



Síntesis

Reporte de Inflación

Setiembre 2013

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

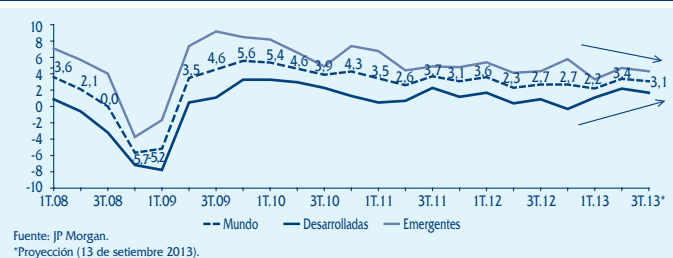
En lo que va del año se ha observado un ritmo moderado de expansión de la **economía mundial**, estimándose una tasa de crecimiento de 3,4 por ciento para el segundo trimestre y una tasa similar para el tercer trimestre. Si bien las economías desarrolladas vienen mostrando mejores perspectivas, las principales economías emergentes se han desacelerado con respecto a lo previsto en el Reporte de junio.

Durante los últimos meses se ha observado una evolución positiva de la actividad económica en Estados Unidos. Esta evolución favorable continúa apoyándose en el consumo, en particular el de bienes duraderos y, en menor medida, en la inversión residencial. Los determinantes de la evolución del consumo han sido la recuperación del mercado laboral y el efecto riqueza asociado a los mayores precios de las viviendas y a la mejora de los mercados bursátiles. Con un panorama relativamente mejor se encuentra también la Eurozona, donde se han disipado los temores acerca de una eventual crisis financiera, en un contexto en el que la actividad económica muestra señales de recuperación.

En el contexto de recuperación de la economía estadounidense, se han consolidado las expectativas de un menor estímulo monetario por parte de la Fed, aunque se mantiene la incertidumbre sobre la magnitud y el momento de inicio de esta reducción. Tal como se describió en el Reporte de junio, estas expectativas se han traducido en una reducción de los flujos netos de capitales hacia economías emergentes, generándose episodios de depreciación y elevación del riesgo soberano en algunas de estas economías.

Con este panorama del entorno internacional, la proyección de crecimiento de la economía mundial se ha revisado a la baja de 3,0 a 2,9 por ciento para 2013 y de 3,7 a 3,6 por ciento para 2014. Asimismo, los **términos de intercambio** también se han revisado a la baja, en línea con la disminución observada en los últimos meses en los precios de los commodities y con la revisión a la baja en el crecimiento de las principales economías emergentes. Para los años 2013 y 2014 se prevén caídas de los términos de intercambio de 4,5 y 1,6 por ciento, respectivamente, aunque su nivel es aún mayor al promedio de 2003 a 2012.

PBI: CRECIMIENTO MUNDIAL TRIMESTRAL DESESTACIONALIZADO
(Tasas porcentuales anualizadas)



CRECIMIENTO MUNDIAL
(Tasas porcentuales anualizadas)

