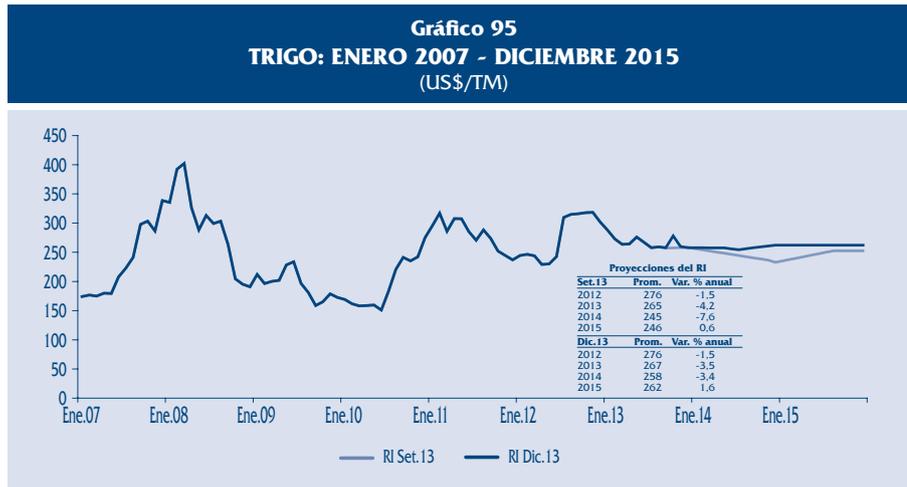


## Trigo

99. Al mes de noviembre, el precio internacional del trigo presenta una disminución acumulada de 14,1 por ciento, cerrando dicho mes en un nivel promedio de US\$/TM 259. Sin embargo, durante los últimos tres meses, la cotización del trigo se ha mantenido cerca del nivel promedio registrado en agosto, aunque con fluctuaciones importantes.

El precio del trigo ha estado enfrentando presiones a la baja por la reanudación de las siembras de trigo de invierno en Rusia y en Ucrania, luego de un período de intensas lluvias y por mayores inventarios en EUA. Las mejores condiciones climáticas de este año hacen prever un incremento en la producción mundial en esta temporada.

Ello, junto con un bajo crecimiento en la demanda, impulsaría el crecimiento de los inventarios y mantendrían los precios a la baja el próximo año. En línea con estos desarrollos, se estima que, en el horizonte de proyección, los precios se reduzcan ligeramente respecto al nivel considerado en el Reporte de Inflación pasado.



## Aceite de Soya

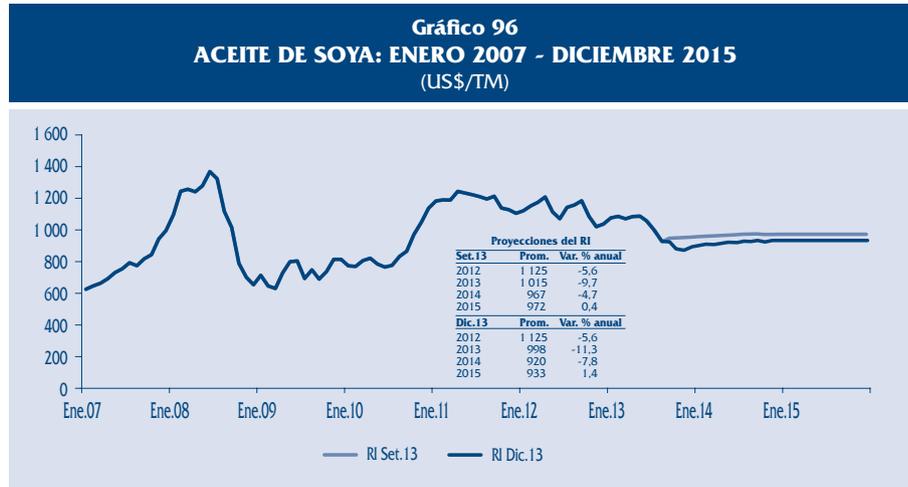
100. La cotización promedio de noviembre del aceite de soya fue US\$/TM 873, nivel inferior en 6,4 por ciento al promedio de agosto; acumulando una reducción de 15,8 por ciento respecto al precio de diciembre de 2012.

Los precios del aceite de soya fueron afectados por el incremento en la producción mundial del grano de soya hasta un nuevo máximo histórico, destacan las mejores perspectivas de producción de soya y aceite de soya en Sudamérica. El precio también está siendo presionado por la propuesta de la Agencia de Protección Medio





Ambiental de Estados Unidos de reducir la meta de biocombustibles en 16 por ciento para 2014. En línea con estos desarrollos, se proyecta que los precios se mantengan por debajo de lo proyectado en el Reporte de inflación de setiembre.



