



# REPORTE DE INFLACIÓN

*Octubre 2014*

**Panorama actual  
y proyecciones  
macroeconómicas  
2014-2016**

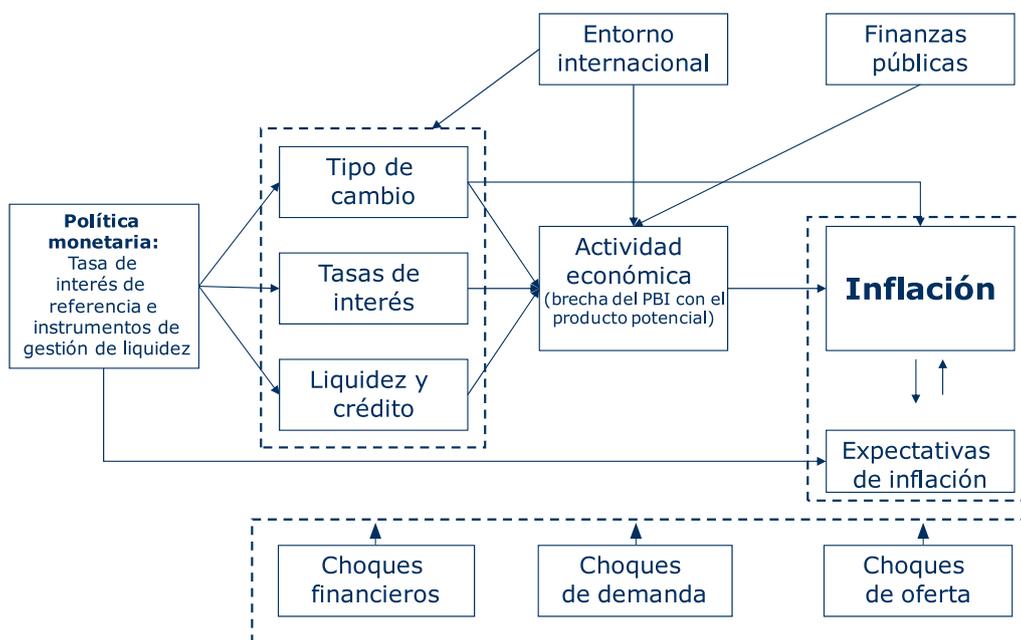


**BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ**

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2014-2016

*Octubre 2014*



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

REPORTE DE INFLACIÓN  
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta  
*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**REPORTE DE INFLACIÓN:**  
**Panorama actual y**  
**proyecciones macroeconómicas 2014-2016**

*Octubre 2014*

**CONTENIDO**

	<b>Pág.</b>
Prólogo .....	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Actividad productiva .....	11
– Mercados financieros.....	27
II. Actividad económica .....	33
– PBI sectorial .....	33
– PBI gasto.....	41
III. Balanza de pagos .....	61
– Balanza comercial .....	61
– Términos de intercambio.....	64
– Balanza en cuenta corriente y su financiamiento .....	73
IV. Finanzas públicas.....	78
– Resultado económico.....	78
– Impulso fiscal.....	80
– Deuda pública.....	89
V. Dinero y mercados financieros.....	93
– Acciones de Política Monetaria.....	93
– Tasas de interés y operaciones monetarias.....	94
– Encajes .....	99
– Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	100
– Liquidez y crédito.....	102
– Emisiones de bonos del sector privado .....	107
– Mercado inmobiliario .....	108
VI. Inflación.....	119
VII. Política Monetaria y proyección de inflación .....	125
VIII. Balance de riesgos.....	133

**RECUADROS**

1. Indicadores internacionales de competitividad .....	59
2. Multiplicadores de la inversión pública.....	91
3. El canal de tasas de interés y la efectividad de la política monetaria .....	111
4. Evidencia empírica sobre efectos dinámicos de la tasa de encaje en el Perú.....	114
5. Precios de vivienda en el Perú y el resto del mundo.....	116
6. Rigideces en la transmisión de la reducción de los precios internacionales.....	123
7. Metodología de estimación de la brecha producto.....	131

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al segundo trimestre de 2014 de la Balanza de Pagos y el Producto Bruto Interno, y a setiembre de 2014 de las operaciones del Sector Público No Financiero, cuentas monetarias, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

## Prólogo

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





## Resumen

- i. La proyección de **crecimiento mundial** para 2014 se ha revisado a la baja, de 3,1 a 3,0 por ciento, principalmente por un menor crecimiento de la Eurozona y de Japón, así como de algunas economías emergentes. Para 2015 se reduce la proyección a 3,6 por ciento y para 2016 se mantiene la proyección de una recuperación de la economía mundial con una tasa de crecimiento de 3,8 por ciento.
- ii. Las proyecciones de **crecimiento del PBI** para los años 2014 y 2015 han sido revisadas a la baja reflejando el deterioro que han tenido las expectativas, en particular, de los inversionistas, así como un proceso de ajuste más lento de la economía frente a los diversos choques externos e internos producidos durante el año. En este contexto, el escenario de este Reporte contempla una proyección de crecimiento de 3,1 por ciento para este año y 5,5 por ciento para 2015 (en comparación al 4,4 y 6,0 por ciento respectivamente del Reporte previo). Para 2016 se ha mantenido la proyección de 6,3 por ciento del Reporte previo, en el que se estima se disipen los actuales problemas de oferta y mejoren las expectativas de los agentes.
- iii. La proyección de la **cuenta corriente de la balanza de pagos** para el presente año se revisa a 4,7 por ciento del PBI, menor al del Reporte de Inflación de julio. El inicio o aceleración de la producción de productos de exportación, sobre todo para los sectores de minería, contribuiría a la reducción del déficit en cuenta corriente, en particular en el año 2016 (3,5 por ciento).
- iv. Para 2014 se mantiene la proyección del **resultado económico del sector público no financiero** en 0,2 por ciento del PBI, debido a que los menores ingresos percibidos por el gobierno general se compensarían con un menor gasto no financiero. Para 2015 y 2016 se proyecta un déficit de 0,3 y 0,5 por ciento del PBI, respectivamente. Estas proyecciones son consistentes con un impulso fiscal de 0,2 y 0,3 por ciento del PBI para 2014 y 2015, respectivamente. El impulso fiscal de 2014 se reflejaría en el último trimestre.
- v. El Directorio del Banco Central acordó reducir la **tasa de interés de referencia** de la política monetaria de 3,75 a 3,50 por ciento en setiembre. Este nivel de la tasa de referencia es consistente con la convergencia de la inflación a 2,0 por ciento en 2015, en un contexto de un ciclo económico más débil que el esperado. En línea con lo proyectado, la tasa de inflación de los últimos 12 meses retornó al rango meta en agosto. El BCRP continuó además reduciendo los encajes en soles con la finalidad de proveer liquidez en soles a la banca para financiar la expansión del crédito en esta moneda. La última reducción fue de 11,0 a 10,5 por ciento y entró en vigencia en octubre. Asimismo, y de manera complementaria al encaje, el BCRP ha continuado inyectando liquidez mediante subastas de repos con monedas y con títulos con vencimientos que van desde 3 meses hasta 2 años.





- vi. La **tasa de inflación** en el mes de setiembre se ubicó dentro del rango meta, reflejando principalmente alzas en los precios de alimentos, combustibles y tarifas eléctricas. Se mantiene la previsión que la inflación permanecerá dentro del rango meta y alcanzará la tasa de 2 por ciento en el horizonte de proyección 2015-2016. Este escenario considera que no habría presiones inflacionarias de demanda en el horizonte de proyección y que las expectativas de inflación se mantendrían dentro del rango meta con una tendencia decreciente hacia 2 por ciento.
- vii. Con relación a la proyección de inflación, entre los eventos más probables que podrían desviar la tasa de inflación del escenario base destacan: una mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, una mayor desaceleración de la demanda interna, un menor crecimiento mundial, y la ocurrencia de choques de oferta.
  - a. **Volatilidad de los mercados financieros internacionales.**

Subsiste el riesgo de que el retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos genere una alta volatilidad en las tasas de interés internacionales. En tal escenario, se generarían mayores retiros de capitales desde los países emergentes, presionando mayores depreciaciones en sus monedas.
  - b. **Desaceleración de la demanda interna.**

La actividad económica podría demorarse en su recuperación si es que se produce un aplazamiento en la ejecución de proyectos de inversión tanto público cuanto privado, lo que incidiría en una brecha producto más negativa y por tanto en una menor inflación en el horizonte de proyección.
  - c. **Menor crecimiento mundial.**

El escenario base considera una recuperación más lenta de la economía mundial en el período 2014-2016, respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de julio. Sin embargo, si dicha recuperación se postergara aún más y se deteriorasen más los términos de intercambio, se esperaría un menor impulso externo que se traduciría en una mayor reducción de la brecha del producto y menor tasa de inflación.
  - d. **Choques de oferta.**

Se mantiene como riesgo la posibilidad de un Fenómeno de El Niño más fuerte del contemplado en el escenario base, aunque con un menor impacto y probabilidad respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de julio.
- viii. Los efectos sobre la inflación de factores de riesgo 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 tiene una posición neutral** para la proyección de la inflación en el horizonte de proyección.

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2013	2014 <sup>1/</sup>		2015 <sup>1/</sup>		2016 <sup>1/</sup>	
		Ri Jul.14	Ri Oct.14	Ri Jul.14	Ri Oct.14	Ri Jul.14	Ri Oct.14
<b>Var. % real</b>							
1. Producto bruto interno	5,8	4,4	3,1	6,0	5,5	6,3	6,3
2. Demanda interna	7,0	4,7	3,3	5,7	5,0	5,2	5,5
a. Consumo privado	5,3	4,9	4,6	5,0	4,7	5,2	5,2
b. Consumo público	6,7	8,5	6,9	6,0	6,0	6,0	6,0
c. Inversión privada fija	6,4	3,2	-0,4	6,2	5,2	6,5	6,3
d. Inversión pública	12,1	6,7	0,0	8,9	8,8	11,0	11,6
3. Exportaciones de bienes y servicios	-0,9	-0,4	-3,3	5,5	6,5	10,8	9,4
4. Importaciones de bienes y servicios	3,6	1,0	-1,9	4,7	4,2	5,9	5,9
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,7	2,5	2,4	3,1	3,0	3,2	3,2
<b>Nota:</b>							
Brecha del producto <sup>2/</sup> (%)	0,0	-1,0 ; +0,0	-2,0 ; -1,0	-0,5 ; +0,5	-2,0 ; -1,0	-0,5 ; +0,5	-1,0 ; 0,0
<b>Var. %</b>							
6. Inflación	2,9	2,5 - 3,0	3,0	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5
7. Precio promedio del petróleo	4,0	2,9	-0,4	-7,3	-7,8	-6,1	-3,6
8. Tipo de cambio nominal esperado <sup>3/</sup>	8,5	1,2	3,3	1,7	1,3	1,2	0,6
9. Tipo de cambio real multilateral <sup>3/</sup>	0,7	-1,1	1,0	0,0	-1,1	1,5	0,2
10. Términos de intercambio	-4,7	-4,7	-5,1	0,4	1,2	-0,4	-0,5
a. Precios de exportación	-5,5	-4,6	-5,7	-0,2	-0,6	0,2	0,2
b. Precios de importación	-0,8	0,1	-0,7	-0,6	-1,8	0,6	0,7
<b>Var. % nominal</b>							
11. Circulante	9,3	10,6	9,1	12,0	11,5	12,0	12,0
12. Crédito al sector privado <sup>4/</sup>	13,2	14,0	11,2	14,0	13,1	14,0	13,7
<b>% PBI</b>							
13. Inversión bruta fija	26,6	26,8	25,8	26,9	25,7	27,3	26,1
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,5	-4,8	-4,7	-4,8	-4,3	-3,5	-3,5
15. Balanza comercial	0,0	-1,2	-1,4	-1,0	-0,7	-0,1	-0,1
16. Entrada de capitales externos de largo plazo <sup>5/</sup>	9,5	7,6	7,6	6,4	6,4	5,5	5,5
17. Ingresos corrientes del gobierno general	22,1	22,6	22,3	22,1	21,9	22,1	21,9
18. Gastos no financieros del gobierno general	20,5	21,3	21,2	21,3	21,3	21,3	21,3
19. Resultado económico del sector público no financiero	0,9	0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5
20. Saldo de deuda pública total	19,6	19,2	19,2	18,6	18,7	18,0	18,2

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

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

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

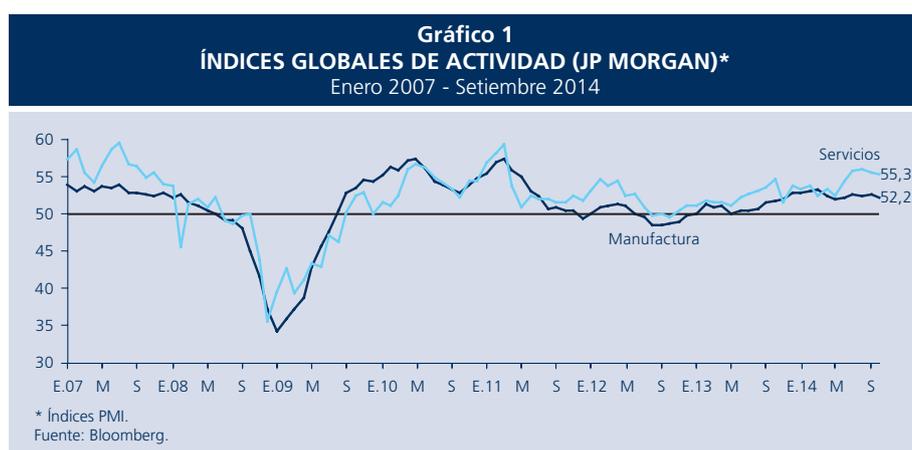




# I. Escenario internacional

## Actividad productiva

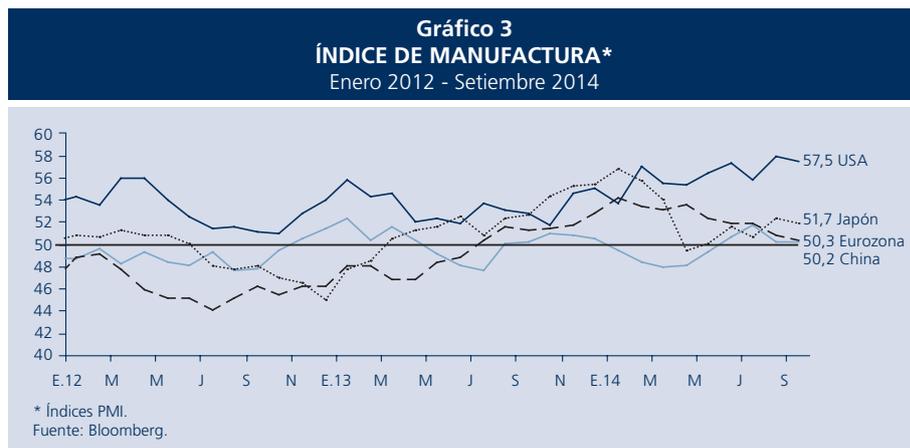
1. En los últimos meses, la economía mundial ha continuado recuperándose en forma lenta y desigual. Ello se refleja en los índices globales de actividad, tanto de manufactura como de servicios, que en los últimos meses han mostrado cierta estabilización, aunque con un comportamiento diferenciado a nivel de países.



2. Dentro de las economías desarrolladas, Estados Unidos registra una recuperación moderada en línea con lo esperado; por el contrario, los indicadores de Alemania y Japón sugieren un crecimiento menor a lo previsto en el Reporte de Inflación anterior.

Los índices de actividad reflejan esta evolución diferenciada. Por un lado, Estados Unidos viene creciendo gracias al sector servicios y por una recuperación de la manufactura, ante un aumento del consumo e inversión impulsados por el fortalecimiento de las condiciones económicas. En la Eurozona el deterioro de la confianza, asociado al conflicto entre Rusia y Ucrania, ha llevado a una caída de la inversión y moderación del consumo reflejados en el estancamiento de la actividad manufacturera y la moderación de la actividad de servicios. Japón ha mostrado una ligera recuperación reciente pero señalando tasas de crecimiento muy moderadas, tanto por servicios como por manufactura, afectados por el alza del IGV.





En el caso de las economías emergentes, se revisa a la baja la proyección de crecimiento debido principalmente a una desaceleración en América Latina y, en menor medida, de China. En el primer caso, la desaceleración ha sido mayor a la contemplada en el anterior Reporte de Inflación y refleja el impacto de una serie de factores externos (caída de términos de intercambio y depreciación de las monedas) y de choques domésticos. En el caso de China, la mayoría de indicadores recientes muestran una desaceleración de la actividad que sería compensada parcialmente por las medidas de estímulo aplicadas en abril y setiembre. Los índices de actividad de China muestran el estancamiento de la actividad manufacturera pero simultáneamente una recuperación de la actividad de servicios, tras una moderación de la inversión de la actividad manufacturera e inmobiliaria.

3. En línea con estos desarrollos, la proyección de crecimiento mundial se ha revisado a la baja para 2014 de 3,1 a 3,0 por ciento y para el año 2015 de 3,8 a 3,6 por ciento, reflejando peores condiciones para la Eurozona y Japón, y una desaceleración de algunas economías emergentes.

La proyección de crecimiento de Estados Unidos para 2014 se ha revisado al alza, de 1,6 a 2,2 por ciento. Por el contrario, la proyección de la Eurozona se ha reducido de

1,1 a 0,7 por ciento para este año, y de 1,5 a 1,2 por ciento para 2015. Similarmente, la proyección de Japón se ha reducido de 1,4 a 1,1 por ciento para 2014. Entre las economías emergentes, la proyección de China se ha reducido ligeramente a un 7,2 por ciento para 2014 y 2015, y a 7 por ciento para 2016.

Cuadro 1 CRECIMIENTO MUNDIAL (Variaciones porcentuales anuales)									
	PPP %	Ejecución		2014		2015		2016	
	2012	2012	2013	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>Economías desarrolladas</b>	<b>50,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>
<i>De los cuales</i>									
1. Estados Unidos	19,5	2,3	2,2	1,6	2,2	3,0	3,0	3,0	3,0
2. Eurozona	13,5	-0,7	-0,4	1,1	0,7	1,5	1,2	1,6	1,6
Alemania	3,8	0,9	0,5	1,8	1,5	1,8	1,5	1,6	1,5
Francia	2,7	0,3	0,3	0,7	0,4	1,4	1,0	1,5	1,4
Italia	2,2	-2,4	-1,9	0,3	-0,3	1,1	0,4	1,1	1,1
España	1,7	-1,6	-1,2	1,1	1,1	1,5	1,5	1,5	1,5
3. Japón	5,5	1,4	1,5	1,4	1,1	1,3	1,3	0,9	0,9
4. Reino Unido	2,8	0,3	1,7	3,0	3,0	2,7	2,7	2,4	2,4
<b>Economías en desarrollo</b>	<b>49,6</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>
<i>De los cuales</i>									
1. Asia emergente y en desarrollo	25,1	6,7	6,7	6,5	6,4	6,8	6,7	6,7	6,7
China	14,7	7,7	7,7	7,3	7,2	7,3	7,2	7,1	7,0
India	5,7	4,7	5,0	5,4	5,4	6,3	6,3	6,5	6,5
2. Comunidad de Estados Independientes	4,2	3,4	2,1	1,3	0,8	2,5	1,9	3,4	3,4
Rusia	3,0	3,4	1,3	0,5	0,3	1,8	1,0	2,2	2,2
3. América Latina y el Caribe	8,7	2,9	2,7	2,1	1,4	2,9	2,6	3,4	3,4
Brasil	2,8	1,0	2,5	1,5	0,3	2,0	1,3	2,7	2,7
<b>Economía Mundial</b>	<b>100,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
<b>Nota:</b>									
Socios Comerciales <sup>1/</sup>	64,1	2,7	2,7	2,5	2,4	3,1	3,0	3,2	3,2
BRICS <sup>2/</sup>	26,3	5,8	5,8	5,5	5,3	5,9	5,7	5,9	5,8

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

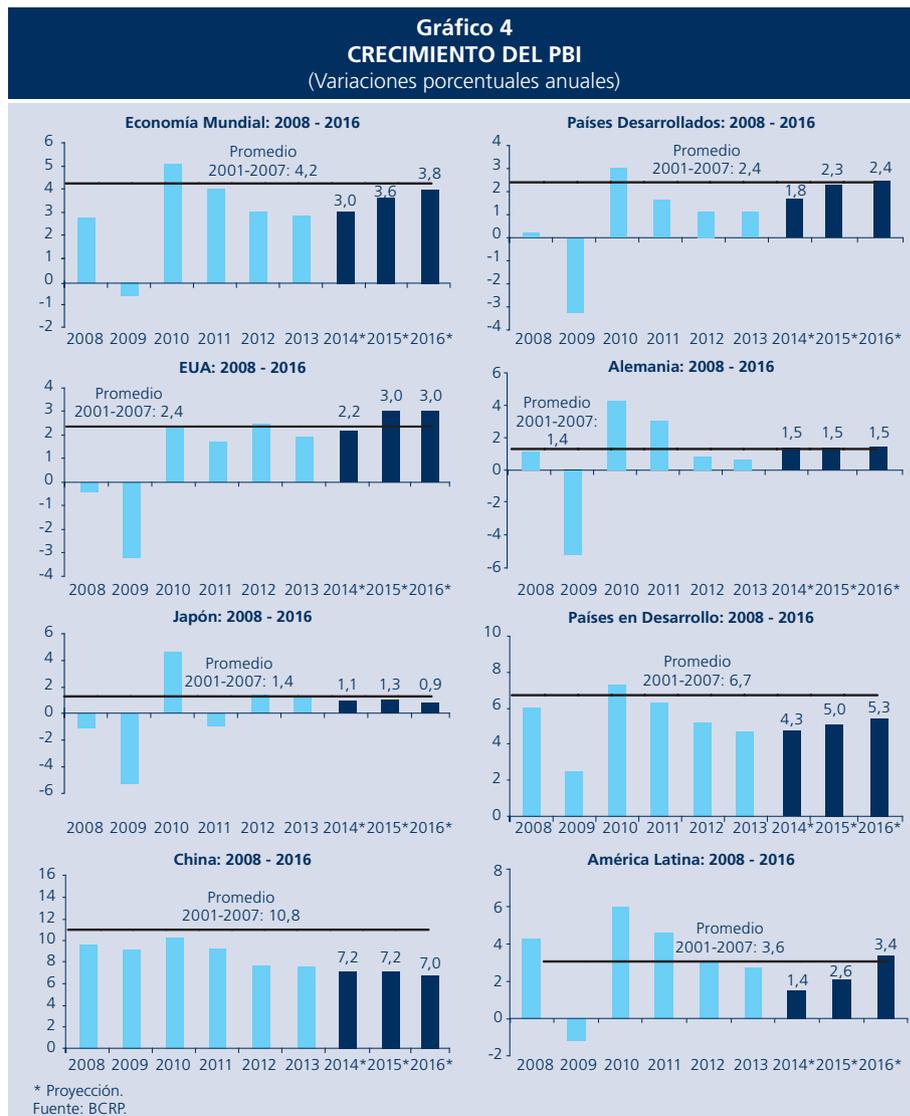
4. Estas proyecciones de crecimiento presentan riesgos a la baja.
- Un ajuste desordenado de los mercados financieros** frente a la normalización de las tasas de interés de la Fed que podría implicar presiones depreciatorias en las economías emergentes y un deterioro de las condiciones financieras externas.
  - La acentuación de las presiones deflacionarias en la Eurozona** y un estancamiento de la actividad productiva. La evolución reciente de la inflación, el alto desempleo de las economías periféricas de la Eurozona y la desaceleración reciente de Alemania incrementan el riesgo respecto al Reporte de Inflación anterior.
  - Una desaceleración de China mayor a la esperada.** El escenario central de proyección asume una moderación en las tasas de crecimiento de China en línea con los indicadores recientes y la corrección del mercado inmobiliario. Un





crecimiento menor al esperado podría implicar una disminución mayor en los términos de intercambio respecto al escenario base.