| | 2012 | | 2013 | | 2014 | | 2015 | |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| | Ri Jun.13 | Ri Set.13 | Ri Jun.13 | Ri Set.13 | Ri Jun.13 | Ri Set.13 | Ri Jun.13 | Ri Set.13 |
| Economías desarrolladas | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 2,0 | 2,0 | 2,3 | 2,3 | |
| De los cuales: | | | | | | | | |
| 1. Estados Unidos | 2,8 | 1,9 | 1,6 | 2,4 | 2,5 | 3,0 | 3,0 | |
| 2. Eurozona | -0,6 | -0,6 | -0,5 | 1,0 | 1,0 | 1,3 | 1,3 | |
| Alemania | 0,7 | 0,3 | 0,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | |
| Francia | 0,0 | -0,4 | 0,0 | 1,0 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | |
| Italia | -2,4 | -1,6 | -1,8 | 0,6 | 0,5 | 0,9 | 0,9 | |
| España | -1,6 | -1,6 | -1,5 | 0,4 | 0,4 | 0,9 | 0,9 | |
| 3. Japón | 2,0 | 1,5 | 1,9 | 1,4 | 1,4 | 1,1 | 1,1 | |
| 4. Reino Unido | 0,2 | 0,9 | 1,1 | 1,5 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | |
| Economías en desarrollo | 5,1 | 5,0 | 4,7 | 5,5 | 5,2 | 5,7 | 5,6 | |
| De los cuales: | | | | | | | | |
| 1. Asia en desarrollo | 6,9 | 6,9 | 6,5 | 7,3 | 6,8 | 7,3 | 7,2 | |
| China | 7,8 | 7,7 | 7,5 | 8,0 | 7,6 | 8,0 | 8,0 | |
| India | 5,0 | 6,0 | 5,0 | 6,9 | 6,0 | 6,9 | 6,5 | |
| 2. Europa Central y del Este | 1,4 | 2,0 | 2,0 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,2 | |
| 3. América Latina y Caribe | 3,0 | 3,3 | 2,6 | 3,7 | 3,4 | 3,8 | 3,8 | |
| Brasil | 0,9 | 2,9 | 2,2 | 3,6 | 2,7 | 4,0 | 4,0 | |
| Economía Mundial | 3,2 | 3,0 | 2,9 | 3,7 | 3,6 | 4,0 | 3,9 | |
| Nota: | | | | | | | | |
| Socios Comerciales 1/ | 2,9 | 2,6 | 2,4 | 3,2 | 3,1 | 3,4 | 3,4 | |
| BRICs 2/ | 5,9 | 6,2 | 5,8 | 6,7 | 6,2 | 6,8 | 6,7 | |

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

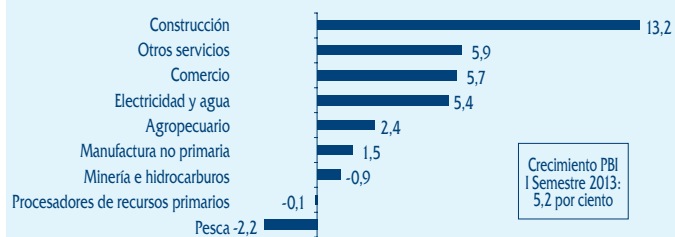
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001-2015
(Variación porcentual)



* Proyección.

**PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES ECONÓMICOS:
I SEMESTRE 2013**

(Variación porcentual real)



DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variación porcentual real)

| | 2012 | | 2013* | | | 2014* | | | 2015* | |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|--|
| | I Sem. | Año | I Sem. | Ri Jun.13 | Ri Set.13 | Ri Jun.13 | Ri Set.13 | Ri Jun.13 | Ri Set.13 | |
| I. Demanda interna | 6,5 | 7,7 | 7,5 | 7,4 | 6,8 | 7,0 | 6,4 | 6,9 | 6,7 | |
| a. Gasto privado | 5,1 | 5,9 | 6,0 | 5,5 | 5,2 | 5,6 | 5,0 | 5,6 | 5,4 | |
| Del cual: | | | | | | | | | | |
| Consumo | 4,0 | 3,9 | 3,6 | 3,7 | 3,5 | 3,6 | 3,5 | 3,6 | 3,5 | |
| Inversión privada fija | 3,0 | 3,0 | 2,1 | 2,1 | 1,8 | 2,0 | 1,9 | 2,0 | 2,0 | |
| b. Gasto público | 1,4 | 1,9 | 1,5 | 1,9 | 1,6 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | |
| Consumo | 0,3 | 0,9 | 0,6 | 1,2 | 0,7 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | |
| Inversión | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | |
| II. Exportaciones netas | -0,2 | -1,4 | -2,4 | -1,3 | -1,3 | -0,6 | -0,3 | -0,1 | 0,0 | |
| Exportaciones | 1,5 | 0,9 | -0,5 | 0,3 | 0,1 | 1,4 | 1,6 | 2,0 | 2,0 | |
| Importaciones | 1,7 | 2,3 | 1,8 | 1,6 | 1,5 | 2,1 | 1,8 | 2,1 | 2,0 | |
| PBI (I+II) | 6,2 | 6,3 | 5,2 | 6,1 | 5,5 | 6,3 | 6,2 | 6,8 | 6,7 | |