### Expectativas de inflación

101. En el horizonte de proyección los agentes económicos mantienen sus expectativas de inflación dentro del rango meta.

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

	Expectativas del:		
	RI Jun.13	RI Set.13	RI Dic.13*
<b>Sistema Financiero</b>			
2013	2,5	2,8	3,0
2014	2,5	2,5	2,6
2015	2,5	2,5	2,6
<b>Analistas Económicos</b>			
2013	2,5	2,7	3,0
2014	2,4	2,5	2,6
2015	2,3	2,4	2,5
<b>Empresas No Financieras</b>			
2013	2,7	3,0	3,0
2014	2,8	3,0	3,0
2015	2,8	3,0	3,0

\* Encuesta realizada al 30 de Noviembre de 2013.  
RI: Reporte de Inflación.

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



102. En el mes de noviembre la inflación de los últimos 12 meses retornó al rango meta de inflación, al ubicarse en 2,96 por ciento, en línea con lo considerado en el Reporte de setiembre. En el escenario central de proyección, se espera que la inflación se mantenga dentro del rango meta y que converja al punto medio de 2,0 por ciento. Este escenario considera que no habrían mayores presiones inflacionarias debido a que el crecimiento económico se viene desacelerando a tasas por debajo de su potencial y que las expectativas de inflación se mantendrían ancladas dentro del rango meta.

#### Proyección de inflación no subyacente

103. Se estima que la **inflación no subyacente** será de 1,5 por ciento en el año 2013 como consecuencia de mejores condiciones climáticas así como de una evolución favorable de los precios internacionales de alimentos. En el 2014, los componentes de energía seguirían aumentando principalmente por alzas en GLP y tarifas eléctricas.

En la evolución de los precios de los alimentos, para el año 2014 se espera que las cotizaciones sigan corrigiéndose a la baja lo que aunado a condiciones climáticas normales permitiría que los alimentos aumenten en promedio alrededor de 2 por ciento. Con este resultado, la inflación también se ubicaría en el centro del rango meta.

**Cuadro 54**  
**INFLACIÓN 2009-2014**  
(Variación porcentual anual)

	Peso	2009	2010	2011	2012	2013*		
						Noviembre	RI Set.13	RI Dic.13
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>
<b>Alimentos y energía</b>	<b>43,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,0</b>	<b>7,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>
a. Alimentos	37,8	0,6	2,4	8,0	4,1	2,8	2,8	2,5
b. Energía	5,7	-10,4	6,8	6,0	0,2	4,3	6,8	6,1
<b>IPC sin alimentos y energía</b>	<b>56,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.





Las proyecciones de los componentes importados de la inflación no subyacente como son los combustibles y alimentos muestran una tendencia ligeramente descendente debido a condiciones favorables de oferta y al sostenimiento de una recuperación aún gradual de la economía mundial.

### **Proyección de inflación subyacente**

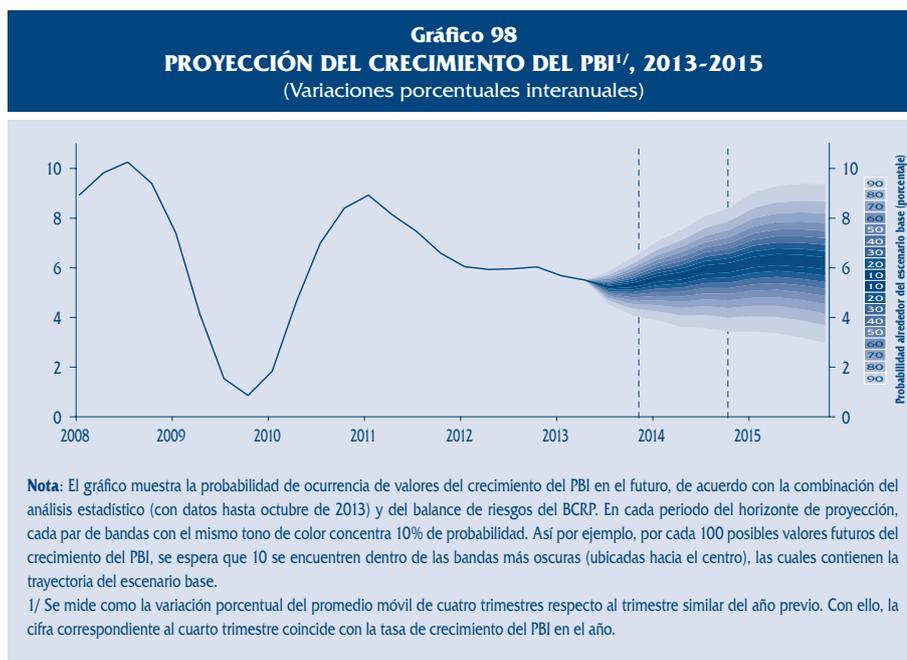
104. Por su parte, los principales factores que afectan la trayectoria de la **inflación subyacente** son la brecha del producto, la inflación importada y las expectativas de inflación.