- d. **Agravamiento de tensiones geopolíticas.** La economía mundial se ha visto afectada recientemente por una serie de eventos geopolíticos. Aparte de su impacto global, el agravamiento de estos conflictos también tendría impactos focalizados sobre el precio del petróleo (conflictos en Irak), sobre la recuperación de la Eurozona (conflicto entre Ucrania y Rusia) o sobre la recuperación china y la demanda por *commodities* (protestas en Hong Kong).
- e. **Un agravamiento de la situación sanitaria global,** en caso se registren deficiencias en las medidas preventivas que buscan evitar la expansión del ébola hacia otros continentes.



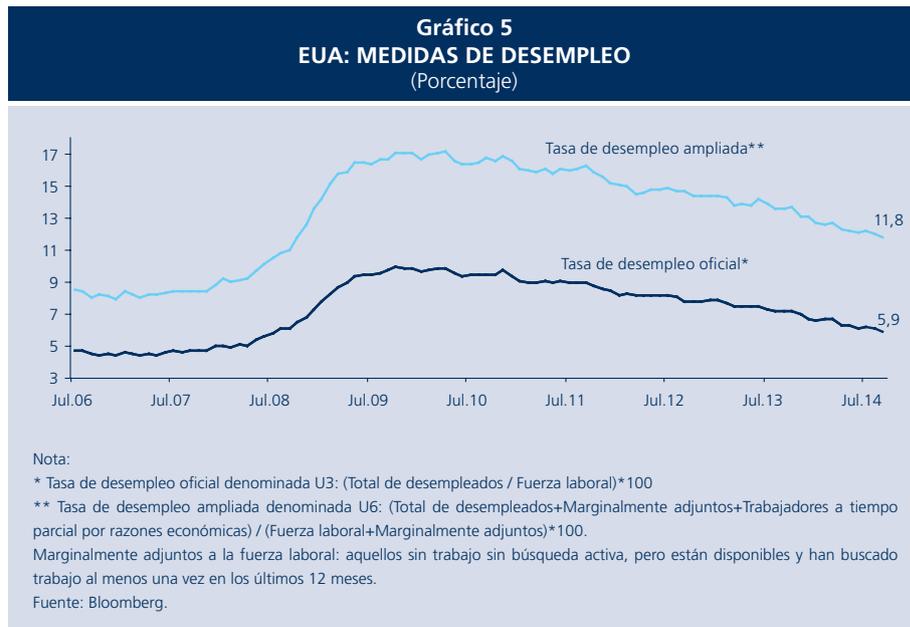
5. En **Estados Unidos**, la economía se recuperó en el segundo trimestre tras desacelerarse en el primer trimestre por los efectos adversos del clima. En el segundo trimestre el producto creció 4,6 por ciento trimestral anualizado –la mayor tasa desde 2011– con una mayor inversión no residencial y consumo y una acumulación positiva de inventarios. Se mantiene una recuperación lenta del mercado inmobiliario.

El consumo se expandió 1,8 por ciento en el segundo trimestre, concentrado en bienes durables. Los indicadores recientes –gasto en consumo, ventas minoristas y confianza de los consumidores– hacen prever que el consumo crecería a tasas mayores apoyado en las bajas tasas de interés, las presiones inflacionarias controladas, la confianza de los consumidores en niveles máximos desde 2007, y una riqueza de las familias creciente impulsada por la mejora en el mercado laboral y el alto nivel de los índices bursátiles. El incremento reciente del ahorro personal y la reducción del nivel de endeudamiento de las familias darían margen para este crecimiento en el consumo.

<b>Cuadro 2</b>						
<b>EUA: PBI</b>						
<i>(Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)</i>						
	<b>2013</b>				<b>2014</b>	
	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III</b>	<b>IV</b>	<b>I</b>	<b>II</b>
Consumo privado	3,6	1,8	2,0	3,7	1,2	2,5
Inversión fija	2,7	4,9	6,6	6,3	0,2	9,5
Variación inventarios *	0,7	0,3	1,5	-0,3	-1,2	1,4
Exportaciones netas *	-0,1	-0,5	0,6	1,1	-1,7	-0,3
<b>PBI</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,6</b>
<b>Nota</b>						
Tasa de desempleo **	7,5	7,5	7,2	6,7	6,7	5,9
* Contribución al crecimiento.						
** Fin de periodo.						
Fuente: BEA, BLS y JPM.						

En el mercado laboral, el ritmo mensual de creación de empleos se aceleró de un promedio de 194 mil en 2013 a 227 mil entre enero y setiembre de 2014, mientras que la tasa de desempleo cayó a 5,9 por ciento en setiembre. Indicadores más amplios del empleo muestran que aún existe una gran capacidad ociosa: la tasa de subempleo fue 11,8 por ciento en setiembre, el doble que la tasa de desempleo, y la tasa de participación laboral se mantiene en su menor nivel en alrededor de 3 décadas.

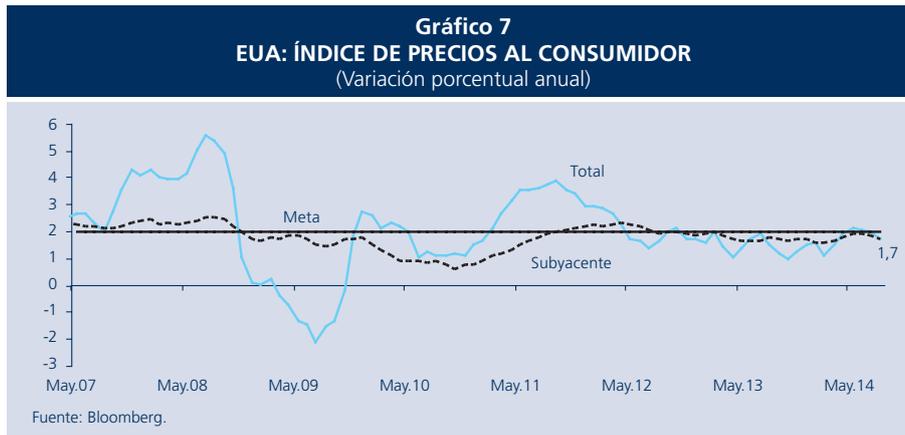




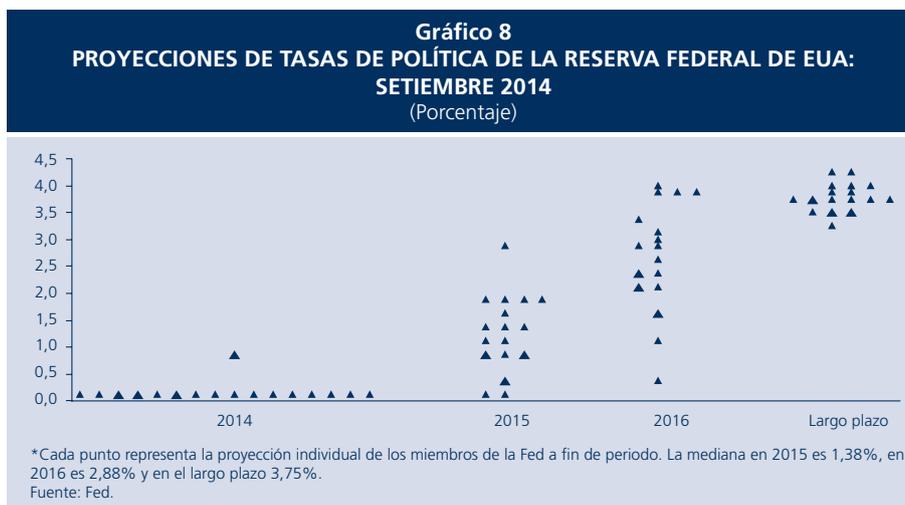
La inversión se vio impulsada por la inversión no residencial y una acumulación de inventarios. El gasto en capital se vio favorecido por el rebote de las ganancias corporativas luego de impuestos que registraron un incremento de 8,6 por ciento en el segundo trimestre, tras caer 16,3 por ciento en el primer trimestre. La inversión residencial, por su lado, mantuvo un ritmo de recuperación modesto. Los indicadores de los últimos meses muestran una recuperación lenta.



La tasa de inflación anual cayó de 2,1 por ciento en mayo a 1,7 por ciento en agosto, y la inflación subyacente –que excluye combustibles y alimentos– de 2,0 por ciento a 1,7 por ciento en el mismo periodo.



6. La Fed continuó con la reducción de sus compras mensuales de bonos –*Quantitative Easing* (QE)– de US\$ 35 mil millones en julio a US\$ 15 mil millones a partir de octubre. Se espera que se anuncie el fin del programa de compras de activos en la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de octubre. Con el fin de dar ciertos lineamientos al mercado, la Fed divulgó en la reunión de setiembre sus principios y planes para cuando inicie la normalización de su política, destacando que cuando se inicie el aumento de la tasa de interés, la principal herramienta sería el interés sobre el exceso de reservas (IOER), con *repos reversas overnight* como herramienta secundaria, y que la reducción del balance se daría luego de haber iniciado el aumento de tasas.



7. La Fed ha declarado que una vez que termine su programa de compras de activos, habría un “tiempo considerable” antes de que inicie el ciclo de ajuste de tasas de interés. Según declaraciones del Vicepresidente la Fed, “tiempo considerable” podría



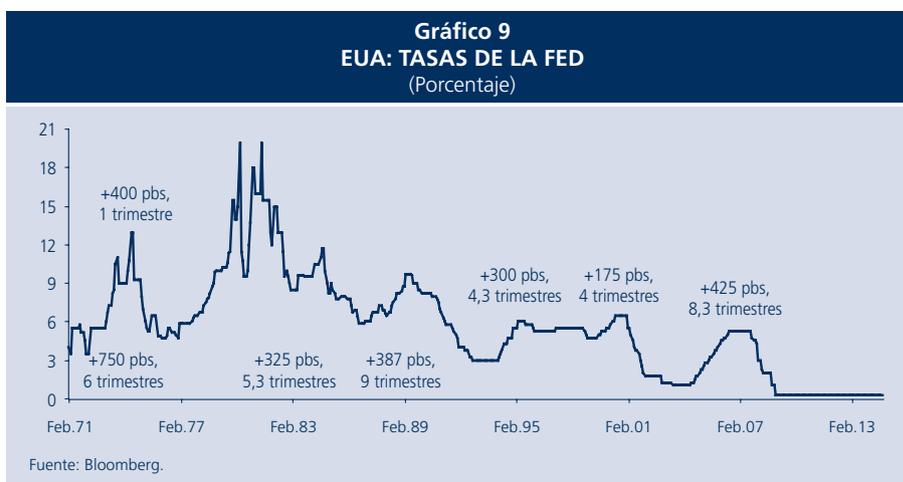


implicar de dos meses a un año según cuáles sean las condiciones de la economía. En tal sentido, si bien se estima que la Fed iniciaría el ajuste de ciclo de tasas hacia mediados de 2015, existen varios factores de incertidumbre.

Por un lado –tal como lo han expresado algunos miembros del directorio de la Fed– existe preocupación por la apreciación del dólar en los mercados financieros internacionales y por el deterioro de sus exportaciones. Estos factores, sumados a cierta desaceleración en la economía mundial, podrían implicar que el ajuste de tasas se iniciaría después de lo previsto. Por otro lado, otros miembros del directorio de la Fed señalan que los bajos niveles de tasas podrían generar presiones inflacionarias en el corto plazo o una sobrevaloración en algunos mercados (como el bursátil).

8. Cabe señalar que en el último episodio de alza de tasas de la Fed (entre junio de 2004 y junio de 2006) los rendimientos a 10 años solo aumentaron 50 pbs frente a un alza de 425 pbs en la tasa de la Fed; los rendimientos a diez años se ubicaron incluso por debajo de los de dos años. Este menor incremento se explicó, entre otros factores, por la mayor demanda por parte de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones y los bancos centrales de Asia (particularmente de China) y también por los cambios en el comunicado de la Fed en enero de 2004 que prepararon al mercado y originaron una recomposición de portafolio meses antes del inicio de aumento de tasas.

Los rendimientos de los bonos del Tesoro –que a fines de 2012 alcanzaron niveles mínimos históricos– comenzaron a subir en mayo de 2013 tras las declaraciones de Bernanke y acumularon un incremento de 127 pbs durante 2013. Esta tendencia al alza se ha revertido principalmente en 2014.





9. En línea con el mayor crecimiento del producto en el segundo trimestre, se estima que la economía de Estados Unidos crecerá 2,2 por ciento en 2014, 3,0 por ciento en 2015 y 3,0 por ciento en 2016. Esta proyección asume que la recuperación de la economía continuaría en los próximos trimestres del año. Esta proyección podría modificarse en tanto el ciclo de alza de tasas de interés se modifique por los factores señalados anteriormente. Otro riesgo a la baja está en torno a la incertidumbre política si el próximo año no se llega a algún acuerdo sobre el límite de deuda o el presupuesto fiscal 2015.
10. En la **Eurozona**, los indicadores económicos recientes muestran una recuperación modesta y menor a la esperada. Asimismo, los riesgos de un prolongado periodo de muy baja inflación se han incrementado respecto al Reporte anterior.

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

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

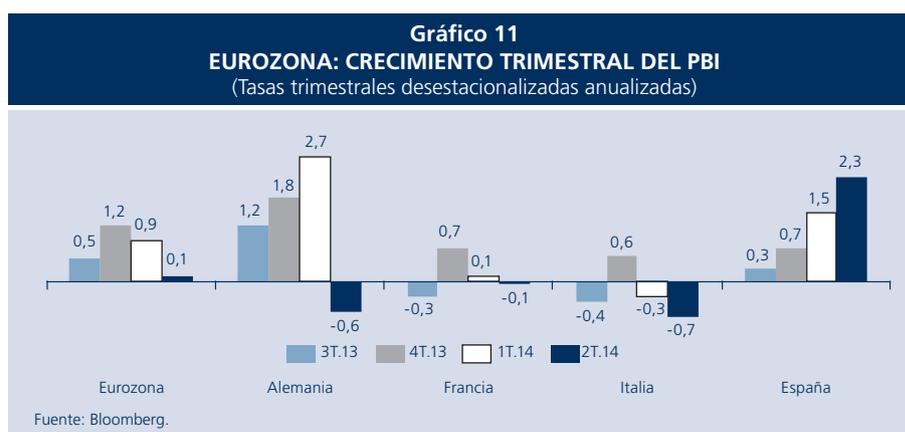
\* Contribución al crecimiento.  
\*\* Fin de período.  
Fuente: Eurostat.

Luego del moderado crecimiento del PBI de los trimestres previos, el crecimiento del PBI del segundo trimestre fue prácticamente nulo. Este resultado se explicó básicamente por una contribución negativa de los inventarios y una contracción





de la inversión, particularmente en construcción. La caída de la inversión refleja el deterioro en la confianza empresarial en un contexto internacional desfavorable asociado a la crisis de Ucrania/Rusia, las tensiones en Medio Oriente y los temores de una mayor desaceleración de China; esta evolución ha sido compensada por un crecimiento modesto del consumo privado y de las exportaciones netas.

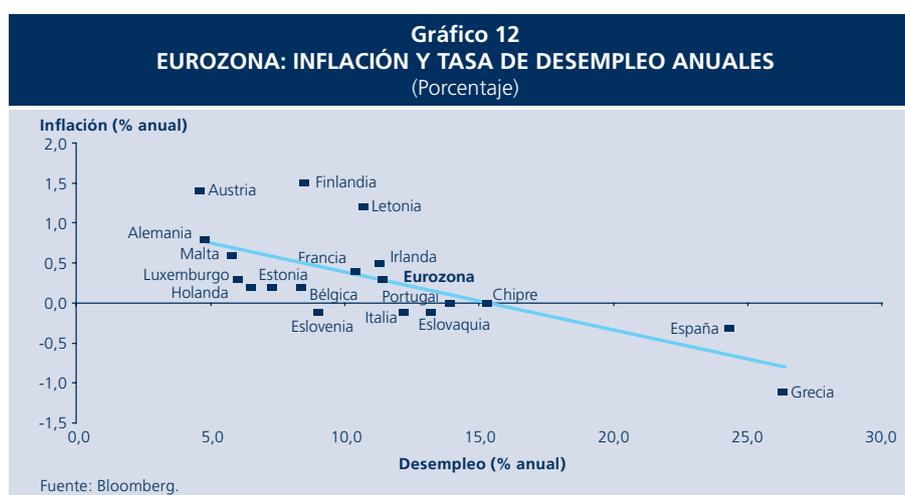


Los indicadores recientes señalan el mantenimiento de esta débil evolución. Las señales de los índices de confianza han sido negativas: a la reducción de los índices de negocios (a niveles no observados desde mediados de 2013) se ha sumado la de los índices del consumidor, que en los últimos cuatro meses han mostrado una tendencia descendente. Asimismo, si bien la tasa de desempleo se ha estabilizado (en 11,5 por ciento anual a agosto), aún se mantiene alta respecto a los niveles registrados previos a la crisis debido principalmente a las economías periféricas (en particular en España y Grecia). Asimismo, los indicadores de actividad (índices PMI), luego de los descensos observados desde mayo, se han estabilizado en niveles bajos (similares a los de fines de 2013), señalando tasas de crecimiento muy bajas.

A nivel de países, continúa observándose cierta heterogeneidad. Alemania, a pesar de la desaceleración observada, sigue liderando la evolución del bloque. Francia e Italia continúan rezagadas afectadas por el atraso en la implementación de las reformas estructurales e incertidumbre política. Por el contrario, España, al igual que Irlanda, han seguido creciendo a tasas cada vez mayores, mientras que el resto de las economías periféricas (como Portugal y Grecia) siguen afectadas por los ajustes implementados.

Al igual que en el Reporte anterior, esta débil evolución ha seguido acompañada de niveles de inflación muy bajos y condiciones crediticias aún restrictivas. En agosto, los préstamos bancarios al sector privado cayeron por vigésimo octavo mes consecutivo (en -1,5 por ciento anual), particularmente por el segmento corporativo. A nivel de países, la caída siguió concentrada en las economías periféricas (como Italia, España, Portugal, Grecia e Irlanda).

Asimismo, en setiembre, la inflación anual de la Eurozona fue 0,3 por ciento (con ello la inflación se mantiene por debajo de 1 por ciento por doce meses consecutivos). De los 19 países del bloque, cinco reportaron inflación negativa y tres reportaron inflación superior a 1 por ciento. Además, los indicadores de expectativas de inflación se han reducido significativamente (las implícitas de los mercados de derivados *–forward* y *swap*– han caído a niveles récord menores a 2 por ciento), alimentando los temores de deflación.