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS: 2006-2015
(Porcentaje del PBI)



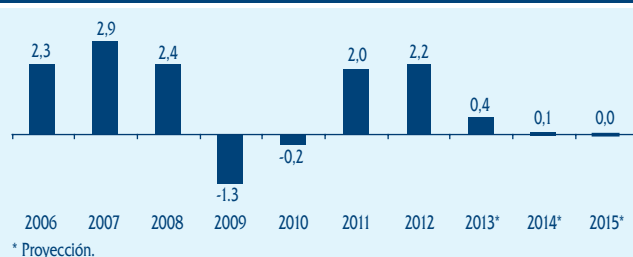
ENTRADA DE CAPITALS EXTERNOS DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO: 2006-2015 1/
(Porcentaje del PBI)



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

* Proyección.

RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2006-2015
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

En el primer semestre del año el **Producto Bruto Interno** creció 5,2 por ciento, con una tasa de crecimiento del segundo trimestre mayor a la correspondiente al primer trimestre. En el segundo trimestre, por quinto trimestre consecutivo, se registró una tasa de crecimiento de la demanda interna (6,5 por ciento) por encima de la correspondiente al PBI, aunque inferior a la observada en el primer trimestre (8,1 por ciento). Por su parte, las exportaciones netas, tal como en el primer trimestre, mantuvieron una contribución negativa a la tasa de crecimiento del PBI.

Se contempla una revisión en la tasa de crecimiento proyectada del PBI para el año 2013 a 5,5 por ciento, frente a la tasa de 6,1 por ciento prevista en el Reporte de junio. Esta modificación se explica por el menor ritmo de expansión observado de las exportaciones y la revisión a la baja del crecimiento mundial. Cabe señalar, no obstante, que se prevé una recuperación de las exportaciones en el segundo semestre, tanto tradicionales cuanto no tradicionales.

Para 2014 se revisa a la baja la tasa de crecimiento del PBI a 6,2 por ciento, en línea con el crecimiento del PBI potencial. Para 2015 se prevé una aceleración del crecimiento a 6,7 por ciento, debido a la entrada en operación de proyectos de inversión, principalmente en el sector minero.

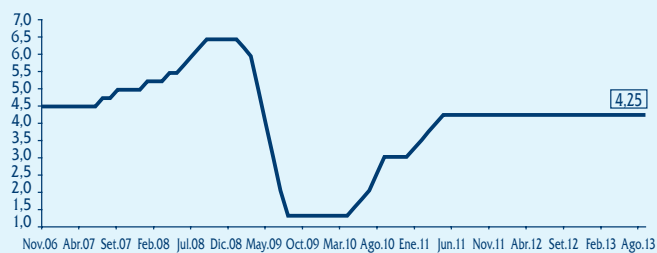
Durante el primer semestre la **balanza en cuenta corriente** registró un déficit equivalente a 5,4 por ciento del PBI, mayor al de igual período de 2012, en un contexto de crecimiento de la inversión mayor al del ahorro interno y de caída de los términos de intercambio. En este período el déficit fue financiado por entradas de capitales de largo plazo por US\$ 13,6 mil millones, mayores a los registrados en la primera mitad de 2012.

Para 2013 se proyecta un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 4,9 por ciento del PBI, mayor al proyectado en junio (4,4 por ciento del PBI) por menores exportaciones en un contexto de menores cotizaciones internacionales y menor crecimiento mundial, lo cual sería atenuado por un menor crecimiento de las importaciones, en línea con la revisión a la baja en el crecimiento del PBI.