En el horizonte de proyección, el escenario central contempla una recuperación de la actividad económica hasta alcanzar su nivel potencial, lo que equivale a un ciclo económico neutral. Por ello, no se esperan mayores presiones inflacionarias de demanda hacia la inflación durante este periodo. Además, se prevé que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a la inflación importada y se espera que las expectativas de inflación continúen ancladas al rango meta en el horizonte de predicción, como se ha venido observado en las encuestas de expectativas.

105. Para el año 2013 el escenario central de proyección contempla un **crecimiento de la economía peruana** de 5,1 por ciento, menor al proyectado en el Reporte de setiembre (5,5 por ciento). Esta revisión se explica por la moderación del crecimiento de la actividad económica privada, junto con el deterioro de los términos de intercambio, que es parcialmente compensada por un gasto público más dinámico. Para los años 2014 y 2015, la proyección de crecimiento del PBI se ubicaría en un rango de 6,0 a 6,5 puntos porcentuales.
106. Toda proyección de crecimiento del PBI está sujeta a la realización de posibles eventos no anticipados que la desvíen de su escenario central. Bajo este contexto de incertidumbre, la materialización de algunos riesgos podría implicar un crecimiento del PBI distinto al proyectado originalmente.

En un escenario de riesgo de origen interno se podrían presentar choques adversos de demanda vinculados a trabas que dificultan la inversión privada, lo que afectaría negativamente la confianza empresarial. Por su parte, se mantiene alta la incertidumbre de cómo la evolución de la economía mundial contribuiría a un deterioro de las condiciones macroeconómicas. Destacan las señales recientes que apuntan a la moderación del crecimiento de las economías emergentes y la velocidad a la que se dismantelaría el programa de compras de activos de la Fed.

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



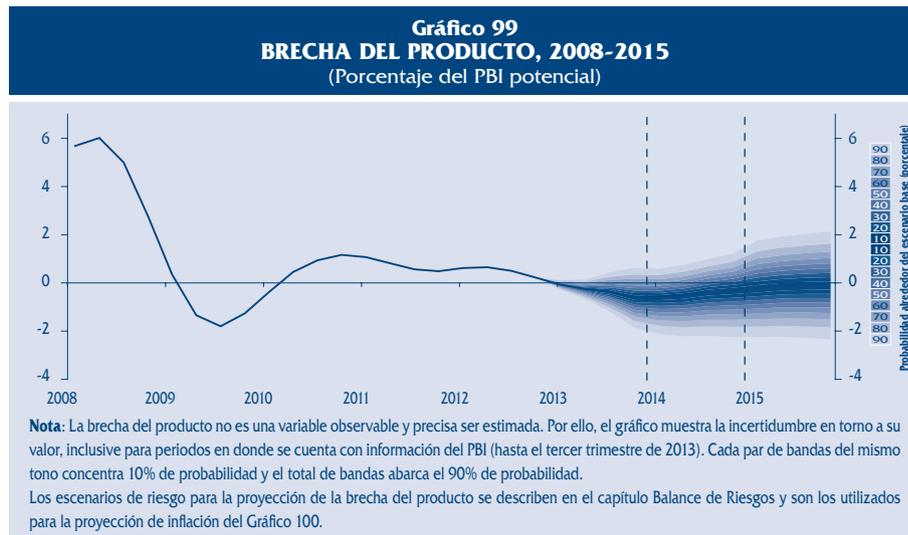
107. La **brecha del producto** recoge las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica que devienen en presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Esta brecha se ve afectada por diversos tipos de impulsos: impulso externo, impulso fiscal, impulso privado e impulso monetario.

En el frente externo se prevé un menor impulso debido a una reducción de los términos de intercambio. Además, este escenario de proyección incorpora un impulso fiscal positivo en 2014, que aliviaría parcialmente la contribución negativa sobre la brecha del producto del impulso externo.

Por otro lado, el escenario base asume que se recuperan gradualmente las condiciones de confianza de consumidores y empresarios, que se traducirían en un mayor dinamismo del impulso privado en el horizonte de proyección.

Finalmente, el escenario base de proyección contempla condiciones monetarias más flexibles, principalmente en moneda nacional debido a la reducción de la tasa de referencia de noviembre de 2013. Una posición adecuada de política monetaria contribuye a mantener las expectativas inflacionarias ancladas, en particular en el contexto de choques persistentes e importantes en los productos sensibles de la canasta del IPC. El Banco Central se mantendrá atento a los desarrollos de las economías mundial y doméstica para flexibilizar, de ser necesario, sus instrumentos de política monetaria con el propósito de mantener la inflación dentro del rango meta.