Esta evolución de la inflación y el mantenimiento de condiciones crediticias fragmentadas llevaron al BCE a adoptar medidas con el fin de anclar las expectativas de inflación y relajar las condiciones de crédito:

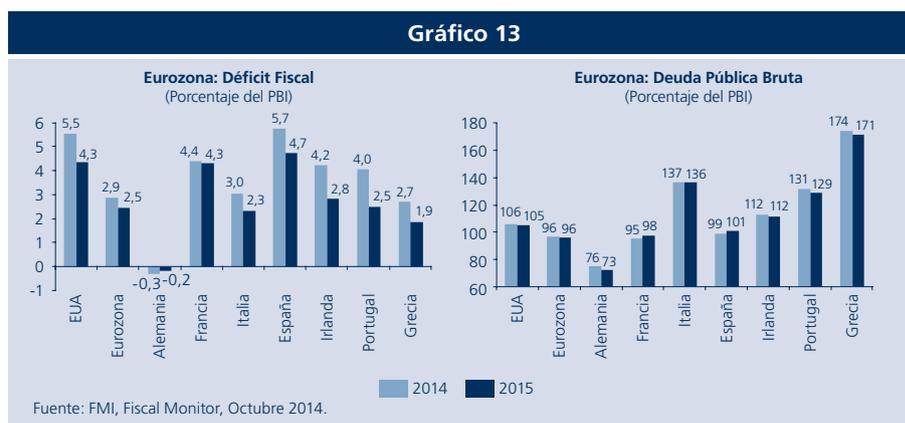
- a. Reducción de sus tasas de interés (en 10 pbs) a nuevos mínimos históricos, medidas no totalmente esperadas por el mercado. La tasa de refinanciamiento principal disminuyó de 0,15 por ciento a 0,05 por ciento, la de préstamos marginales de 0,4 por ciento a 0,3 por ciento y la de depósitos de -0,1 por ciento a -0,2 por ciento.
- b. Lanzamiento en octubre de dos programas de compra de títulos, de titulizaciones (ABS) y de bonos cubiertos (CB).

Si bien los tamaños de los programas de compras no han sido especificados aún, el presidente del BCE, Mario Draghi, señaló que estas medidas, combinadas con las inyecciones de liquidez de largo plazo condicionadas con la generación de crédito (TLTRO), tendrán un impacto significativo en el balance del BCE, sugiriendo una meta de incremento de € 1 billón (que llevaría el tamaño del balance a € 3 billones). Asimismo, ratificó que si empeora el panorama de inflación se tomarían más medidas (de carácter no convencional).





Sin embargo, dados los limitados tamaños de la primera TLTRO de mediados de setiembre (de € 83 mil millones) y de los potenciales títulos que el BCE podría comprar, el impacto de ambas medidas podría no ser significativo. Por ello, los mercados han elevado las expectativas de que las compras incluyan, para fines de este año o inicios del próximo, bonos soberanos con el fin de alcanzar la meta de incremento del balance.



En este contexto de débil evolución de la actividad y de limitado impacto en el corto plazo de las actuales políticas de estímulo, se ha revisado ligeramente a la baja la proyección de crecimiento de la Eurozona, de 1,1 a 0,7 por ciento en este año y de 1,5 a 1,2 por ciento en 2015, ambos con mayor riesgo de menor crecimiento, y se ha mantenido la proyección de crecimiento en 2016 en 1,6 por ciento.

11. En **Japón**, el producto se contrajo 7,1 por ciento (tasa trimestral anualizada) en el segundo trimestre tras crecer 6 por ciento en el primer trimestre. La demanda final doméstica se contrajo 16,4 por ciento –la mayor caída desde 1974– por efecto del aumento del impuesto a las ventas en abril (de 5 a 8 por ciento). La contracción fue generalizada a nivel de sus componentes, salvo del consumo del gobierno. Destaca la caída del gasto de los hogares (-19 por ciento trimestral anualizado), que fue parcialmente contrarrestada con la acumulación positiva de inventarios y la caída de las importaciones.

La caída significativa del gasto de los hogares en el segundo trimestre –mayor a la registrada cuando se incrementó el impuesto a las ventas en 1997– estaría afectada por los menores ingresos reales por efecto del impuesto a las ventas, que cayeron 7 por ciento trimestral. Indicadores recientes de ventas minoristas, de autos y de tiendas por departamento señalan una recuperación modesta del consumo en el tercer trimestre, a pesar del clima adverso en julio y agosto. Esta mejora estaría apoyada por una mejora en el mercado laboral y un mayor precio de las acciones.



Por otro lado, la inflación –excluyendo alimentos frescos– fue 3,1 por ciento en agosto. Excluyendo el impacto del aumento al impuesto a las ventas fue 1,1 por ciento, muy por debajo del objetivo del Banco Central de 2 por ciento. Sin embargo, el Banco Central mantiene perspectivas positivas sobre la recuperación de la economía y el fin del proceso deflacionario.

En línea con los desarrollos e indicadores recientes, se proyecta que la economía crezca 1,1 por ciento para el año 2014, 1,3 por ciento para 2015 y 0,9 por ciento para 2016. Esta proyección asume que la demanda interna se recuperaría modestamente en el tercer trimestre, impulsada además por el estímulo fiscal introducido a inicio de año, y continuaría una tendencia positiva en los siguientes trimestres, apoyada en las políticas y reformas dictadas por el gobierno.

Los principales riesgos para el crecimiento son un menor ritmo de crecimiento de la Eurozona y China, y un efecto escaso de las reformas estructurales y falta de medidas fiscales concretas compatibles con una sostenibilidad de su deuda en el largo plazo. Por otro lado, la aprobación del aumento del impuesto a las ventas de 8 a 10 por ciento, programado para octubre de 2015, constituye un riesgo significativo para el crecimiento en los próximos dos años.

12. En términos generales, las **economías emergentes** han mostrado señales de desaceleración. Se estima que para el año 2014 el crecimiento alcance a 4,3 por ciento, lo que supone una ligera revisión a la baja respecto al Reporte de Inflación anterior. Para el año 2015, se estima un crecimiento de 5,0 por ciento.
13. En **China**, luego de la evolución positiva del crecimiento del segundo trimestre –con un crecimiento trimestral anualizado de 8 por ciento– los indicadores recientes sugerirían una moderación para el tercer trimestre. Así, la tasa de crecimiento de la producción industrial registra niveles no observados desde la crisis financiera y la tasa de la inversión fija es la menor en 13 años. Compensa parcialmente esta evolución una mejora en las exportaciones netas.





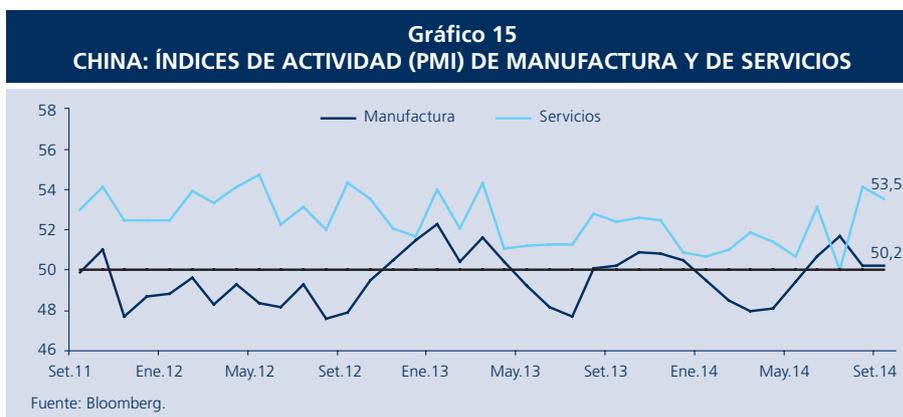
A nivel sectorial, se observa un menor dinamismo de la manufactura, compensado parcialmente por la evolución del sector servicios.

**Cuadro 4**  
**CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS**

Indicadores	2013				2014			
	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Ago.	Set.
PBI trimestral (% crecimiento desestacionalizado anualizado)	6,6	7,4	9,5	7,0	6,1	8,2	--	--
Tasa de desempleo urbano trimestral (%)	4,1	4,1	4,0	4,1	4,1	4,1	--	--
Producción industrial (var.% 12 meses)	8,9	8,9	10,2	9,7	8,8	9,2	6,9	--
Inversión en activos fijos (acum. año, var. anual)	20,9	20,1	20,2	19,6	17,6	17,3	16,5	--
Ventas minoristas (var.% 12 meses)	12,6	13,3	13,3	13,6	12,2	12,4	11,9	--
Exportaciones (var.% 12 meses)	10,0	-3,1	-0,3	4,3	-6,6	7,2	9,4	15,3
Importaciones (var.% 12 meses)	14,1	-0,8	7,5	8,3	-11,3	5,5	-2,4	7,0
Índice de precios al consumidor (var.% 12 meses)	2,1	2,7	3,1	2,5	2,4	2,3	2,0	1,6

Fuente: Bloomberg y Barclays.

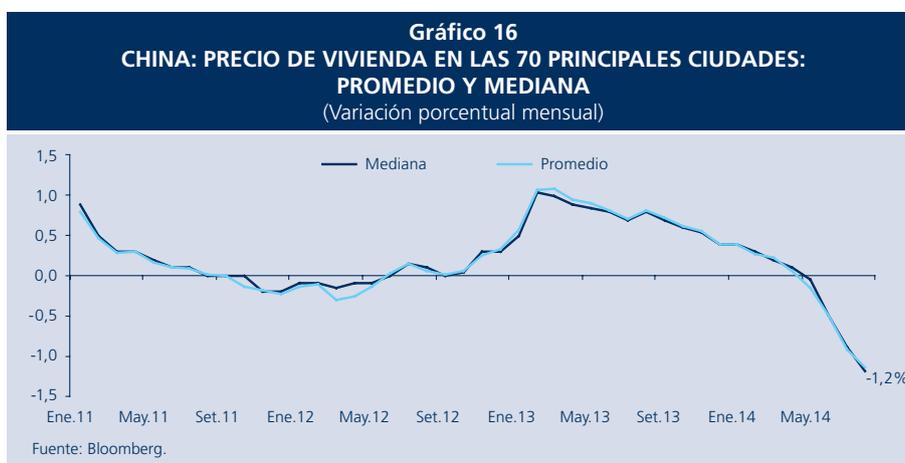
14. La desaceleración de la inversión se explicaría por la desaceleración de la inversión en la actividad manufacturera e inmobiliaria (por el contrario la inversión vinculada a la infraestructura se ha expandido a altas tasas producto de las medidas de soporte del gobierno). La desaceleración de la inversión en el sector manufacturero se asocia básicamente a las industrias pesadas donde se estima un exceso de capacidad. Por su parte, el mantenimiento de la corrección del mercado inmobiliario ha implicado una fuerte desaceleración de la inversión en el sector.



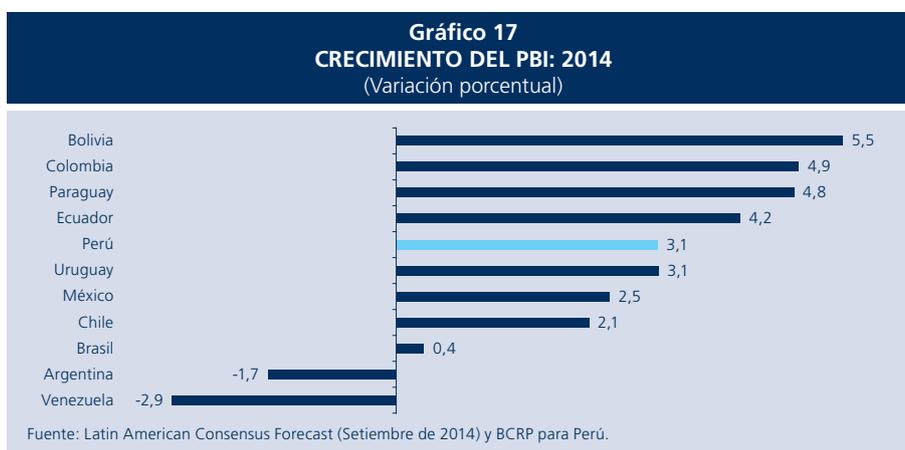
En este contexto de desaceleración, el banco central dictó algunas medidas como una inyección de liquidez del BC en setiembre, una reducción de tasas en las operaciones de inyección regular (la tasa repo a 14 días fue reducida en julio, en setiembre y en octubre con una reducción acumulada de 40 puntos básicos a 3,4 por ciento) y algunas medidas para impulsar la actividad del mercado inmobiliario. Estas medidas se suman a las medidas fiscales dictadas en abril.

Cabe señalar que las autoridades, hacia el cierre del presente Reporte de Inflación, han anunciado que no darían nuevos estímulos significativos que apoyen el crecimiento (cuya meta de este año se había establecido alrededor de 7,5 por ciento). Estos

anuncios están en línea con el objetivo del gobierno de crecer a tasas tal vez menores pero que reflejen una reorientación en el patrón del crecimiento.



15. Con estos desarrollos se ha reducido ligeramente la proyección de crecimiento de 7,3 a 7,2 por ciento anual en 2014, consistente con las señales de moderación para el segundo semestre (a tasas alrededor de 7 por ciento), al igual que las proyecciones 2015 y 2016, de 7,3 a 7,2 por ciento y de 7,1 a 7,0 por ciento.
16. Los principales países de **América Latina**, con excepción de Colombia, vienen experimentando una desaceleración de la actividad económica debido, principalmente, a un menor impulso de la demanda interna. En el primer semestre del año, se registró en los países de la región un menor ritmo del consumo privado y de la inversión que en algunos casos (Chile, Brasil y México) ha registrado incluso una contracción.



Parte de esta evolución se debe a que las condiciones externas son más restrictivas que en los años previos producto de la normalización de la política monetaria de





los Estados Unidos, la lenta recuperación de la Eurozona y los temores sobre el crecimiento de China (y su impacto sobre la demanda y precios internacionales de las materias primas). En la región se estima para 2014 una caída en los términos de intercambio por tercer año consecutivo.



17. En Brasil, Chile y México la inversión se contrajo en el segundo trimestre de 2014 en 11,2 por ciento, 8,1 por ciento y 0,5 por ciento respecto a similar trimestre de 2013, respectivamente. Además, estos países son los que registran una desaceleración más acentuada del consumo privado. En contraste, el crecimiento de Colombia estuvo impulsado por el incremento de la inversión en 11,1 por ciento debido, principalmente, al mayor gasto en obras civiles.

**Cuadro 5**  
**AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN**  
(Variaciones porcentuales anuales)

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
2T13	7,7	10,2	0,5	0,8	12,8
3T13	6,7	-1,5	12,1	-3,7	6,7
4T13	4,0	-12,3	8,3	-3,0	1,4
1T14	-2,1	-5,5	15,2	-0,7	1,8
2T14	-11,2	-8,1	11,1	-0,5	-4,0

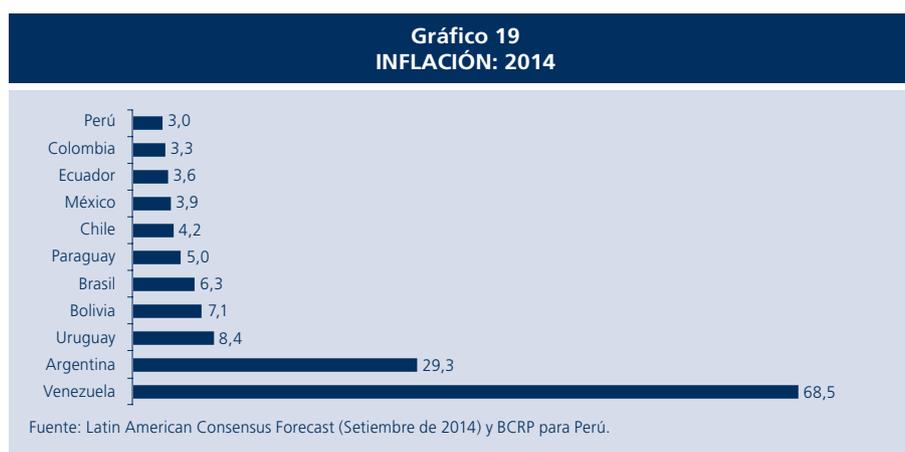
Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística.

**Cuadro 6**  
**AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO**  
(Variaciones porcentuales anuales)

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
2T13	2,8	4,0	4,1	4,0	5,3
3T13	2,4	2,9	4,4	2,9	5,1
4T13	2,5	1,4	4,9	1,4	5,9
1T14	2,2	1,5	5,4	1,5	5,1
2T14	1,2	1,2	5,2	1,2	4,2

Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística.

18. La inflación en los países de América Latina con esquemas de metas explícitas de inflación ha mostrado una tendencia al alza. La inflación de Chile y México se ubicó por encima de sus respectivos rangos, en el primer caso debido al efecto de la depreciación del peso y en el segundo caso aún afectado por la reforma fiscal y el alza del precio de la gasolina. La inflación de Brasil se estabilizó en el límite superior de su rango meta.



En línea con estos desarrollos, se revisa a la baja el crecimiento de la región de 2,1 a 1,4 por ciento para 2014 y de 2,9 a 2,6 por ciento para 2015. Para 2016, se estima un crecimiento de 3,4 por ciento.

### Mercados financieros

19. En el tercer trimestre de 2014, los mercados financieros internacionales, en particular los de renta variable, tuvieron una evolución menos favorable que en los meses anteriores. Esta evolución se explica por las expectativas de un aumento de tasa de política por parte de la Fed antes de lo esperado, al continuar mostrando la economía de Estados Unidos señales de recuperación. También influyeron los indicadores de actividad negativos en la Eurozona y en China (que a su vez generaron expectativas de nuevos y mayores estímulos por parte de sus respectivos bancos centrales).

Adicionalmente, las tensiones geopolíticas que se registraron a nivel global han tenido un papel importante en el desempeño de los mercados financieros. A principios de periodo las sanciones impuestas por la Unión Europea y Estados Unidos a Rusia por el conflicto en Ucrania generaron una fuerte incertidumbre. Otros factores de incertidumbre –que se redujeron posteriormente– fueron el conflicto de la franja de Gaza y el referéndum en Escocia. Al cierre del presente Reporte, el conflicto en Iraq (que se ha extendido a otros países fronterizos) constituye el evento geopolítico de mayores proporciones.

En este contexto, el nivel de aversión al riesgo, medido por el índice VIX, registró un repunte desde fines de agosto, luego de haber alcanzado en el mes de julio su nivel más bajo desde la crisis financiera internacional.





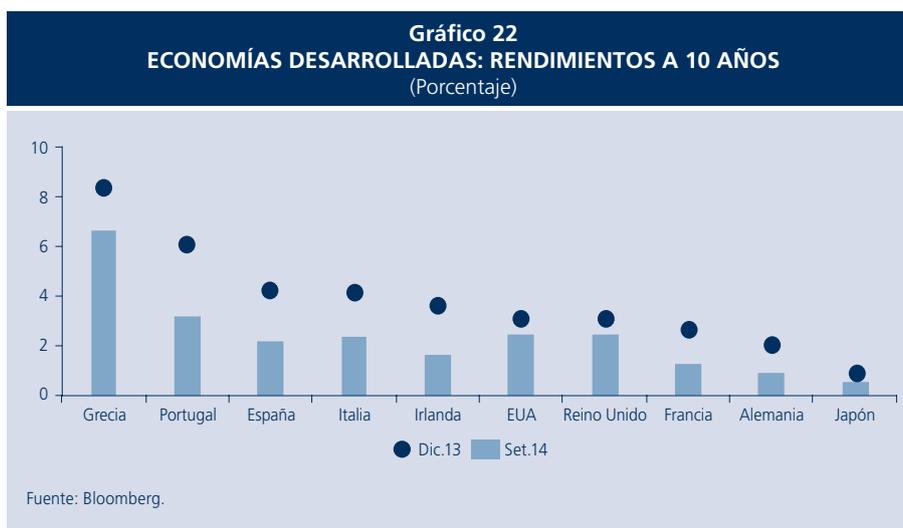
20. Los **rendimientos bursátiles** en el tercer trimestre del año estuvieron mixtos, luego de que el trimestre pasado varios índices alcanzaran niveles récords. Los países de Europa estuvieron afectados por los indicadores económicos negativos de actividad e inflación y por el conflicto entre Rusia y Ucrania. Las expectativas de estímulos del Banco Central Europeo limitaron la caída y al cierre del presente Reporte delineó detalles sobre el inicio de su programa de compras de activos, aunque fue tomado como insuficiente por el mercado para reactivar la economía. Por el contrario, en el caso de China, los datos de actividad negativos aumentaban las especulaciones de mayores estímulos monetarios, lo que terminó impulsando la bolsa al alza (entre julio y setiembre, la bolsa se incrementó 15 por ciento, la mayor alza entre las economías de Asia).

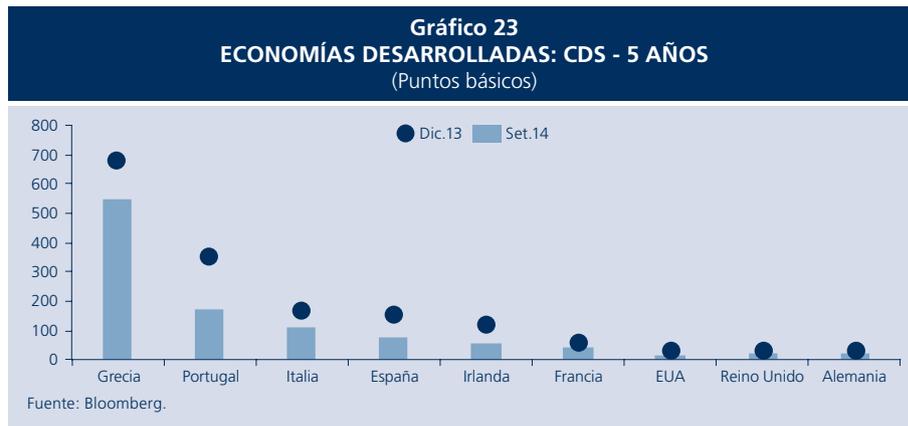


21. Los **mercados de deuda pública** de las economías desarrolladas registraron en la mayoría de los casos una mayor demanda, originando una reducción en los rendimientos en un contexto de perspectivas menos favorables para la economía mundial y de incertidumbre geopolítica.