Para 2014 se mantiene la proyección del déficit en cuenta corriente de 4,6 por ciento del producto, mientras que para 2015 se proyecta un déficit en cuenta corriente de 4,1 por ciento del PBI, menor al previsto en el Reporte previo (4,3 por ciento del PBI). La trayectoria decreciente del déficit considera la recuperación de la demanda externa y el inicio de operación de proyectos mineros en 2014 y 2015 (Toromocho, Las Bambas y Constanza).

Como en el Reporte de junio, se prevé que el menor crecimiento mundial y los menores precios de exportación impliquen una menor recaudación fiscal. Esto, aunado a un ritmo de gasto del gobierno general con un crecimiento superior al del PBI en el horizonte de proyección, se traduciría en una trayectoria decreciente del **superávit del sector público no financiero** que pasaría de 2,2 por ciento del PBI en 2012 a un resultado nulo en 2015.

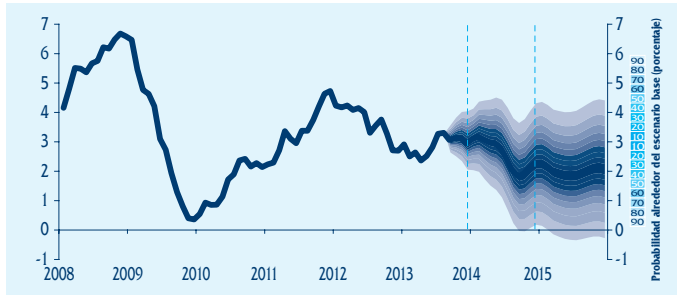
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO CENTRAL (En porcentaje)



MEDIDAS RECIENTES DE ENCAJE

| | Tasa de encaje mínimo legal | Moneda nacional | | | Moneda extranjera | | Aduddados externos Corto plazo |
|--------|-----------------------------|--|------------------------------------|---------------------------|---|---------------------------|-----------------------------------|
| | | Tasa de encaje marginal para depósitos | Aumento en la tasa de encaje medio | Tope tasa de encaje medio | Régimen General Aumento en la tasa de encaje medio | Tope tasa de encaje medio | |
| Ago.10 | 8% | 12% | | | 45% | 0,10% | 50% |
| Set.10 | 8,5% | 15% | | | 50% | 0,20% | 65% |
| Oct.10 | 9% | 25% | | | 55% | 0,20% | 75% |
| Nov.10 | 9% | 25% | | | 55% | | 75% |
| Dic.10 | 9% | 25% | | | 55% | | 75% |
| Ene.11 | 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% |
| 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% | -- | 20,0% | 55% | -- | 60% |
| Jul.13 | 9% | 30% | -- | -- | 55% | -- | 60% |
| Ago.13 | 9% | 25% | -- | 19,0% | 50% | -- | 45,0% |
| Set.13 | 9% | 20% | -- | 17,0% | 50% | -- | -- |

PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN, 2013-2015 (Variación porcentual últimos doce meses)



Balance de riesgos

En este Reporte de Inflación el balance de riesgos es **neutral**, en la medida en que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de la proyección del escenario base es igual a la probabilidad de que se ubique por encima.

Los **riesgos a la baja** en la proyección de la inflación son de origen externo, vinculados con el posible deterioro de la economía mundial, incluyendo una desaceleración más acentuada del crecimiento de economías emergentes, y de origen interno vinculado con la dinámica de las expectativas de confianza empresarial.

Desaceleración de la demanda interna

La confianza empresarial es un determinante importante de la inversión privada, por lo que de deteriorarse contribuiría a un menor dinamismo en la demanda interna,

El Directorio del Banco Central decidió mantener **la tasa de interés de referencia** de la política monetaria en 4,25 por ciento, nivel en el que permanece desde mayo de 2011. Esta decisión está basada en expectativas de inflación dentro del rango meta, y en la previsión de que la tasa de inflación de los últimos 12 meses retornará al rango meta en la medida en que las condiciones de oferta de alimentos mejoren. Asimismo, se contempla un escenario interno caracterizado por un crecimiento económico cercano al potencial y un escenario internacional en el que se mantiene la incertidumbre financiera asociada a la magnitud y el momento del posible retiro del estímulo monetario por parte de la Fed.