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

Ello se muestra en el Gráfico 100. La bandas más oscuras contienen la trayectoria del escenario base, el mismo que tendría una probabilidad de ocurrencia de alrededor de 70 por ciento. Los escenarios alternativos de proyección, que se describen en la sección de Balance de Riesgos, tendrían en total una probabilidad de 30 por ciento de ocurrencia.

Con información disponible a noviembre de 2013, la probabilidad de que la inflación se ubique dentro del rango meta en los años 2014 y 2015 es aproximadamente de 56 por ciento y de que se ubique por debajo de 3 por ciento es de 68 por ciento.



## VII. Balance de Riesgos

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

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

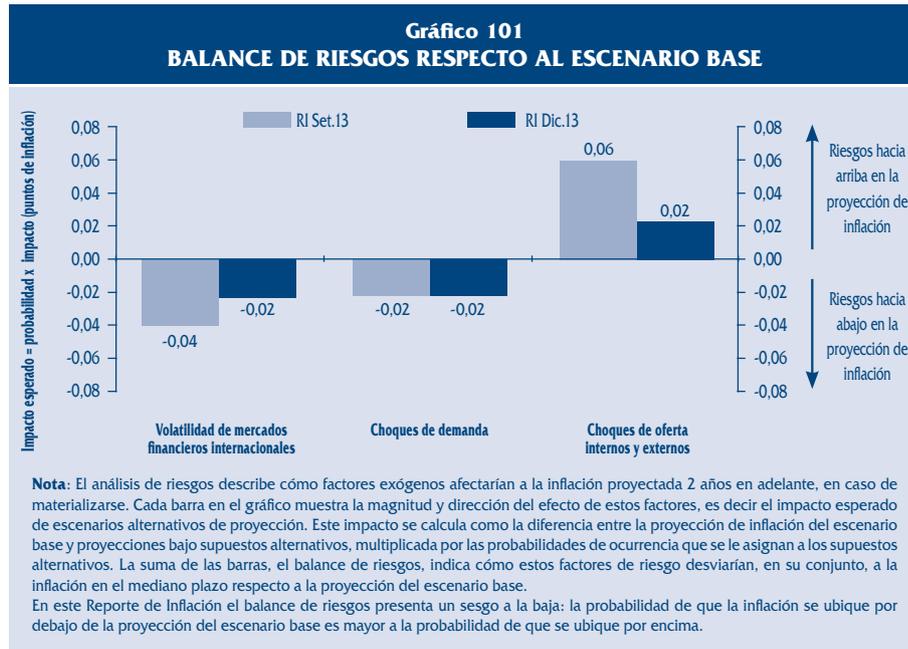
110. Los principales riesgos que podrían desviar a la tasa de inflación del escenario base en el horizonte de proyección, similar al Reporte de setiembre, están asociados con la incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial, el impacto de los menores términos de intercambio y la desaceleración de la demanda interna. El balance de estos riesgos presenta en esta ocasión, a diferencia del Reporte anterior, un sesgo a la baja. El Gráfico 101 muestra el impacto esperado de cada uno de estos factores de riesgo sobre la proyección de la inflación en un horizonte de 2 años.

Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son, por un lado, de origen externo vinculados con la posibilidad de un retorno de la volatilidad en los mercados financieros internacionales y de una recuperación más lenta del crecimiento de economías y, por otro lado, de origen doméstico en un contexto de recuperación más lenta del crecimiento de la demanda interna por aplazamiento de ciertos proyectos de inversión.

Por otro lado, el **riesgo al alza** de la inflación está relacionado principalmente con el incremento de los precios de combustibles por factores geopolíticos, aunque este riesgo se ha reducido significativamente respecto al Reporte previo.

El **balance de los riesgos mencionados produce un sesgo negativo** en la proyección de la inflación, por lo cual, la posibilidad de que la inflación sea inferior a la tasa proyectada de 2 por ciento para el horizonte 2014-2015 es mayor que la probabilidad de que sea mayor a dicha tasa.





## Conclusión

111. La aceleración reciente de la inflación respondió a factores transitorios cuya influencia se disiparía en el corto plazo. Así, se proyecta una convergencia de la inflación al rango meta en el horizonte de proyección. El balance de riesgos es a la baja.

El PBI continuará creciendo a tasas no muy lejanas a su nivel potencial, con una evolución dinámica de la demanda interna y una recuperación de las exportaciones para los siguientes años.

El Banco Central estará pendiente de la evolución de la economía mundial y nacional, así como de las expectativas de inflación para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar que la inflación se mantenga en el rango meta.