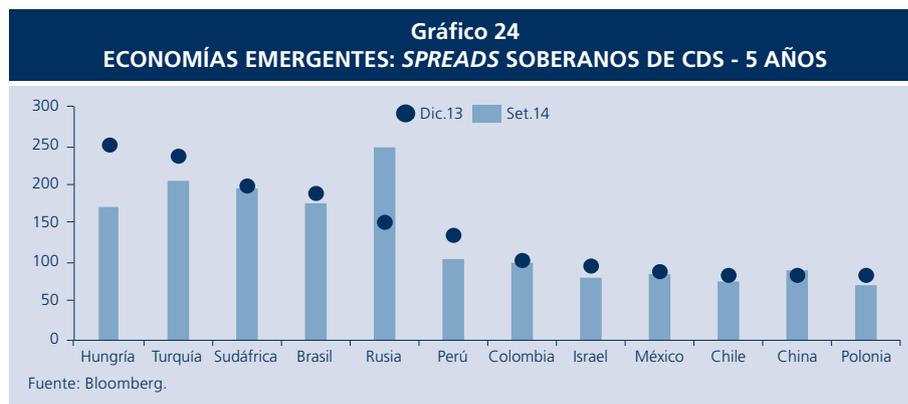
En **EUA**, a pesar de las especulaciones sobre aumento de la tasa de política de la Fed, los rendimientos se redujeron continuando con la tendencia observada en lo que va del año. Ello se explica, en parte, por la demanda de inversionistas extranjeros (que buscaron aprovechar la apreciación del dólar) y por la demanda de estos títulos como activo de refugio frente a los eventos geopolíticos señalados anteriormente. Los indicadores de actividad mayormente positivos limitaron esta mayor demanda.

En la **Eurozona**, los indicadores negativos de actividad y el conflicto en Ucrania incrementaron la demanda de activos seguros, como los bonos de Alemania y Francia, cuyos rendimientos mantuvieron la tendencia a la baja observada en el primer semestre del año. Los títulos de las economías denominadas periféricas (Portugal, Italia y España), también mostraron reducciones en sus rendimientos asociadas a los estímulos monetarios por parte del BCE y por las expectativas de que, dentro de su programa de compra de activos, el BCE pudiera incluir a bonos soberanos de la Eurozona. También influyeron las expectativas de que la UE relajara las metas fiscales a través de la flexibilidad brindada por los pactos de estabilidad y crecimiento. Sin embargo, con respecto a junio de 2014, los *spreads* crediticios (CDS) aumentaron por las condiciones menos favorables de crecimiento para la Eurozona. En el caso particular de Grecia, por eventos políticos, tanto los CDS como los rendimientos aumentaron.





Los mercados de deuda de los países de **América Latina** mostraron una evolución desfavorable, en línea con las demás economías emergentes, dadas las perspectivas económicas de desaceleración para China y las expectativas de una elevación de tasas de la Fed antes de lo previsto. También influyó la desaceleración del crecimiento de la mayoría de países de la región asociada a un menor impulso de la demanda interna. En estas circunstancias los *spreads* crediticios (CDS) mostraron un alza significativa en el tercer trimestre.

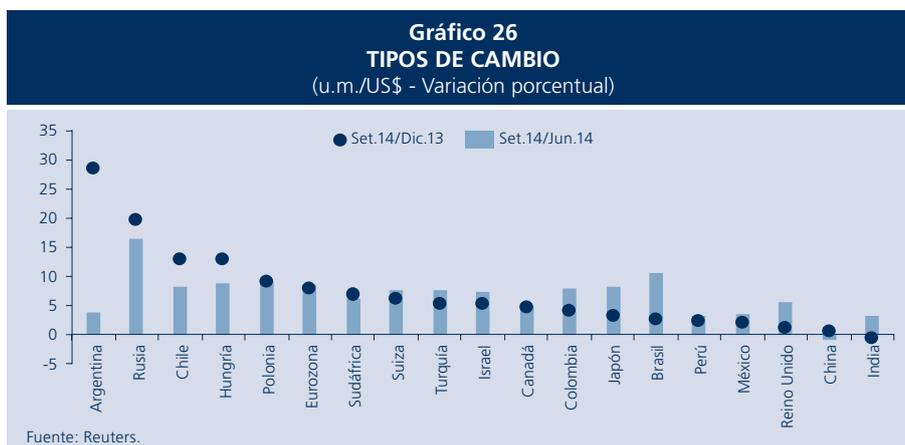


### Tipos de cambio

- De acuerdo con el índice de la Fed, el dólar se apreció 3,9 por ciento entre julio y setiembre de 2014, luego de haber registrado una depreciación de 0,8 por ciento el trimestre pasado. Ello se da en un contexto de apreciación generalizada del dólar frente a sus principales contrapartes (euro, libra y yen) y monedas emergentes por las especulaciones de aumento de tasas por la Fed al mantenerse las perspectivas de recuperación para Estados Unidos y por mayor demanda como activo de refugio ante las incertidumbres generadas por las tensiones geopolíticas.

Cabe mencionar que el dólar mostró una fuerte apreciación de 7,7 por ciento frente al euro, dada la divergencia en la que se encuentran las políticas monetarias en ambas regiones.

En el caso de las monedas de la región, estas registraron presiones depreciatorias en línea con el resto de las economías emergentes, con Brasil además afectado por la incertidumbre política previa a las elecciones presidenciales.



### Decisiones de tasa de interés

23. En los últimos tres meses, la mayoría de bancos centrales mantuvieron sus tasas. Dentro del bloque desarrollado, la Eurozona y Suecia redujeron sus tasas de interés en un contexto de desaceleración económica y de presiones a la baja en los precios. En el caso del BCE esta reducción de tasas estuvo acompañada, como se señaló anteriormente, de medidas orientadas a reactivar el crédito bancario y del anuncio de compras de activos para influir en las tasas de largo plazo y favorecer el mecanismo





de transmisión de la política monetaria. Dentro de las economías emergentes, Israel, Chile, Rumania y Hungría redujeron sus tasas de interés ante una desaceleración económica mayor a la esperada.

Por el contrario, algunas economías elevaron sus tasas de interés. Esta decisión respondió en algunos casos a una evolución más favorable de la actividad económica que ubica al producto cerca de su nivel potencial, como en el caso de Colombia y Nueva Zelanda. En otros casos esta decisión se dio básicamente ante presiones sobre los precios o sobre el tipo de cambio.

**Cuadro 7**  
**TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA: SETIEMBRE 2014**

	Dic. 12	Dic. 13	Mar. 14	Jun. 14	Set. 14	Variación (pbs) con respecto a:		
						Ago.14	Dic.13	Dic.12
Turquía	9,00	7,75	12,00	12,00	11,25	-75	350	225
Suecia	1,00	0,75	0,75	0,75	0,25	-50	-50	-75
Israel	2,00	1,00	0,75	0,75	0,25	-50	-75	-175
Corea del Sur	2,75	2,50	2,50	2,50	2,25	-25	-25	-50
Perú	4,25	4,00	4,00	4,00	3,50	-25	-50	-75
Chile	5,00	4,50	4,00	4,00	3,25	-25	-125	-175
Rumania	5,25	4,00	3,50	3,50	3,00	-25	-100	-225
Hungría	5,75	3,00	2,60	2,30	2,10	-20	-90	-365
Eurozona	0,75	0,25	0,25	0,15	0,05	-10	-20	-70
Brasil	7,25	10,00	10,75	11,00	11,00	0	100	375
Pakistán	9,50	10,00	10,00	10,00	10,00	0	0	50
Serbia	11,25	9,50	9,50	8,50	8,50	0	-100	-275
India	8,00	7,75	8,00	8,00	8,00	0	25	0
Indonesia	5,75	7,50	7,50	7,50	7,50	0	0	175
México	4,50	3,50	3,50	3,00	3,00	0	-50	-150
Australia	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	-50
Polonia	4,25	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	-175
Tailandia	2,75	2,25	2,00	2,00	2,00	0	-25	-75
Taiwán	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	0	0	0
Noruega	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0	0	0
Canadá	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	0
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	0
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	0
Suiza	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0	0
Sudáfrica	5,00	5,00	5,50	5,50	5,75	25	75	75
Nueva Zelanda	2,50	2,50	2,75	3,25	3,50	25	100	100
Malasia	3,00	3,00	3,00	3,00	3,25	25	25	25
Filipinas	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	25	50	50
Colombia	4,25	3,25	3,25	4,00	4,50	50	125	25

Fuente: Bloomberg y Reuters.

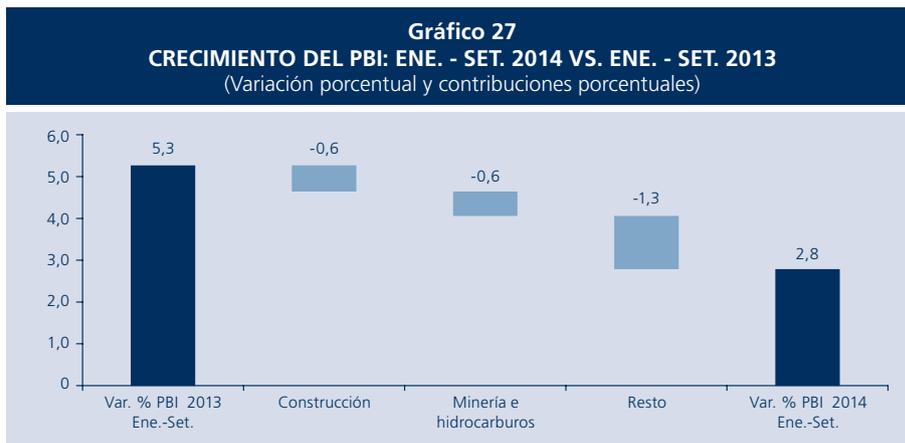
## II. Actividad económica

### **PBI sectorial**

24. Durante los tres primeros trimestres del año la economía habría crecido 2,8 por ciento, por debajo del 5,3 por ciento observado durante el mismo periodo de 2013. El menor ritmo de crecimiento habría estado en gran parte asociado a los sectores no primarios, con una contribución de 1,9 puntos porcentuales a la desaceleración, con respecto al mismo periodo de 2013. El menor crecimiento de estos sectores se habría debido al empeoramiento de las condiciones externas (sobretudo el deterioro de los términos de intercambio) y las expectativas menos optimistas de los agentes económicos. Adicionalmente, diversos choques de oferta habrían afectado a la economía, con mayor intensidad sobre los sectores primarios. Para los siguientes dos años, se prevé una mejora en las condiciones que impactaron negativamente en la evolución de algunos de los sectores primarios, lo que conjuntamente con la reversión esperada de las expectativas y las mayores exportaciones significaría un mayor impulso en la actividad económica.
25. Por el lado de las actividades primarias, el sector que más habría contribuido a la desaceleración es el sector minería e hidrocarburos, en particular el subsector minería metálica por el proceso de interdicción realizado en Madre de Dios para contrarrestar la producción informal de oro y la presencia de menores leyes en algunas de las principales minas de oro y cobre del país. En el caso del cobre, se espera que la entrada en operación de nuevos proyectos y otras ampliaciones, permita un mayor crecimiento en la producción para 2016, por lo que el menor crecimiento evidenciado durante 2014 sería de carácter transitorio.

En el caso de los sectores no primarios, la mayor contribución a la desaceleración durante los tres primeros trimestres de 2014 provendría de los sectores de manufactura y construcción. Con respecto a la manufactura no primaria; los servicios industriales, la industria textil y la de madera y muebles, serían los grupos que habrían contribuido más a la desaceleración; mientras que en el caso de la construcción sería el avance físico de obras públicas.

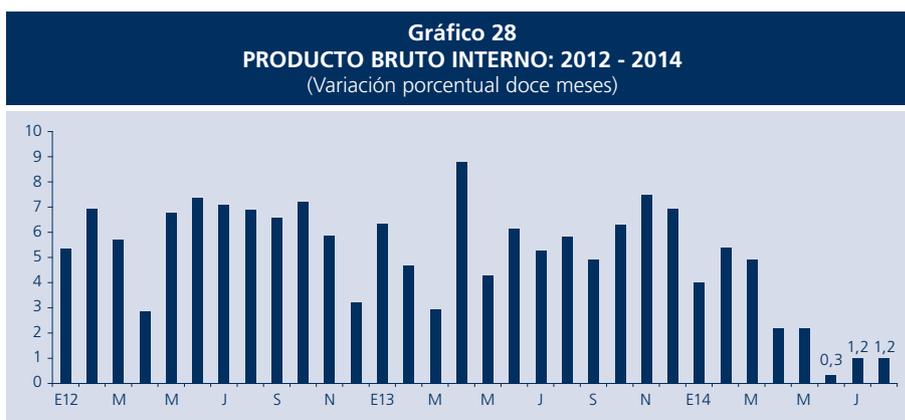




**Cuadro 8**  
**PBI POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2013		2014*		2015*		2016*		
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14 RI Oct.14					
<b>Agropecuario</b>	1,2	1,5	0,6	1,7	1,5	2,2	2,3	3,5	3,5
<b>Pesca</b>	-4,7	18,1	-2,6	-1,6	-6,8	-2,2	23,1	35,7	16,9
<b>Minería e hidrocarburos</b>	4,0	4,9	-0,7	0,3	-1,6	8,5	6,5	10,8	10,8
Minería metálica	2,6	4,2	-1,6	-1,0	-2,8	9,0	6,5	10,7	12,3
Hidrocarburos	9,2	7,2	2,3	5,7	3,2	7,0	6,6	11,4	5,6
<b>Manufactura</b>	3,0	5,5	-0,8	2,7	-0,7	4,2	4,5	4,5	4,8
Recursos primarios	0,1	8,7	0,6	2,1	-2,4	3,2	6,2	3,6	5,4
Manufactura no primaria	4,0	4,4	-1,1	2,8	0,2	4,5	4,0	4,8	4,7
<b>Electricidad y agua</b>	5,4	5,5	5,0	5,7	5,4	6,1	5,5	6,3	6,1
<b>Construcción</b>	11,2	8,9	1,0	5,0	2,9	8,0	7,0	7,5	7,5
<b>Comercio</b>	5,6	5,9	4,5	5,4	4,9	5,7	5,5	5,8	5,8
<b>Otros servicios</b>	6,1	6,0	4,9	6,0	5,2	6,2	5,6	5,8	5,8
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	5,3	5,8	2,8	4,4	3,1	6,0	5,5	6,3	6,3
<b>Nota:</b>									
PBI primario	2,5	4,8	-0,2	0,9	-1,1	5,8	5,8	8,5	8,3
PBI no primario	6,0	6,0	3,6	5,3	4,1	6,0	5,5	5,8	5,8

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.



26. Los indicadores contemporáneos y adelantados de actividad económica muestran que durante el segundo y el tercer trimestre del año el crecimiento de la actividad económica se habría desacelerado. En los primeros tres trimestres del año se acumuló un crecimiento de 2,8 por ciento, en contraste con el crecimiento observado en el mismo periodo del año anterior (5,3 por ciento).

En cuanto a la producción de electricidad, en el periodo enero – setiembre se tendría un crecimiento de 5,6 por ciento, mientras que en 2013 se observó un crecimiento de 6,5 por ciento.



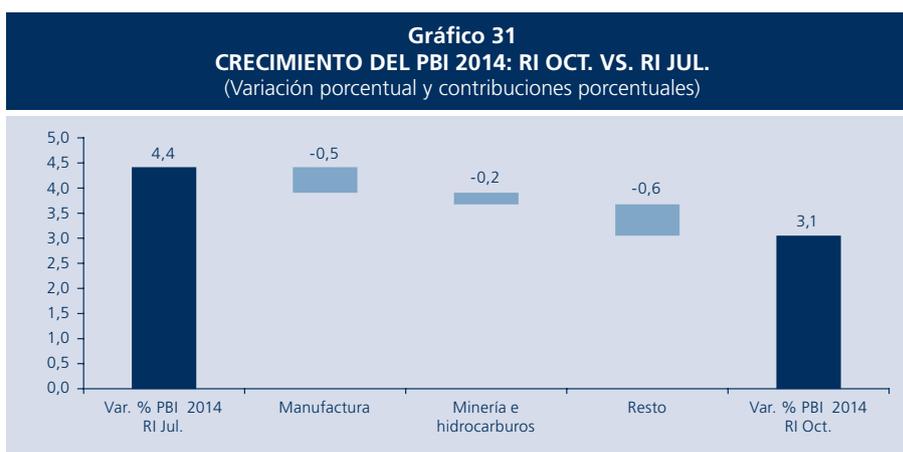
En el caso del consumo interno de cemento el crecimiento acumulado en los 3 primeros trimestres del año (1,9 por ciento) habría sido significativamente menor al observado en 2013 (10,4 por ciento). No obstante, el crecimiento de setiembre habría sido el más alto desde marzo.





27. La proyección de crecimiento del PBI para 2014 ha sido revisada a la baja de 4,4 por ciento en el Reporte de Inflación de julio a 3,1 por ciento. Esta revisión se da tanto por un menor crecimiento proyectado de los sectores primarios para el segundo semestre, como por un menor crecimiento de los sectores no primarios para el tercer trimestre del año.

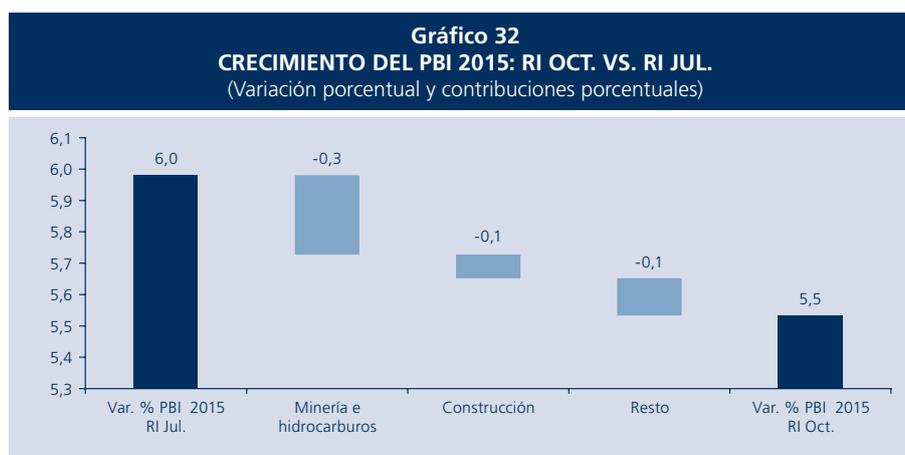
La revisión en el crecimiento del PBI para 2014 es explicado por factores transitorios que afectaron al sector minería e hidrocarburos, debido a menores leyes de oro y cobre en algunas minas del país. Asimismo, se ha revisado el crecimiento de los sectores de servicios, manufactura no primaria y construcción, ante una menor confianza de los agentes económicos, los que contribuyen a la revisión en -0,4, -0,3 y -0,1 por ciento, respectivamente.



28. Para el año 2015 se espera que aquellos factores transitorios que afectaron el desempeño de la economía durante 2014 se reviertan en su mayor parte. En cuanto al plano climatológico, se espera una recuperación de la pesca luego de un Fenómeno de El Niño cuya intensidad esperada estaría pasando -con respecto al Reporte de Inflación anterior- de moderada a débil. Con respecto a la minería, se espera una mayor producción de cobre de Antamina, por una recuperación en las leyes de extracción para finales de 2015 y comienzos de 2016; y un mayor crecimiento de la producción de Toromocho luego de finalizados los periodos de prueba de la mina, cuyo plazo se habría extendido durante 2014. Del mismo modo, una fuerte recuperación en la inversión pública proyectada para 2015 (de 0,0 por ciento en 2014 a 8,8 por ciento) impulsaría un mayor crecimiento económico.

A pesar del mayor dinamismo esperado para 2015 con respecto a 2014, se ha revisado a la baja el crecimiento del PBI de 6,0 a 5,5 por ciento con respecto al Reporte de Inflación anterior. Aunque para 2015 se espera un mayor crecimiento en el subsector de minería, este sería menor a lo proyectado previamente, pasando de 9,0 a 6,5 por ciento, asociado principalmente a una menor producción esperada

de cobre de Antamina, Constanca, Toromocho y Cerro Verde. A ello se sumaría un menor crecimiento de los sectores no primarios de construcción y servicios, debido a que ante la caída temporal en la confianza empresarial durante el año 2014 la recuperación económica sería ligeramente más lenta.



- a) El **sector agropecuario** habría registrado un crecimiento de 0,6 por ciento durante los tres primeros trimestres de 2014, frente a un 1,2 por ciento en el año 2013, principalmente por una contracción en el sector agrícola de 0,5 por ciento debido a una menor producción de arroz (-9,9 por ciento) asociado a las restricciones hídricas sufridas a inicios del año y a las menores cosechas de café (-19,7 por ciento) por el efecto de la roya amarilla. En contraste, el subsector pecuario habría crecido 2,8 por ciento en línea con la mayor producción de carne de ave (5,0 por ciento).