Adicionalmente, desde mayo de 2013 el BCRP ha implementado medidas de flexibilización del encaje destinadas a garantizar una evolución ordenada de la liquidez y el crédito del sistema financiero y así, preservar las condiciones financieras, en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

Bajo este contexto, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a partir del 24 de mayo, fecha en la que aumentó la volatilidad financiera internacional ante el anuncio de la Fed de que podría comenzar en setiembre 2013 la reducción del estímulo monetario. En primer lugar, el BCRP intervino mediante la colocación de certificados de depósitos reajustables al tipo de cambio (CDRBCRP) por un monto de US\$ 1 772 millones entre mayo y agosto. A partir de julio el Banco Central empezó, además, a intervenir mediante la venta directa de dólares en el mercado cambiario, cuyo monto ascendió a US\$ 2 990 millones, en similar periodo.

En el mes de agosto la **inflación** de los últimos 12 meses ascendió a 3,28 por ciento, ubicándose ligeramente por encima del rango meta. En el escenario central de proyección, se considera que la inflación ha sido afectada recientemente por factores transitorios, y por tanto regresaría al rango meta en el último trimestre del año 2013 y que convergería al punto medio de 2,0 por ciento en el año 2014. Este escenario considera que no habrían mayores presiones inflacionarias asociadas a los incrementos en los precios de *commodities* alimenticios ni a la demanda interna y que las acciones de política monetaria mantendrían ancladas las expectativas de inflación.

lo que se traduciría en una menor brecha del producto y consecuentemente en una menor inflación. La evolución reciente del gasto público, así como la puesta en marcha de proyectos de inversión pública, sugiere que el impulso fiscal en el horizonte de proyección compensaría en parte los efectos negativos del deterioro de la confianza empresarial.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central respondería flexibilizando las condiciones monetarias para mantener la inflación dentro del rango meta.

Deterioro del entorno internacional

Las probabilidades asociadas a un periodo recesivo en Estados Unidos o a una profundización de la recesión en Europa se han reducido con respecto al Reporte previo. Sin embargo, se ha elevado la probabilidad de una desaceleración mayor en economías emergentes. Una profundización de estas condiciones de riesgo traería como secuela un menor dinamismo global y un debilitamiento de la demanda externa, que repercutirían en la economía doméstica a través de los canales financieros y comerciales.

Desde fines de 2013 se espera el inicio de un retiro progresivo del estímulo monetario por parte de la Fed. Un retiro anticipado y menos gradual podría implicar un ajuste rápido y desordenado del tipo de cambio y de las tasas de interés de los bonos del Tesoro Público en nuestra economía, dada la alta participación de inversionistas no residentes.

De materializarse estos riesgos, el Banco Central utilizaría la amplia disponibilidad de reservas internacionales y diversos mecanismos de inyección de liquidez, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, con el propósito de aminorar el impacto de estos choques sobre las condiciones financieras domésticas.

El Banco Central respondería flexibilizando las condiciones monetarias atendiendo a las condiciones macroeconómicas.

Por otro lado, se contempla como **riesgos al alza** de la inflación la dinámica de los precios de commodities y de los precios sensibles a factores de oferta.

Choques internos y externos

El escenario base supone una relativa estabilidad de los precios de los commodities para el próximo año. En el ámbito externo, se considera el riesgo de mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, dadas las tensiones políticas en torno a una posible intervención militar en Siria. En el ámbito interno, se considera el riesgo de mayor precio del pescado por problemas climatológicos.

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

Los efectos sobre la inflación de factores de riesgos que la presionan a la baja se compensan con los efectos de factores de riesgo que la presionan al alza. Así, **el balance de estos riesgos es neutral** para la proyección de la inflación de mediados de 2015.

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