En cuanto a la proyección del año 2014, se ha revisado ligeramente a la baja debido a una menor producción de maíz amarillo duro (-0,2 por ciento) afectado por menores siembras durante el primer semestre. Por otro lado, para el año 2015 se estaría revisando ligeramente al alza la proyección del sector agropecuario (de 2,2 por ciento a 2,3 por ciento); debido que se espera una menor caída de aceituna por ingreso de nuevas áreas en Tacna. Como la expansión de la roya es dependiente de algunos factores climáticos, la menor intensidad esperada del Fenómeno de El Niño del segundo trimestre del año 2015, implicaría un menor impacto negativo sobre la producción en 2015 (-10,0 por ciento frente a -12,0 en el Reporte anterior). A pesar de ello, el impacto negativo de la roya amarilla sobre la producción de café persistiría hasta 2016 y esta proyección incorpora los efectos positivos de los trabajos de renovación y rehabilitación de los cultivos realizados por el gobierno. Por último, la proyección para 2016 se mantendría en 3,5 por ciento.

- b) El **sector pesca** habría caído 2,6 por ciento en los primeros nueve meses del año 2014, debido a una menor captura de anchoveta durante el primer semestre





(-28,0 por ciento). Esta menor captura responde principalmente a la menor extracción durante la primera temporada de este año (abril a agosto) asociada a factores climáticos adversos como el arribo de ondas Kelvin de aguas cálidas. Debido a esta ocurrencia, se amplió la temporada de pesca del 31 de julio al 10 de agosto, pero a pesar de ello, las toneladas de anchoveta capturadas fueron mucho menores a lo esperado.

Para el último trimestre del año, se considera una menor extracción de anchoveta para consumo industrial con respecto a lo proyectado en el Reporte de Inflación anterior. Con ello, dados los resultados ejecutados de extracción de anchoveta para la primera temporada de pesca, la proyección del año para el sector se estaría revisando a la baja (de -1,6 por ciento a -6,8 por ciento), con un sesgo a la baja en dicha proyección.

Para 2015 se estaría revisando positivamente la proyección del sector (de -2,2 por ciento a 23,1 por ciento) dado que la intensidad esperada del Fenómeno de El Niño, que impactaría durante el segundo trimestre del año 2015 estaría pasando de moderada a débil. Para 2016 se espera una completa recuperación del sector, ya que las temperaturas del mar durante 2015 no afectarían el ciclo reproductivo de la anchoveta. Sin embargo, dado que ahora la recuperación del sector se iniciaría en 2015 se proyecta un incremento menor para 2016 debido a un efecto base.

- c) Para los tres primeros trimestres de 2014, se estima que la producción de **minería metálica** se reduciría en 1,6 por ciento, a diferencia del crecimiento de 2,6 por ciento observado en el mismo periodo del año anterior. Este resultado estaría explicado principalmente por una caída en la producción de oro de 15,7 por ciento por una menor producción de la empresa minera Yanacocha (-24,0 por ciento), que se estaría acercando más a la cota inferior de la meta anual de su plan de minado; y debido al proceso de interdicción sobre la minería ilegal en Madre de Dios que habría reducido la producción de oro en esta zona en 57,7 por ciento. Este resultado se vería parcialmente compensado por un crecimiento en la producción de cobre de 4,6 por ciento en los primeros nueve meses del año debido al inicio de la operación comercial de Toromocho en el tercer trimestre de 2014.

Para 2014 se revisa la proyección de minería metálica de -1,0 a -2,8 por ciento. A continuación se detallará las perspectivas de producción de los principales metales para 2014 y los próximos 2 años.

La proyección de **oro** para 2014 mantendría un nivel similar al Reporte anterior. Sin embargo, se estaría reduciendo la proyección para los años 2015 (de -4,9 por ciento a -6,0 por ciento) y 2016 (de -5,0 por ciento a -6,4 por ciento) debido a la menor producción de oro de la región de Madre de Dios, situación que se

espera se mantenga en los siguientes años. Adicionalmente, las menores leyes de extracción de oro para Yanachocha observadas durante el primer semestre de 2014 se mantendrían en el mediano plazo.

Para el año 2015 se considera el ingreso de los proyectos Inmaculada y Shahuindo, este último se estaría adelantando al cuarto trimestre de 2015 debido a las mejores perspectivas luego de la fusión entre Río Alto y Sulliden. Para 2016 estaría entrando en operación comercial el proyecto Invicta que tiene previsto iniciar extracciones de prueba para el tercer trimestre de 2015.

En el caso del **cobre**, se revisa la proyección para 2014 de 5,2 por ciento a 2,0 por ciento, ya que el proyecto Toromocho ha reducido el estimado de producción del año debido a las demoras enfrentadas por la extensión de los períodos de prueba de la mina. Para el año 2015 el crecimiento de la producción de cobre se revisa a la baja (de 14,5 por ciento a 10,2 por ciento) debido a las menores leyes de Antamina, situación que se espera mejore para 2016; y a la reducción en el estimado de producción de Toromocho, que no alcanzaría su máxima producción en 2015, sino que se pospondría para el año siguiente. La ampliación de Cerro Verde y el proyecto Constancia impulsarían el crecimiento del cobre para 2016 (23,8 por ciento), que aunado al posible inicio del proyecto Las Bambas, impulsarían al alza el crecimiento de la producción de la minería metálica para 2016 (de 10,7 por ciento a 12,3 por ciento).

En el caso del **zinc**, se ha revisado al alza el crecimiento de la producción para 2014 (de -6,3 por ciento a -4,5 por ciento) debido a una mayor producción de Antamina durante el mes de agosto. Sin embargo, para el año 2015 se reduce la proyección de crecimiento del sector de 8,6 por ciento a 5,1 debido a la expectativa de menores leyes para esta misma empresa. Para 2016 se espera un mayor crecimiento de la producción (de 0,5 por ciento en el Reporte anterior a 1,8 por ciento) sustentado en la ampliación de El Brocal, que a pesar de iniciar operaciones en 2015, alcanzaría su producción máxima en 2016.

<b>Cuadro 9</b>				
<b>PRODUCCIÓN MINERA</b>				
<b>(Variaciones porcentuales)</b>				
	<b>2013</b>	<b>2014*</b>	<b>2015*</b>	<b>2016*</b>
Oro	-3,3	-13,3	-6,0	-6,4
Cobre	7,4	2,0	10,2	23,8
Zinc	5,5	-4,5	5,1	1,8

\* Proyección.

- d) Para el periodo enero – setiembre de 2014, se estima que la producción de **hidrocarburos** crecería 2,3 por ciento con respecto a lo observado durante el mismo periodo del año anterior, debido al inicio de la producción de petróleo





del Lote 67 de Perenco. Sin embargo, la proyección para el año se revisa a la baja (de 5,7 por ciento a 3,2 por ciento), ya que la mayor producción esperada de líquidos de gas natural, por el inicio de operaciones del Lote 57 de Repsol, se habría visto limitada debido a restricciones en la capacidad del ducto que comparte con Pluspetrol.

Para 2015, el crecimiento del sector estaría sustentado por el proyecto del Lote 67 de Perenco, que duplicaría su producción actual aportando así una producción de 12 mil barriles diarios de petróleo. Para 2016 se espera la implementación gradual de la planta de Camisea cuya ampliación se iniciaría a finales de 2015. Sin embargo, la proyección de hidrocarburos para 2016 se revisa a la baja ya que la producción del Lote 67 de Perenco no superará los 12 mil barriles diarios hasta que no se construya la ampliación del Oleoducto Ramal Norte para tener acceso directo al Oleoducto Nor-Peruano, a diferencia de lo proyectado en el Reporte de Inflación anterior donde se esperaba un incremento gradual de la producción desde 2016.

- e) La producción del **sector manufactura** habría caído 0,8 por ciento durante los primeros tres trimestres del año explicada principalmente por una caída de 1,1 por ciento en la manufactura no primaria, compensada parcialmente por un crecimiento de 0,6 por ciento en los procesadores primarios. La caída en la manufactura no primaria responde a menores prestaciones de servicios industriales, ligadas a la caída en la inversión. Asimismo, se observa una menor producción textil, debido a una menor demanda tanto interna como externa; y una reducción en la producción del grupo madera y muebles, por una menor demanda interna de productos como colchones.

En el caso de la producción de procesadores primarios, el incremento en la producción estaría impulsado por una mayor refinación de metales no ferrosos debido a que en los primeros meses del año se evidenció un aumento de la producción de ánodos y cátodos de cobre por parte de Southern y Cerro Verde. En cambio, la industria pesquera habría contribuido negativamente al resultado del sector debido a la menor producción de harina y aceite de pescado ligado a la menor captura de anchoveta. Sin embargo, esta caída se habría visto atenuada gracias a incrementos moderados en la refinación de petróleo y en la producción de productos cárnicos.

Para 2014 se revisa a la baja la proyección de manufactura de 2,7 por ciento a -0,7 por ciento; en cuanto al lado primario la proyección se revisaría de 2,1 por ciento a -2,4 por ciento, ya que aunado a la menor producción pesquera y al cierre de Doe Run previstos en el Reporte anterior, se estaría incluyendo para esta proyección la paralización de la planta de Southern durante el mes de octubre por mantenimiento. En cuanto a la manufactura no primaria, la menor demanda interna y externa estaría afectando la producción esperada en

los principales grupos del subsector por lo que la proyección para 2014 pasaría de 2,8 por ciento a 0,2 por ciento. Esta perspectiva se mantendría para el año 2015, por lo que se estaría reduciendo la proyección de 4,5 por ciento a 4,0 por ciento. Para el sector primario, la proyección pasaría de 3,2 por ciento a 6,2 por ciento debido a la mayor recuperación de la pesca industrial.

Para 2016 se revisa al alza la proyección de crecimiento de la manufactura y pasaría de 4,5 por ciento a 4,8 por ciento, gracias al sector primario, específicamente a la mayor refinación de metales no ferrosos que crecería por la mayor producción minera proyectada para ese año.

## PBI gasto

29. La lenta recuperación de las economías desarrolladas, la desaceleración de las economías emergentes y el deterioro de los términos de intercambio en los últimos dos años, han sido los factores externos que han acentuado la dinámica de un ciclo económico débil. En el ámbito interno, la ocurrencia de una serie de factores de oferta de carácter transitorio, junto a un menor dinamismo del gasto público afectaron también negativamente las expectativas de los agentes económicos, y con ello el ritmo de crecimiento de la inversión privada. En este contexto, la demanda interna habría crecido 2,9 por ciento en los primeros nueve meses del año, resultado menor al registrado en el mismo periodo de 2013. Esta menor expansión es consistente con un menor gasto privado, que pasó de 6,6 por ciento en el periodo enero-setiembre de 2013 a 2,6 por ciento en el mismo periodo de 2014, y público, que habría crecido 4,6 por ciento en los primeros nueve meses del año respecto al 10,7 por ciento en el mismo periodo del año anterior.

Cuadro 10 DEMANDA INTERNA Y PBI (Variaciones porcentuales reales)									
	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>I. Demanda interna</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>	<b>3,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>
<b>1. Gasto privado</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,0</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>
Consumo	5,2	5,3	4,6	4,9	4,6	5,0	4,7	5,2	5,2
Inversión privada fija	8,4	6,4	-2,2	3,2	-0,4	6,2	5,2	6,5	6,3
<b>2. Gasto público</b>	<b>10,7</b>	<b>8,4</b>	<b>4,6</b>	<b>7,9</b>	<b>4,6</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>	<b>7,9</b>
Consumo	7,2	6,7	6,9	8,5	6,9	6,0	6,0	6,0	6,0
Inversión	19,6	12,1	-0,6	6,7	0,0	8,9	8,8	11,0	11,6
<b>II. Demanda Externa Neta</b>									
<b>1. Exportaciones</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>	<b>10,8</b>	<b>9,4</b>
<b>2. Importaciones</b>	<b>5,0</b>	<b>3,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>
<b>III. PBI</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

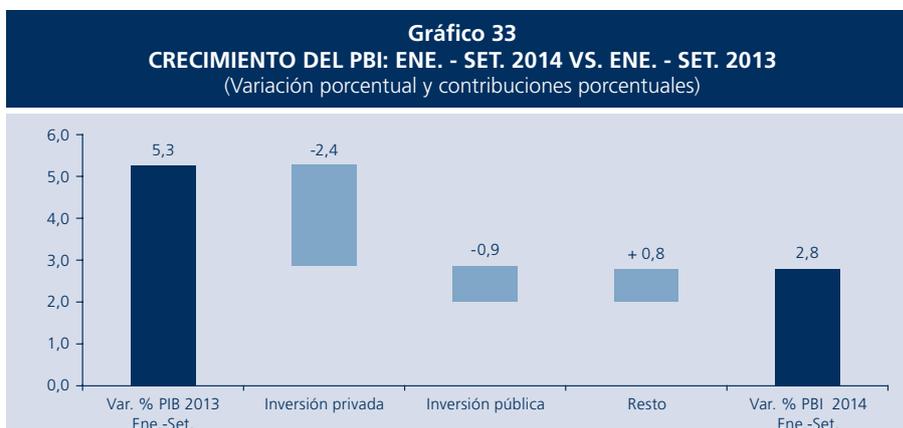




Cuadro 11 DEMANDA INTERNA Y PBI (Contribuciones a la variación porcentual real)									
	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>I. Demanda interna</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>
<b>1. Gasto privado</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>4,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>
Consumo	3,2	3,3	2,8	3,0	2,8	3,0	2,9	3,1	3,2
Inversión privada fija	1,9	1,4	-0,5	0,7	-0,1	1,4	1,1	1,5	1,4
Variación de existencias	0,6	1,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	-0,7	-0,4
<b>2. Gasto público</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
Consumo	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Inversión	0,8	0,7	0,0	0,4	0,0	0,5	0,5	0,7	0,7
<b>II. Demanda Externa Neta</b>									
<b>1. Exportaciones</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>
<b>2. Importaciones</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
<b>III. PBI</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

El débil crecimiento de la demanda interna en el periodo enero-setiembre estaría asociado a una contracción de la inversión privada, la cual habría registrado una variación negativa de 2,2 por ciento después de crecer 8,4 por ciento en los primeros tres trimestres de 2013; y al menor dinamismo de la inversión pública, que registró una tasa de crecimiento negativa de 0,6 por ciento, tasa menor a la del mismo período del año previo (19,6 por ciento), debido a menores niveles de inversión de los gobiernos subnacionales. Por su parte, el consumo privado crecería a un ritmo moderado con una tasa de crecimiento de 4,6 por ciento. Asimismo, el consumo público registró una expansión de 6,9 por ciento durante los primeros nueve meses del año, menor a la observada en el mismo periodo de 2013.



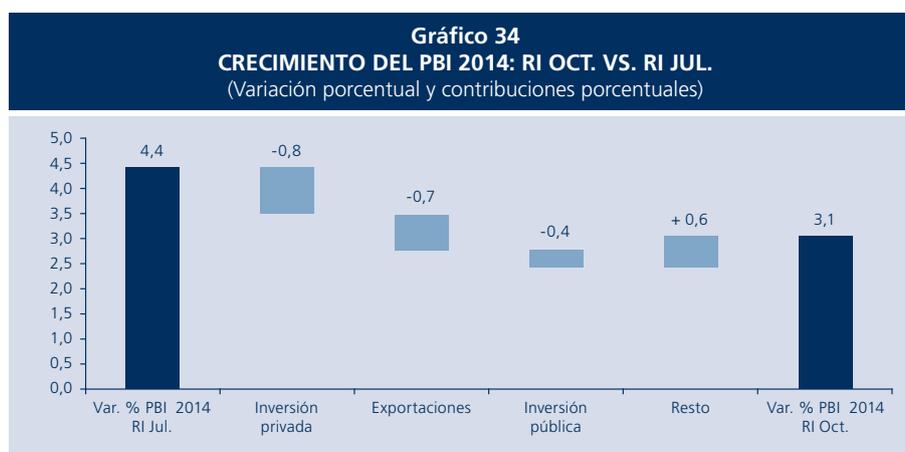
Respecto a la demanda externa, las exportaciones registrarían una caída de 3,4 por ciento en los primeros tres trimestres del año, mayor a la observada en el mismo

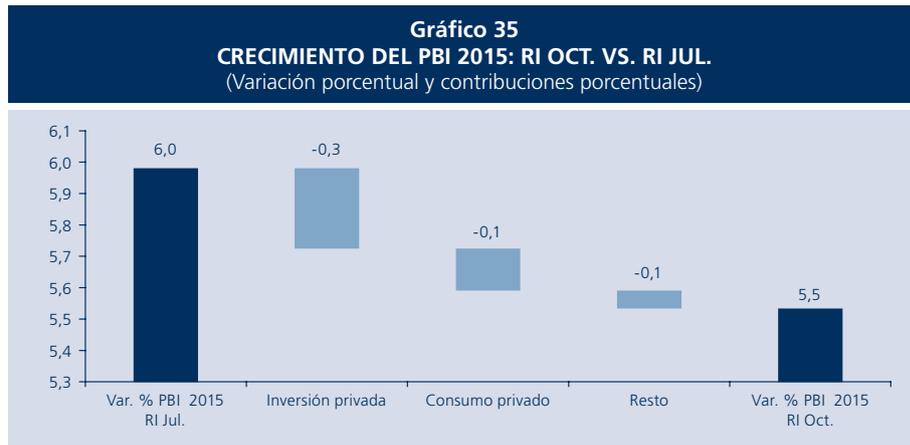
periodo de 2013, debido a menores exportaciones de productos tradicionales. Las importaciones registrarían un decrecimiento de 2,5 por ciento en los primeros nueve meses del año, después de crecer 5,0 por ciento en el mismo periodo del año anterior, debido a un menor dinamismo de las importaciones de bienes de capital y de insumos industriales.

Para el último trimestre de 2014 se prevé que tanto la inversión pública como la privada mejoren su desempeño respecto a los primeros tres trimestres del año. No obstante, podría persistir la debilidad del gasto de inversión con lo cual el proceso de recuperación de la demanda interna sería de forma gradual.

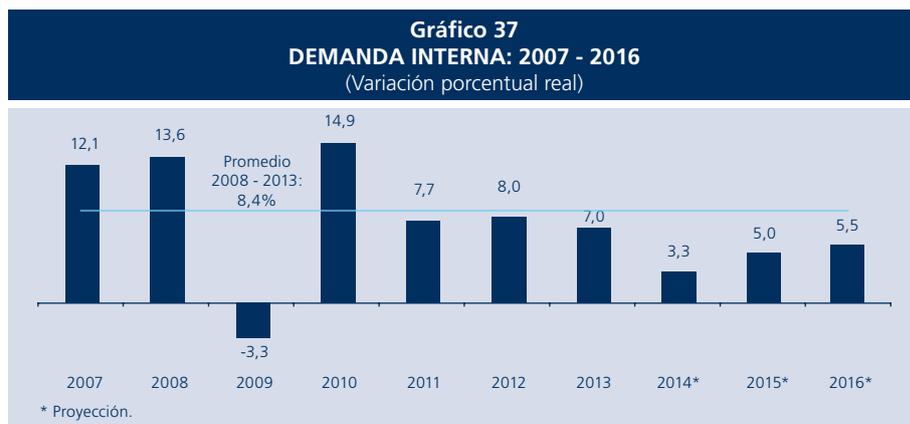
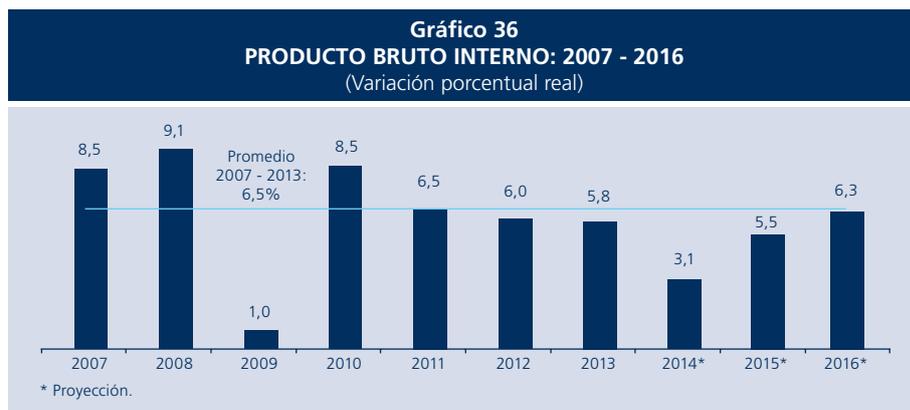
30. Los indicadores de confianza de consumidores y productores continúan manteniéndose a setiembre en el tramo optimista y por encima del observado en junio de 2014, lo cual señalaría una recuperación del gasto de consumo e inversión del sector privado en los próximos meses.
31. Para el año 2014, en este Reporte se ha revisado a la baja el crecimiento de la demanda interna, de 4,7 a 3,3 por ciento. La revisión se explica por el menor dinamismo previsto para la inversión privada, cuya tasa de crecimiento ha pasado de 3,2 por ciento a -0,4 por ciento. A su vez se revisa a la baja la proyección de crecimiento para el gasto público a 4,6 por ciento, consistente con una menor previsión para la inversión pública principalmente de los gobiernos subnacionales.

Así, la revisión a la baja del crecimiento del PBI, de 4,4 a 3,1 por ciento es explicada principalmente por la caída de la inversión privada ante un deterioro de las expectativas de los agentes económicos, y por la caída de las exportaciones, principalmente de productos tradicionales, que explica 0,7 puntos porcentuales de esta revisión. Sin embargo, estos efectos se revertirían en el año 2015 con la reversión de los choques de oferta temporales, la recuperación de la confianza de los inversionistas y la normalización de las condiciones externas.

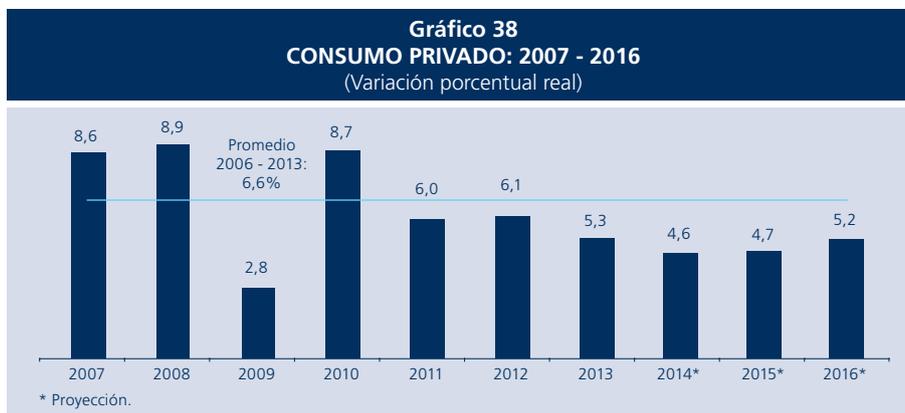




32. Para el año 2015 se espera un crecimiento de la demanda interna de 5,0 por ciento, menor a lo previsto en el Reporte previo, debido principalmente a un menor dinamismo del gasto privado. Para 2016 se estima una tasa de crecimiento de 5,5 por ciento para la demanda interna considerando que la inversión privada crecería 6,3 por ciento, tomando en cuenta los anuncios de inversión y los proyectos entregados en concesión.



33. Las tasas de crecimiento del consumo privado continúan con un ritmo moderado por debajo del promedio 2007-2013. El gasto de consumo privado habría crecido 4,6 por ciento en los primeros nueve meses de 2014, tasa inferior a la del mismo periodo del año anterior. La información reciente de diversos indicadores refleja la evolución del consumo privado. Así por ejemplo la confianza del consumidor en agosto se mantiene en el tramo optimista, y en un mayor grado que el de junio. Los créditos de consumo a personas naturales continúan registrando tasas de expansión más prudentes y la venta de vehículos familiares registró una variación positiva de 1,5 por ciento en agosto, luego de cuatro meses de caídas consecutivas.



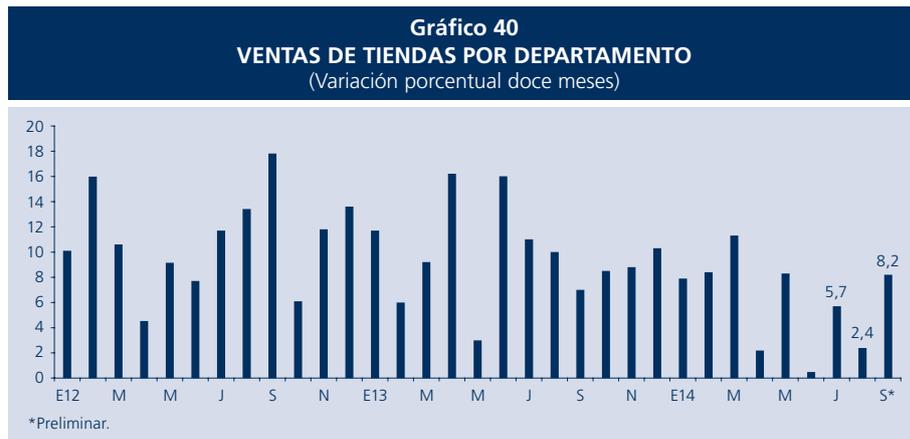
A continuación se presentan algunos indicadores que reflejan la dinámica del gasto de consumo privado.

- a. El Índice de Confianza del Consumidor se ubicó en agosto en un nivel optimista de 58 puntos. Este indicador mantuvo un nivel de 57 puntos en promedio durante el periodo enero-agosto del año, menor al registrado en el mismo periodo del año anterior.

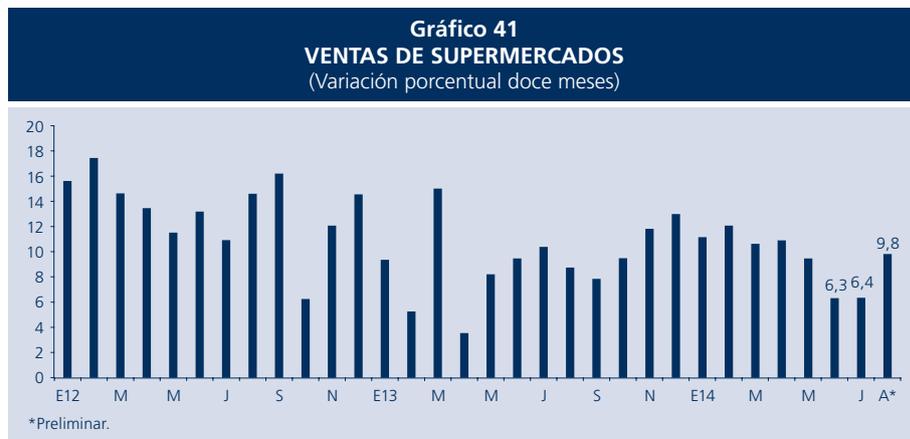




- b. Las ventas de tiendas por departamento registraron una tasa de crecimiento de 8,2 por ciento en setiembre de 2014, tasa mayor a la registrada en similar periodo de 2013 (7,0 por ciento). Este ritmo de expansión reflejaría una recuperación del consumo en línea con un mayor poder adquisitivo de las familias.



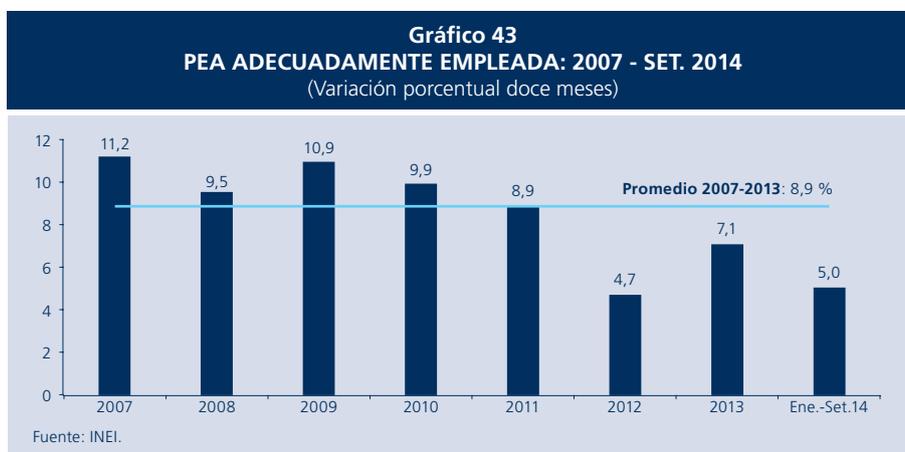
- c. Asimismo las ventas de supermercados registraron un crecimiento de 9,8 por ciento en agosto, tasa superior al de similar periodo del año previo (8,7 por ciento).



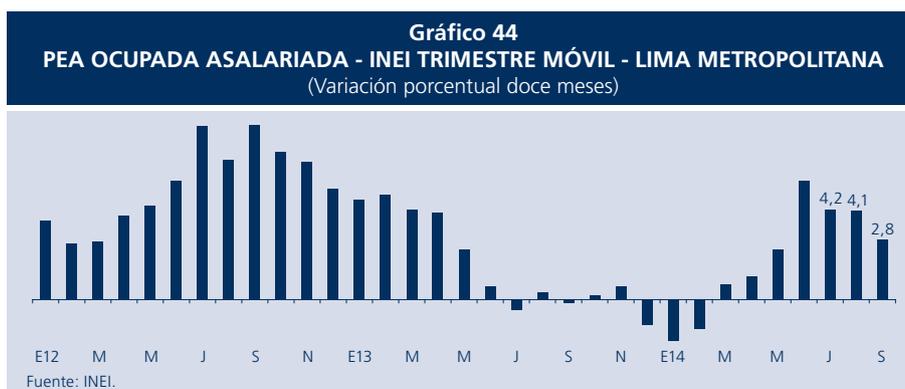
- d. El circulante registró una tasa de variación real promedio anual de 7,4 por ciento en setiembre del presente año. Este incremento refleja una mayor disponibilidad de liquidez y menor disposición de ahorro, lo que señalaría una mejora sostenida, pero moderada en la dinámica del consumo a nivel agregado.



- e. El crecimiento de la población adecuadamente empleada durante el periodo enero–setiembre de 2014 (5,0 por ciento) fue menor al registrado en similar periodo del año anterior (7,4 por ciento).

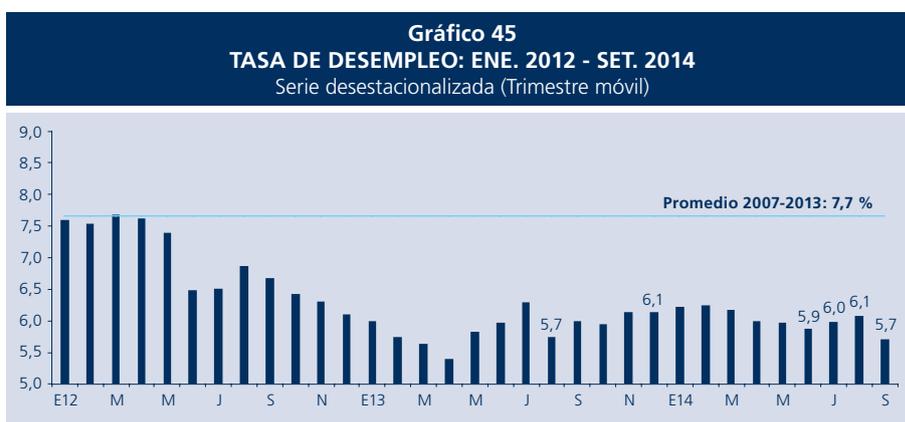


- f. El crecimiento de la población ocupada asalariada durante el periodo enero–setiembre de 2014 (1,9 por ciento) fue menor al registrado en similar periodo del año anterior (2,2 por ciento).

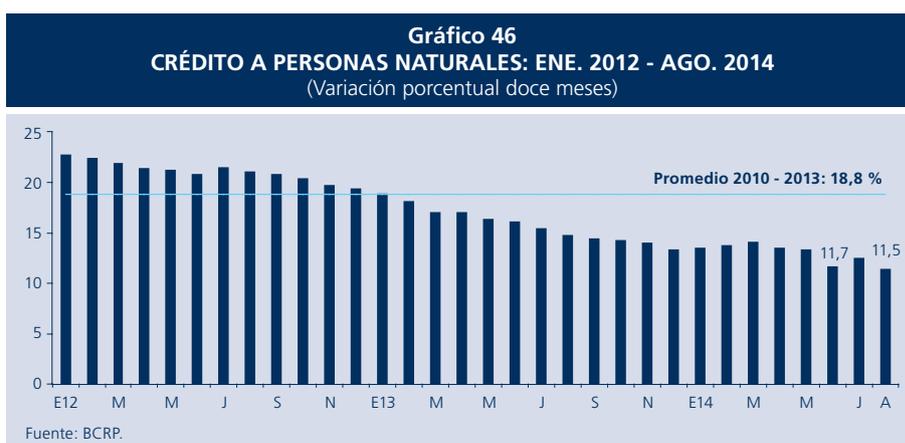




- g. La tasa de desempleo, indicador que refleja la parte de la población activa que busca empleo sin éxito, alcanzó una tasa de 6,1 por ciento durante el periodo enero-setiembre de 2014, ligeramente por encima de la tasa observada en el mismo periodo de 2013. Este resultado se debe a que en dicho periodo el número de personas desocupadas aumentó 1,8 por ciento, mientras que la Población Económicamente Activa (PEA) creció solo 1,1 por ciento.



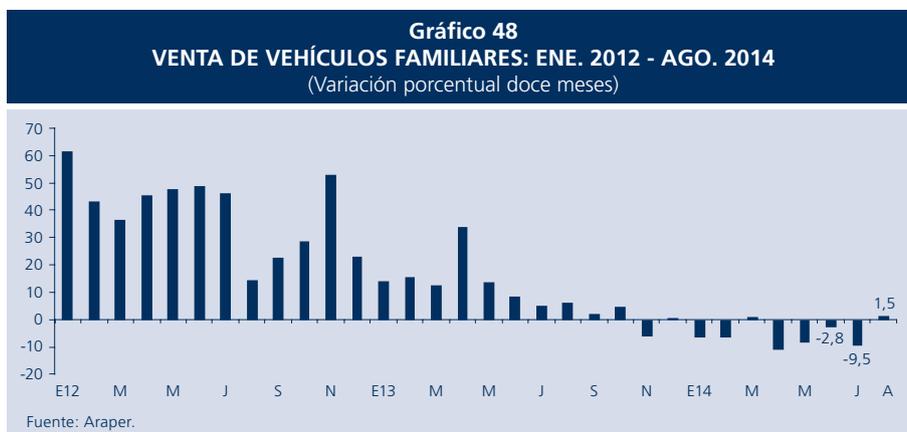
- h. El crecimiento del crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, tuvo un incremento de 11,5 por ciento en agosto ligeramente menor al registrado en junio (11,7 por ciento).



- i. El volumen de importaciones de bienes de consumo ha tenido una tendencia decreciente desde comienzos del año, así en agosto registró una caída de 11,2 por ciento. En periodos de ciclo económico débil, las familias tienden a recortar su consumo de bienes duraderos.



- j. Las ventas de autos familiares nuevos registraron un aumento de 1,5 por ciento en agosto. No obstante, acumuló una caída de 5,4 por ciento entre enero y agosto del año. Esto refleja una mayor cautela de las familias en la decisión de compra de vehículos familiares.



- k. El ingreso nacional disponible habría registrado un crecimiento de 3,1 por ciento en los primeros tres trimestres de 2014, menor al 5,4 por ciento registrado en el mismo periodo de 2013. Para los años 2015 y 2016 se proyecta que el ingreso nacional disponible crecería 5,4 y 6,5 por ciento respectivamente, en línea con la recuperación prevista del producto.

**Cuadro 12**  
**INGRESO NACIONAL DISPONIBLE**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
1. Producto Bruto Interno	5,3	5,8	2,8	4,4	3,1	6,0	5,5	6,3	6,3
2. Producto Nacional Bruto	6,5	7,2	3,6	4,9	3,6	6,3	5,8	6,8	6,7
3. Ingreso Nacional Bruto	5,6	6,0	2,3	4,1	2,7	6,3	6,0	6,7	6,6
<b>4. Ingreso Nacional Disponible <sup>1/</sup></b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>3,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>

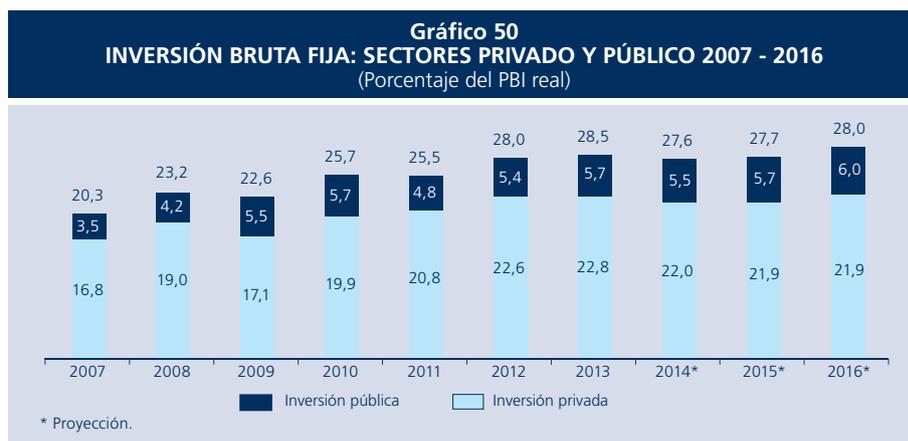
<sup>1/</sup> Incluye la renta de factores, ganancias netas producidas por términos de intercambio y transferencias netas recibidas de no residentes.  
\* Proyección. RI: Reporte de Inflación.





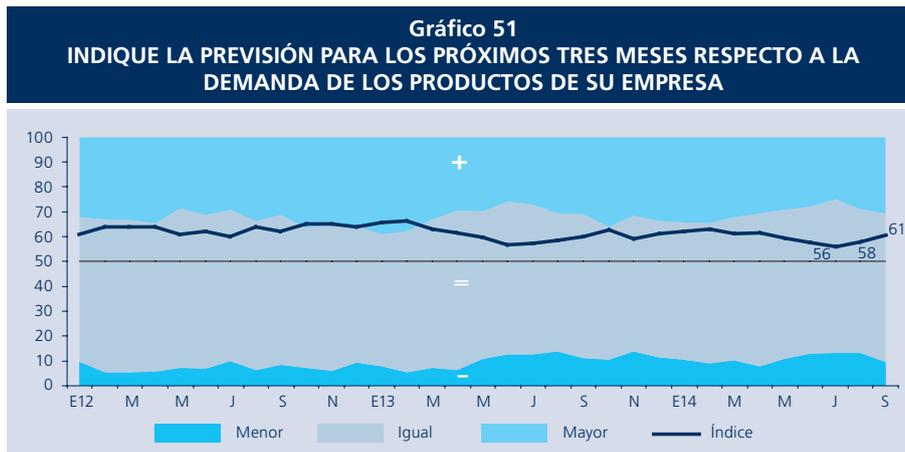
Considerando estos indicadores, la proyección del crecimiento del consumo privado para el año 2014 se ha revisado de 4,9 por ciento a 4,6 por ciento. Para los años siguientes se espera un aumento gradual de su tasa de crecimiento en línea con la evolución prevista del ingreso.

34. Se ha revisado la proyección de crecimiento de la inversión del sector privado de 3,2 a -0,4 por ciento para 2014. Para 2015 y 2016 se prevé que la inversión privada crecerá a tasas de 5,2 y 6,3 por ciento respectivamente considerando los proyectos anunciados y los otorgados en concesión. De esta manera, el ratio de inversión bruta fija total, que incluye a los sectores privado y público, pasaría de 27,6 por ciento en 2014 a 27,7 por ciento en 2015 y 28,0 por ciento en 2016.

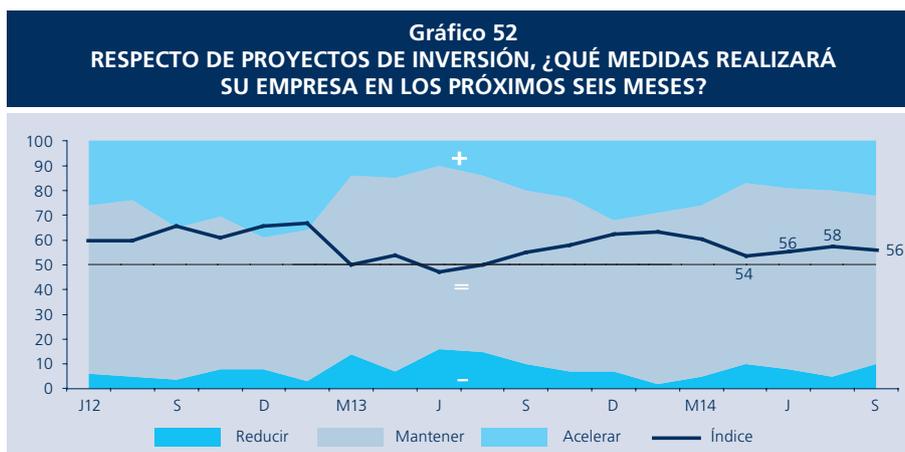


A continuación se presentan algunos indicadores que reflejan la evolución de la inversión privada:

- a. Las expectativas de demanda a tres meses se mantienen en el tramo optimista y alcanzan 61 puntos en setiembre, observándose un aumento por tercer mes consecutivo. Este indicador, registró 60 puntos en promedio durante los primeros nueve meses de 2014, nivel menor en 1 punto con respecto al valor registrado durante el mismo periodo del año anterior.

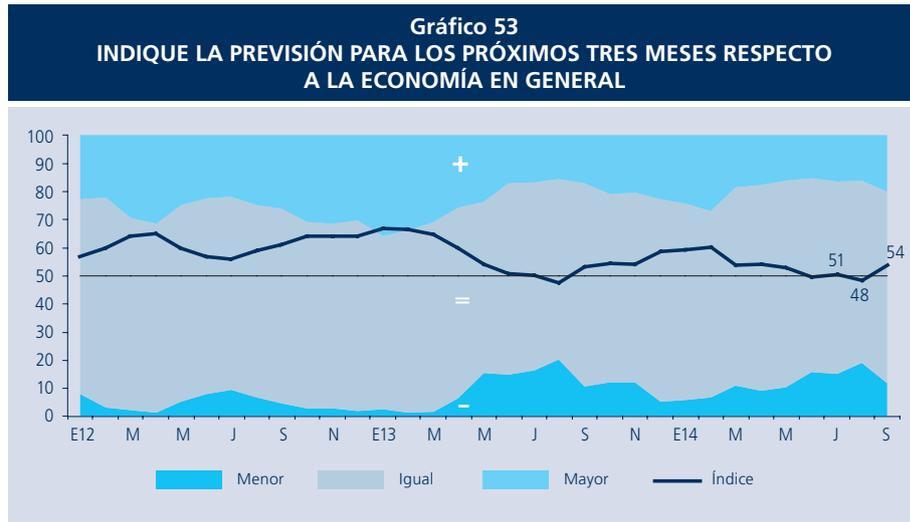


- b. El indicador de expectativas de inversión a 6 meses continuó manteniéndose en el tramo optimista alcanzando 56 puntos en setiembre, mayor a lo registrado en junio, aunque menor al nivel que tenía en los primeros meses del año.

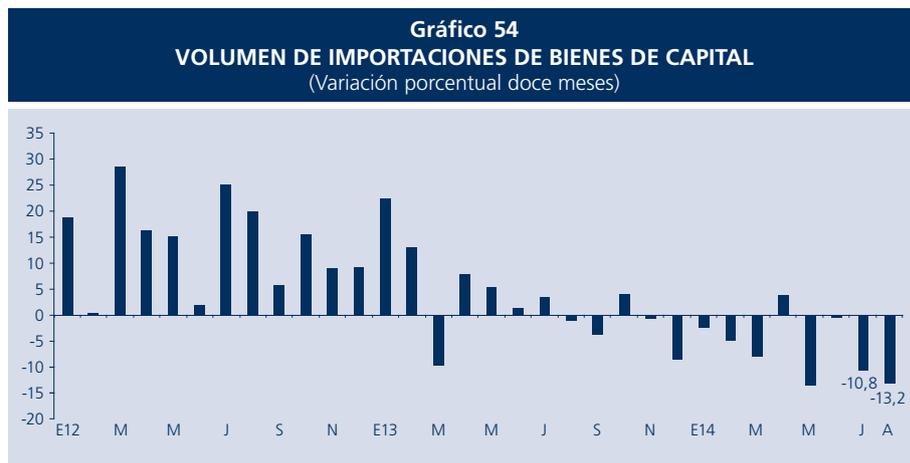


- c. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses se ubicó en 54 puntos en setiembre dentro del tramo optimista.





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



- e. La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI revela ajustes a la baja para el año 2014. Así, en el caso del sistema financiero se registra una revisión de la tasa esperada de crecimiento del PBI de 4,8 a 3,7 por ciento entre julio y setiembre de 2014; en los analistas económicos de 5,0 a 3,5 por ciento, y entre los representantes de empresas no financieras de 5,0 a 4,0 por ciento.

<b>Cuadro 13</b>			
<b>ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI</b>			
<b>(Variaciones porcentuales)</b>			
	<b>Expectativas del:</b>		
	<b>RI Abr. 14</b>	<b>RI Jul. 14</b>	<b>RI Oct. 14</b>
<b>Sistema Financiero</b>			
2014	5,4	4,8	3,7
2015	5,5	5,4	5,0
2016	--	5,2	5,5
<b>Analistas Económicos</b>			
2014	5,4	5,0	3,5
2015	5,7	5,7	5,3
2016	--	6,0	5,5
<b>Empresas No Financieras</b>			
2014	5,2	5,0	4,0
2015	5,5	5,0	5,0
2016	--	5,5	5,2

Los anuncios de proyectos de inversión privada para el periodo 2014-2016 alcanzan US\$ 48 mil millones, monto mayor en 2,1 mil millones con respecto al total previsto en el Reporte de Inflación de julio.

<b>Cuadro 14</b>				
<b>ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2014 - 2016</b>				
<b>(Millones de US\$)</b>				
	<b>RI Jul.14</b>	<b>RI Oct.14</b>	<b>Diferencias</b>	
	<b>Total Inversión</b>	<b>Total Inversión</b>	<b>Total Inversión</b>	<b>Número</b>
Minería	19 031	19 583	552	1
Hidrocarburos	6 226	7 525	1 299	2
Electricidad	5 785	5 757	-28	3
Industrial	2 932	2 932	0	0
Infraestructura	3 763	3 768	5	0
Otros Sectores	8 192	8 425	233	5
<b>Total</b>	<b>45 929</b>	<b>47 990</b>	<b>2 061</b>	<b>11</b>

RI: Reporte de Inflación.

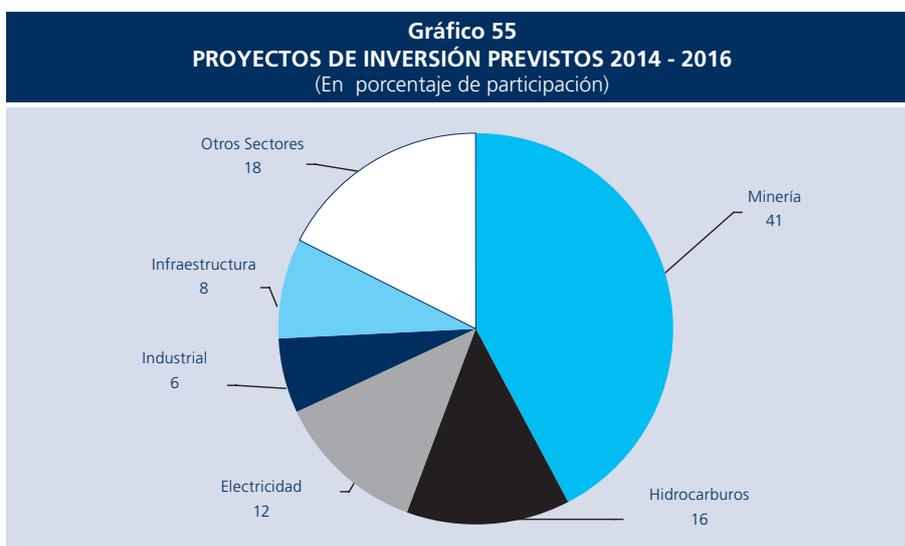
- f. Los sectores **minería e hidrocarburos** participan con el 57 por ciento del total de anuncios para el período 2014-2016. Al mes de julio las inversiones en el sector minero fueron de US\$ 4,9 mil millones según el Ministerio de Energía y Minas. Cabe señalar que en agosto se aprobó el Estudio de Impacto Ambiental (EIA) del proyecto minero Tía María, suspendido en 2011 por protestas sociales. La empresa informó que espera empezar su construcción a fines de 2014 e iniciar operaciones comerciales en el año 2017. Por su parte Shougang, reportó que el proyecto de expansión de su mina Marcona terminaría en 2016 con una inversión de US\$ 1 000 millones; la misma que cuenta con financiamiento de





su casa matriz China Shougang International Trade & Engineering Corp., y un grupo de bancos nacionales e internacionales liderados por el Banco de Crédito del Perú y Citibank.

En agosto, la minera china MMG LIMITED, completó la adquisición del proyecto de cobre Las Bambas, ubicado en Apurímac. De acuerdo con la empresa, la inversión adicional requerida para completar el proyecto estaría en el rango entre US\$ 2 700 y US\$ 3 200 millones.



En el sector hidrocarburos, el Consorcio Gasoducto Sur Peruano conformado por Odebrecht y Enagas se adjudicó el proyecto Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur Peruano, licitado por PROINVERSIÓN. El proyecto contempla transportar gas y líquidos, impactando directamente en el desarrollo de las regiones de Cusco, Arequipa, Moquegua, Puno, Apurímac y Tacna. La inversión estimada es alrededor de US\$ 3,6 mil millones.

Los grandes proyectos recientemente concesionados se encuentran en etapa de completar estudios de ingeniería a detalle, obtener permisos y negociar el financiamiento. En casos como el Aeropuerto Internacional de Chinchero y la Central Hidroeléctrica de Molloco, se iniciarían obras de construcción en el segundo semestre de 2015. La Línea 2 del Metro de Lima aún no puede indicar un cronograma debido a dificultades con la expropiación de terrenos.

La obtención de estos permisos es fundamental para que estas inversiones se materialicen.

**Cuadro 15**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN : CONCESIONES EN 2014 - 2015**  
(Millones de US\$)

	Inversión estimada	
	2014	2015
<b>A. Adjudicados</b>	<b>9 938</b>	
Línea 2 y Ramal Av. Faucett - Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao	5 075	
Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero - Cusco	537	
Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto del Sur Peruano	3 643	
Línea de Transmisión 220 KV Moyobamba - Iquitos y Subestaciones Asociadas	499	
Terminal Portuario General San Martín	129	
Telecabina Kuelap	18	
Línea de Transmisión 220 KV Friaspata – Mollepata y Subestación Orcotuna 220/60 kV	38	
<b>B. Por Adjudicar</b>	<b>613</b>	<b>3 941</b>
Sistema de Abastecimiento de LNG para el Mercado Nacional	250	
Hidrovia Amazónica: ríos Marañón y Amazonas, tramo Saramiriza - Iquitos - Santa Rosa; río Huallaga, tramo Yurimaguas - confluencia con el río Marañón; río Ucayali; tramo Pucallpa - confluencia con el río Marañón.	69	
Línea de Transmisión 220 kV Azángaro – Juliaca – Puno	69	
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Ayacucho	55	
Subestación Nueva Lurín 220/60 kV y Líneas de Enlace en 220 kV y 60 kV	50	
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Huancavelica	47	
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Apurímac	42	
Conectividad Integral en Banda Ancha para el Desarrollo Social de la Zona Norte del País - Región Lambayeque	19	
Proyecto Integral agua - minería - agropecuaria para la solución a la problemática de la minería informal en Piura	12	
Suministro de Energía de Nuevas Centrales Hidroeléctricas		2 700
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima Longitudinal de la sierra		400
Central Térmica de Quillabamba		340
Nueva Subestación 220 kV Córpac y Línea de Transmisión 220 kV Industriales – Córpac		200
Obras de Regulación del Río Chillón		148
Teleférico de Choquequirao		70
Primera Etapa de la Subestación Carapongo y enlaces de Conexión a Líneas Asociadas		52
		31
<b>C. Total Proyectos (A) + (B)</b>	<b>10 551</b>	<b>3 941</b>

Fuente: Proinversión.



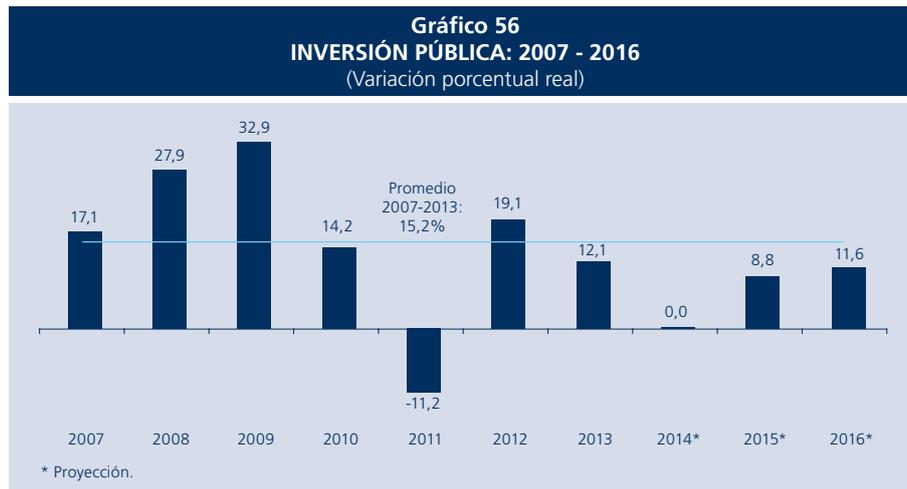


**Cuadro 16**  
**ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2014-2016**

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
<b>Minería</b>	Freeport-Macmoran Copper	Ampliación de Mina Cerro Verde
	Xstrata Copper	Las Bambas
	Antares Minerals Inc.	Haquira
	Anglo American Plc.	Quellaveco
	AQM Copper	Zafranal
	Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	Chucapaca
	Aluminium Corp of China Ltd.	Ampliación Toromocho
	Grupo México S.A.B.	Tía María
	Shougang Corporation	Ampliación de Mina Marcona
	Grupo México S.A.B. de C.V.	Los Chancas
Hudbay Minerals Inc	Constancia	
Bear Creek Mining Corporation	Corani	
<b>Hidrocarburos</b>	Enagas;Odebrecht S.A.C.	Mejoras a la seguridad energética del país y desarrollo del gasoducto sur peruano
	Savia Perú S.A.	Lote Z-2B perforación, exploración y otras inversiones
	Petrobras Energia Peru S.A.; Repsol YPF S.A.	Lote 39: Exploración 21 pozos
	Karoo Gas Australia; Vietnam American	Exploración Lote Z-38 (20 pozos)
	Perenco	Exploración Lote 67 oleoducto
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Exploración Lote 88 y 56
	Petrobras Energia Peru S.A.; Repsol YPF S.A.	Lote 57 - Kinteroni
Enagas; Transportadora de Gas del Perú S.A.	Ampliación capacidad de transporte de gas	
Calidda Gas Natural del Perú	Masificación de gas	
China National Petroleum Corporation	Lote 58 : Líneas sísmicas 2D	
<b>Electricidad</b>	Energía Azul S.R.L.	Central Hidroeléctrica Santa María
	Odebrecht S.A.C.	Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla
	Quimpac S.A.; Inkia Energy	Central Hidroeléctrica Cerro del Águila
	Enersur; Kallpa Generación	Nodo energético del sur
	Interconexión Eléctrica	Línea de transmisión 500 Kv Mantaro - Marcona - Socabaya - Montalvo y subestaciones asociadas
<b>Infraestructura</b>	Línea 2 de Metro de Lima	Línea 2 de Metro de Lima (Tren eléctrico)
	Odebrecht S.A.C.	Vías nuevas de Lima
	Consorcio Consierra II	Longitudinal de la sierra tramo 2
	APM Terminal	Modernización del muelle norte
	Grupo Romero	Ampliación Puerto Matarani
	Covisol	Autopista del Sol Trujillo - Sullana
OAS S.R.L.	Vía Parque Rimac	
Graña y Montero S.A.	Vía Expresa Sur	
<b>Industrial</b>	Repsol YPF S.A.	Ampliación de planta La Pampilla
	Corporación JR Lindley	Ampliación y nuevas plantas: Trujillo, Pucusana, Cusco, Iquitos
	Mitsubishi; Hochschild Mining S.A.	Proyecto de fosfatos
	Grupo Hochschild	Nueva planta cementera en Piura
	Técnicas Reunidas S.A.	Modernización refinería de Talara
	Grupo de Pilkington Limited	Planta para la fabricación de vidrio flotado (Float)
Grupo Gloria	Plan de inversiones 2011-2016	
<b>Otros Sectores</b>	Grupo Telefónica	Infraestructura e implementación del servicio 4G
	Grupo Telefónica	Banda ancha satelital (4G)
	Grupo Gloria	Azucareras (Casagrande, Cartavio y San Jacinto)-Proyecto Olmos
	Camposol	Inversiones en cultivos: Arándano
	Grupo Falabella	Expansión y nuevos centros comerciales
	Banmédica, British American Hospital, Grupo Brescia, Mafre, Enfoca	Construcción y ampliación de centros de salud
Grupo Interbank	Expansión y nuevos centros comerciales	

Fuentes: Medios de prensa e información de empresas.

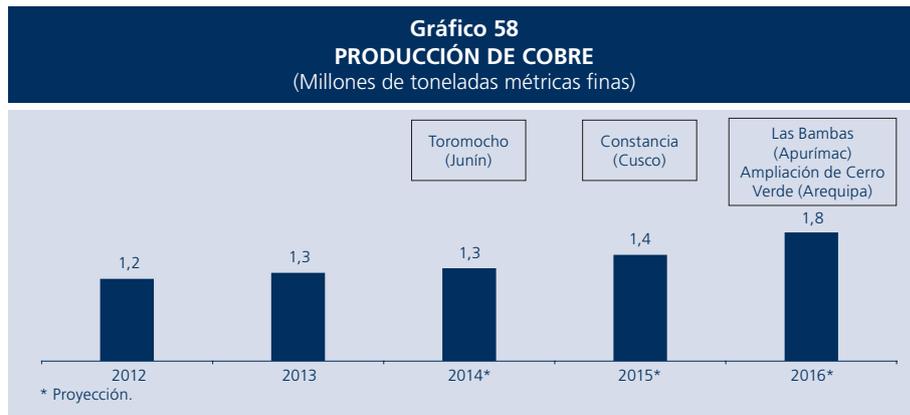
35. La **inversión pública** registró una variación anual negativa de 0,6 por ciento en el periodo enero-setiembre de 2014 (19,6 por ciento en el mismo periodo de 2013). Este resultado se explica por menor ejecución en el gasto de inversión de los gobiernos subnacionales. Dada esta evolución se revisa a la baja el crecimiento de la inversión pública para 2014, que pasaría de crecer 6,7 por ciento a 0,0 por ciento. Para los años 2015 y 2016, se estima que la inversión pública crecerá 8,8 y 11,6 por ciento respectivamente, considerando que los niveles de inversión del gobierno nacional y de los gobiernos regionales aumentarían.



36. Las **exportaciones reales** de bienes y servicios registrarían en los primeros nueve meses de 2014 una caída de 3,4 por ciento, por la reducción de envíos de productos tradicionales principalmente oro, cobre, petróleo crudo y derivados y café. Por su parte, las exportaciones de productos no tradicionales como agropecuarios y pesqueros habrían crecido a tasas positivas, compensando parcialmente la reducción del volumen de exportación de productos tradicionales.

Para el año 2014 se proyecta una disminución de 3,3 por ciento, que considera menores exportaciones de productos tradicionales, en línea con la evolución prevista en la producción minera y con el menor crecimiento esperado de la economía mundial. Para el año 2015 se proyecta una recuperación en el crecimiento de las exportaciones, mayor a lo previsto en el Reporte anterior, considerando la recuperación de la demanda mundial por productos tradicionales, la entrada en operación del proyecto minero Constanza y la ampliación de Toromocho. Para el último año del horizonte de proyección se estima una tasa de crecimiento de 9,4 por ciento, que se sustentaría por la entrada en operación del proyecto minero Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde.





37. Las **importaciones** de bienes y servicios habrían disminuido 2,5 por ciento en los primeros tres trimestres de 2014, principalmente por un menor dinamismo de las importaciones de bienes de capital y de insumos industriales. Para el año 2014 se espera una caída de las importaciones de 1,9 por ciento, las cuales se recuperarían en 2015 alcanzando un crecimiento de 4,2 por ciento, consistente con la proyección de crecimiento del PBI. Para el 2016 se estima un crecimiento de 5,9 por ciento en línea con la evolución de la demanda interna.

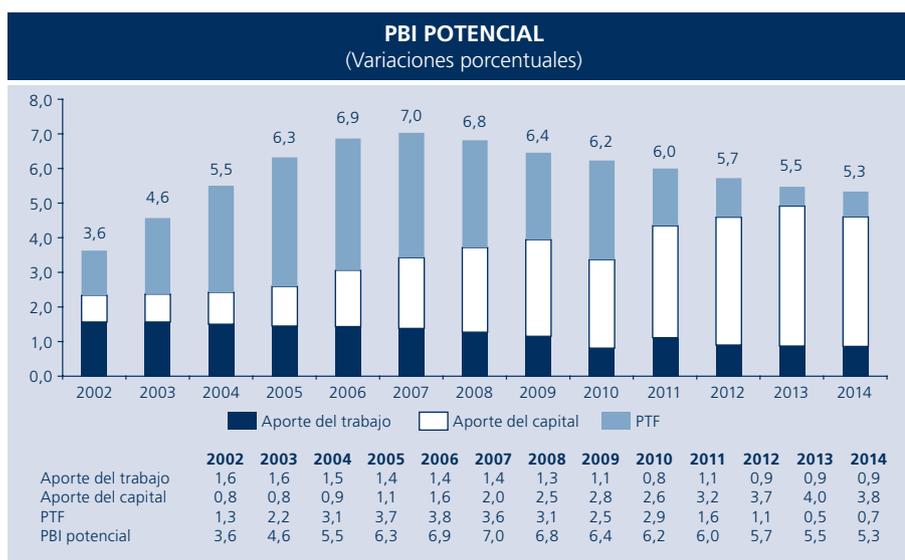


**Recuadro 1**  
**INDICADORES INTERNACIONALES DE COMPETITIVIDAD**

El crecimiento económico sostenido es la principal fuente de mejora en el bienestar de una nación, al permitir una elevación en la calidad de vida de la población y la subsecuente reducción de los niveles de pobreza. Esta capacidad de crecimiento sostenido es medida en términos cuantitativos por la evolución del PBI potencial, el cual puede ser descompuesto en las contribuciones de los factores de producción como trabajo y capital y de la medición de la eficiencia en el uso de estos, conocido como la productividad total de factores (PTF).

Durante la década pasada el Perú registró un continuo y significativo incremento en la tasa de crecimiento del PBI potencial, alcanzando hasta poco antes de la crisis financiera internacional, valores cercanos al 7 por ciento anual. Este mayor crecimiento se explicó fundamentalmente en la mejora de la PTF, cuya contribución anual durante el último quinquenio de la década pasada se situó en alrededor de 3 puntos porcentuales. Asimismo, la acumulación de capital es la otra fuente primordial para el crecimiento tendencial.

La desaceleración del ritmo del crecimiento potencial se explica tanto por factores externos, como son los vinculados a los menores precios de exportación que desalientan a la inversión, cuanto por factores internos que han limitado el avance de la productividad y la competitividad.



El Índice de Competitividad Global (ICG) del Foro Económico Mundial (FEM) está conformado por 12 pilares de la competitividad, que a su vez contienen 114 indicadores primarios. Desde 2004 hasta 2012, el Perú registró un ascenso en el ranking del ICG, mejorando su ubicación relativa del percentil 64 al 42 y situándose así en el puesto 61. En el 2013, el Perú se mantuvo en el puesto 61 y en el último año retrocedió 4 posiciones al puesto 65. En el primer periodo, las mejoras de la posición relativa del Perú en el ranking del ICG estuvieron acompañadas de un crecimiento del valor absoluto de su índice.





Un primer análisis de la posición del Perú en el *ranking* de 2014 entre 144 países nos indica un menor desempeño en un tercio de los pilares: instituciones (puesto 118), innovación (puesto 117), salud y educación (puesto 94), infraestructura (puesto 88) y preparación tecnológica (puesto 92). El siguiente cuadro sugiere que los principales pilares que han contribuido con la caída en 4 posiciones en el *ranking* del ICG en el último año son: institucionalidad (caída de 9 posiciones), preparación tecnológica (caída de 6 posiciones) y eficiencia en el mercado laboral (caída de 3 posiciones).

### UBICACIÓN DE PERÚ POR PILARES SEGÚN EL ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL

Pilares	2014	2013	Diferencia*
1. Instituciones	118	109	-9
2. Infraestructura	88	91	+3
3. Estabilidad macroeconómica	21	20	-1
4. Salud y educación primaria	94	95	+1
5. Educación superior y capacitación	83	86	+3
6. Eficiencia del mercado de bienes	53	52	-1
7. Eficiencia del mercado laboral	51	48	-3
8. Sofisticación del mercado financiero	40	40	-
9. Preparación tecnológica	92	86	-6
10. Tamaño del mercado	43	43	-
11. Sofisticación empresarial	72	74	+2
12. Innovación	117	122	+5
<b>Perú</b>	<b>65</b>	<b>61</b>	<b>-4</b>

\* El número positivo indica una mejora en la ubicación relativa del pilar del país.  
Fuente: FEM.

## III. Balanza de pagos

### Balanza comercial

38. Entre enero y setiembre del presente año, la balanza comercial tendría un déficit de US\$ 2 919 millones, mayor al de igual periodo del año pasado por una disminución de 11,2 por ciento de las exportaciones, parcialmente compensado por una reducción de las importaciones en 3,3 por ciento. La disminución de las ventas al exterior está asociada principalmente a una mayor contracción de los términos de intercambio respecto a lo observado en el mismo período del año previo, al cual también se sumó el efecto de una disminución en el volumen, principalmente de productos tradicionales.
39. Para 2014 se revisa la proyección de la balanza comercial a un déficit de US\$ 3,0 mil millones por efecto de menores exportaciones (en 4,8 por ciento respecto a la proyección de julio), compensado parcialmente por menores importaciones (en 3,6 por ciento respecto a la proyección de julio) en un contexto de una mayor caída de los términos de intercambio que la esperada. El principal factor que explica la revisión a la baja del resultado de la balanza comercial es la reducción del volumen de exportación de productos tradicionales que disminuirían 8,6 por ciento frente a la proyección de 3,8 por ciento del Reporte previo tomando en consideración la ejecución observada hasta agosto. Los menores embarques de cobre se originan en las menores leyes en minas importantes y la menor producción esperada del proyecto Toromocho para este año.

Cuadro 17 BALANZA COMERCIAL (Millones de US\$)									
	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>31 425</b>	<b>42 177</b>	<b>27 914</b>	<b>39 836</b>	<b>37 914</b>	<b>41 846</b>	<b>40 182</b>	<b>46 751</b>	<b>44 286</b>
De las cuales:									
Productos tradicionales	23 351	30 954	19 393	28 105	26 149	29 259	27 742	32 849	30 676
Productos no tradicionales	7 875	10 985	8 377	11 495	11 561	12 333	12 219	13 625	13 372
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>31 886</b>	<b>42 217</b>	<b>30 834</b>	<b>42 447</b>	<b>40 924</b>	<b>44 044</b>	<b>41 804</b>	<b>46 952</b>	<b>44 588</b>
De las cuales:									
Bienes de consumo	6 492	8 837	6 497	9 113	8 780	9 569	9 048	10 278	9 635
Insumos	14 821	19 512	14 387	18 888	18 670	19 071	18 186	20 097	19 263
Bienes de capital	10 415	13 654	9 812	13 681	13 037	14 268	13 435	15 428	14 541
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-461</b>	<b>-40</b>	<b>-2 919</b>	<b>-2 611</b>	<b>-3 009</b>	<b>-2 198</b>	<b>-1 622</b>	<b>-202</b>	<b>-302</b>

\* Proyección.  
RI: Reporte de inflación.





**Cuadro 18**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Variaciones porcentuales)

	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>1. Valor:</b>									
Exportaciones	-8,9	-9,0	-11,2	-5,6	-10,1	5,0	6,0	11,7	10,2
Productos tradicionales	-10,5	-11,1	-17,0	-9,2	-15,5	4,1	6,1	12,3	10,6
Productos no tradicionales	-3,4	-1,9	6,4	4,6	5,2	7,3	5,7	10,5	9,4
Importaciones	4,2	2,6	-3,3	0,5	-3,1	3,8	2,2	6,6	6,7
<b>2. Volumen:</b>									
Exportaciones	-5,3	-3,8	-4,7	-1,0	-4,6	5,2	6,7	11,5	9,9
Productos tradicionales	-6,0	-4,4	-8,7	-3,8	-8,6	4,6	7,5	13,1	11,1
Productos no tradicionales	-2,8	-1,5	6,8	3,7	5,7	6,2	5,4	7,2	7,0
Importaciones	4,8	3,5	-2,9	0,4	-2,4	4,4	4,0	5,9	5,9
<b>3. Precio:</b>									
Exportaciones	-3,8	-5,5	-6,8	-4,6	-5,7	-0,2	-0,6	0,2	0,2
Productos tradicionales	-4,8	-7,0	-9,0	-5,6	-7,6	-0,5	-1,3	-0,7	-0,5
Productos no tradicionales	-0,6	-0,4	-0,4	0,9	-0,4	1,1	0,3	3,0	2,3
Importaciones	-0,5	-0,8	-0,4	0,1	-0,7	-0,6	-1,8	0,6	0,7

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

40. Para **2014** y **2015** las exportaciones alcanzarían US\$ 37,9 mil y US\$ 40,2 mil millones, respectivamente. Ambos montos son inferiores a lo previsto en el Reporte de julio (US\$ 39,8 y US\$ 41,8 mil millones, respectivamente). La revisión para 2014 se explica, principalmente, por las menores exportaciones mineras y pesqueras, mientras que para el año 2015 la revisión toma en cuenta que persistiría el efecto de los menores embarques mineros pero se esperaría una gradual recuperación de las ventas de productos pesqueros gracias a una mayor extracción de anchoveta considerando que los posibles efectos de un Fenómeno de El Niño serían más débiles a los contemplados en el Reporte previo. En particular, la proyección de 2014 y 2015 considera una menor producción de cobre por menores leyes en minas importantes, así como un ritmo más lento en la producción y exportación de cobre del proyecto Toromocho (Junín).

Para **2016** se espera una recuperación de las exportaciones mineras, asociada a la entrada en operación de proyectos como Las Bambas, la mayor producción cuprífera estimada de Cerro Verde producto de la ampliación de su unidad minera en Arequipa y una recuperación de la producción y exportación cuprífera de Toromocho; así como a mayores embarques de productos pesqueros, asumiendo este año como uno de normalización de las condiciones climáticas.

Se ha revisado al alza la tasa de crecimiento de las exportaciones no tradicionales para **2014** destacando principalmente los mayores volúmenes previstos de exportaciones de productos agropecuarios en línea con la dinámica observada en este sector hasta agosto y la recuperación prevista de Estados Unidos, importante destino de dichos productos; y en menor medida productos sidero-metalúrgicos y químicos. Para **2015**

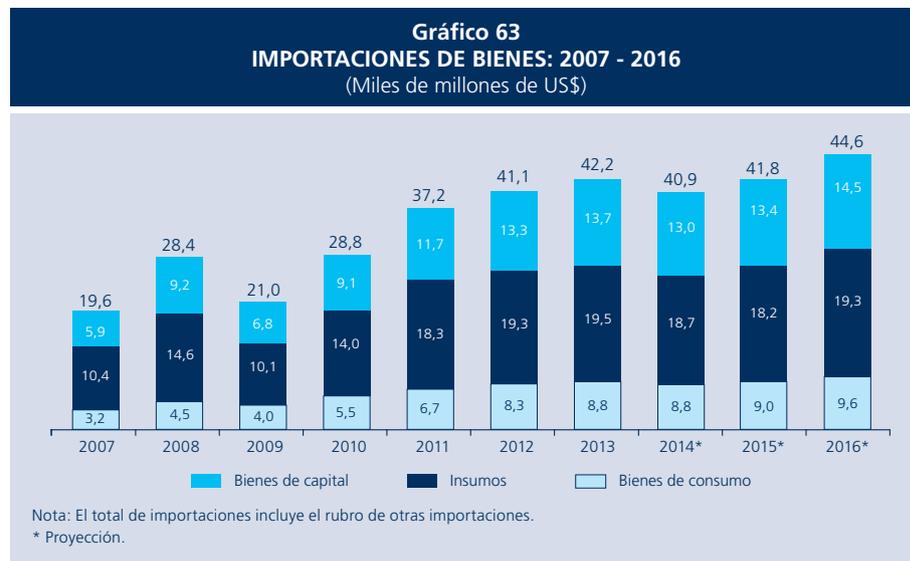
y **2016** se espera una trayectoria creciente tanto de los volúmenes, asociada a la recuperación prevista de nuestros socios comerciales, como de los precios.





41. Para **2014** se prevé US\$ 40,9 mil millones de importaciones, menor a lo previsto en julio y que reflejaría una disminución respecto a 2013. El menor valor de las importaciones contemplado para este año respecto al Reporte previo refleja tanto caídas en los volúmenes como en los precios. Este Reporte contempla una reducción del volumen de importaciones a diferencia del leve crecimiento proyectado en el Reporte de Inflación de julio, por la disminución del volumen previsto de importaciones de insumos y bienes de capital, asociado a las tasas de crecimientos negativas que se esperan en la actividad manufacturera y la inversión privada, así como de un menor crecimiento de los bienes de consumo, en línea con la revisión del consumo privado.

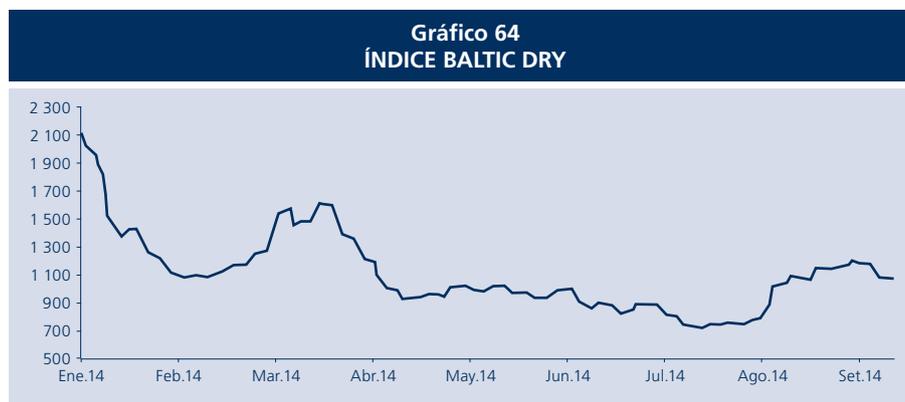
Para **2015** se prevé importaciones por US\$ 41,8 mil millones, consistente con un crecimiento del volumen de 4,0 por ciento, menor al previsto en el Reporte de julio, en línea con la menor proyección de la demanda interna, en tanto que para **2016** se observaría un crecimiento de las importaciones de 6,7 por ciento, lo que contempla tasas de crecimiento del volumen consistentes con la evolución y recuperación de la actividad económica.



### Términos de intercambio

42. Al tercer trimestre del presente año, el índice de términos de intercambio registró un promedio de 99,6, menor en 6,4 por ciento con respecto a similar periodo del año 2013 y mayor en 2,6 por ciento al promedio del período 2004–2013. El índice de precios de exportación cayó en 6,8 por ciento y el de importaciones en 0,4 por ciento en el mismo periodo. El producto de exportación con mayor reducción de precio fue el oro, debido a la menor demanda física como activo de refugio y a la apreciación del dólar.

En línea con estos desarrollos, el *Baltic Dry Index* (BDI), que hace seguimiento a los fletes de carga seca de *commodities* de los barcos, se redujo 52,9 por ciento en lo que va del año.



43. Para el año 2014, se ha revisado la proyección de la variación de términos de intercambio de -4,7 por ciento a -5,1 por ciento. En contraste, para 2015, se proyecta un aumento de 1,2 por ciento al esperarse una mayor caída en los precios de los productos de importación. La proyección del precio promedio del cobre para 2014 ha sido revisado ligeramente a la baja, de US\$ 3,15 a US\$ 3,14 por libra, debido principalmente a las condiciones económicas de China, y en menor medida al estancamiento de la Eurozona; y el precio del oro de US\$ 1 288 por onza a US\$ 1 278, por las perspectivas de apreciación del dólar, en línea con las expectativas de alza de tasas de la Fed. Los precios del zinc y del plomo se han revisado ligeramente al alza en el contexto de un mercado más ajustado de estos metales.

Los precios internacionales de importación caerían en promedio 0,7 por ciento principalmente por menores precios de productos agrícolas y del petróleo al esperarse una mayor producción. También influiría la menor inflación externa, en parte asociada a la apreciación del dólar en los mercados financieros internacionales.

Se prevé que el precio del petróleo se reduzca durante el período de proyección alcanzando una cotización promedio de US\$/bl. 98 en 2014, de US\$/bl. 90 en 2015 y de US\$/lb. 87 en 2016, en un contexto de crecimiento de la oferta de crudo y *shale* gas, especialmente en Estados Unidos. La cotización parte de niveles por debajo de los estimados en el Reporte previo debido a la mayor producción de Estados Unidos y la recuperación de la producción de Libia e Iraq.

Por otro lado, se ha revisado a la baja las cotizaciones del maíz, el trigo y el aceite de soya. Esto porque se estima un incremento de sus inventarios finales globales producto de la mayor producción prevista para la campaña 2014/2015, que en algunos casos se estima récord por mayores rendimientos. Asimismo, el menor precio





del petróleo llevaría a una menor demanda por estos cultivos para la producción de biocombustibles.

Cuadro 19 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2013 - 2016 (Datos promedios anuales)									
	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>Términos de intercambio</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>-6,4</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>
<b>Precios de Exportaciones</b>	<b>-3,8</b>	<b>-5,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
Cobre (ctv US\$ por libra)	335	332	315	315	314	315	310	315	308
Zinc (ctv US\$ por libra)	87	87	97	95	96	95	95	95	96
Plomo (ctv US\$ por libra)	98	97	97	97	98	99	99	99	99
Oro (US\$ por onza)	1 457	1 411	1 289	1 288	1 278	1 280	1 255	1 280	1 255
<b>Precios de Importaciones</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
Petróleo (US\$ por barril)	98	98	100	101	98	93	90	88	87
Trigo (US\$ por TM)	267	266	251	263	241	265	213	266	220
Maíz (US\$ por TM)	259	235	163	175	154	181	141	181	149
Aceite de Soya (US\$ por TM)	1 036	992	838	877	809	902	741	900	744

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.  
Fuente: Bloomberg.



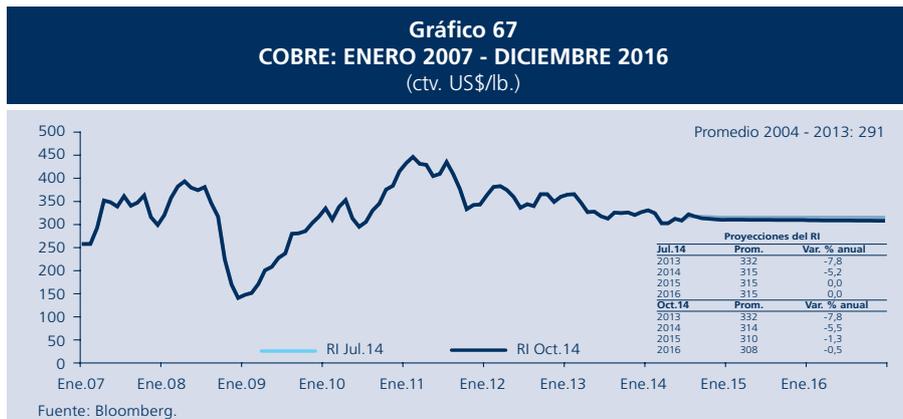
## Cobre

44. La cotización del **cobre** se incrementó 1,0 por ciento en los últimos tres meses, registrando en los últimos dos meses una reducción de 3,3 por ciento. Con ello, la cotización del cobre acumuló una caída de 4,6 por ciento en los primeros nueve meses del año, cerrando el mes de setiembre con un nivel promedio mensual de US\$/lb. 3,12.

Por el lado de la demanda, la reciente reducción de la cotización del cobre se sustentó en la revisión a la baja de las perspectivas económicas de China y la Eurozona. El principal temor se centra en la debilidad del mercado inmobiliario chino, sector que representa aproximadamente la tercera parte de la demanda de cobre de dicho país. Asimismo, el crecimiento económico de la Eurozona se estancó en el segundo trimestre del año, e indicadores adelantados muestran perspectivas desfavorables. También afectó a la demanda por cobre la reducción del financiamiento a las operaciones de importación de China, luego de la investigación del gobierno a las operaciones que utilizaban el cobre como colateral.

La caída del precio del cobre también se explicó por el rápido crecimiento de la producción de cobre refinado en China, tras la reapertura de refinerías que habían cerrado por mantenimiento o averías en el primer semestre del año. A ello se sumó el crecimiento de la producción de cobre concentrado, tras el reinicio de las exportaciones de la mina Grasberg de Indonesia, tras solucionar sus problemas con el gobierno.

Para el horizonte de proyección se espera que la demanda proveniente de China se desacelere en lo que resta del año y crezca ligeramente el próximo año, en línea con las perspectivas de cierta moderación en sus tasas de crecimiento económico hacia niveles más sostenibles. En paralelo, la producción de concentrados de cobre crecería más rápido que la demanda en los siguientes años, generando un mercado superavitario. En línea con estos desarrollos, se estima que, en el horizonte de proyección, los precios se reduzcan respecto al nivel considerado en el Reporte de Inflación pasado. Sin embargo, inesperados recortes en la oferta y la recuperación económica de Estados Unidos podrían darle cierto soporte al precio en el corto y mediano plazo, respectivamente.





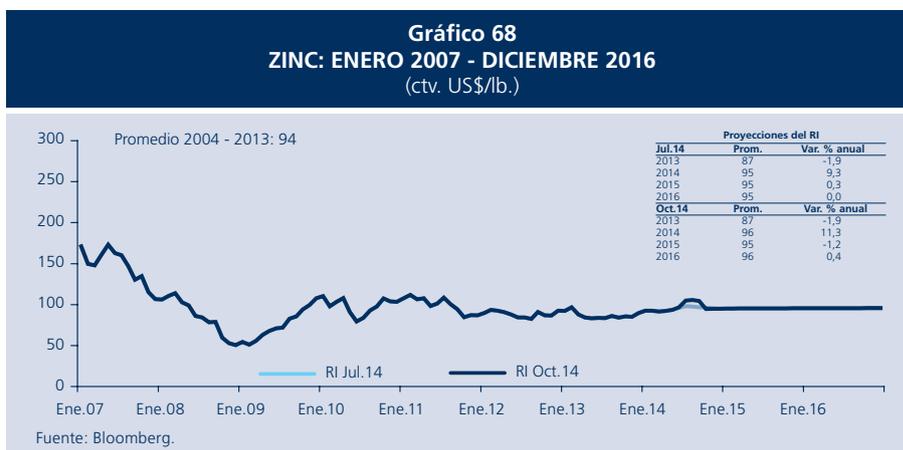
## Zinc

45. Durante los tres últimos meses, la cotización del **zinc** se incrementó 8,3 por ciento, cerrando setiembre con un precio mensual promedio de US\$/lb. 1,04. Con ello, la cotización del zinc acumuló un incremento de 16,6 por ciento en los primeros nueve meses del año.

El crecimiento de los precios del zinc se sustentó en las condiciones más restrictivas del mercado mundial. El Grupo de Estudio Internacional del Zinc y del Plomo (ILZSG por sus siglas en inglés) reportó un déficit de oferta mayor al esperado y una reducción de los inventarios globales durante los primeros siete meses de 2014<sup>1</sup>. Una de las razones para que el mercado se haya ajustado fueron los temores de menor oferta futura ante expectativas de desaceleración del crecimiento de la producción minera por reducción de la ley y por una nueva producción insuficiente.

Otra razón que contribuyó con la escasez relativa del zinc fue la creciente demanda en Estados Unidos y en China. En el primer caso, el ILZSG estima que el consumo de zinc refinado de Estados Unidos aumentó 8,7 por ciento en los primeros siete meses del año, reflejando un mercado ajustado. En el caso de China, las perspectivas de demanda están al alza debido a que es uno de los metales menos expuestos a la contracción del sector inmobiliario; en un contexto en que la producción de zinc refinado y concentrado en China continúa relativamente estable.

Para el período de proyección, los fundamentos del mercado del zinc muestran un mercado más ajustado por el incremento en la demanda y los temores de menor producción futura; aunque contrarrestado por la desaceleración que registra China y los elevados niveles de inventarios globales. Se prevé que, en el horizonte de proyección, la cotización internacional de zinc se sitúe ligeramente por encima de los niveles estimados en el Reporte de Inflación de julio.



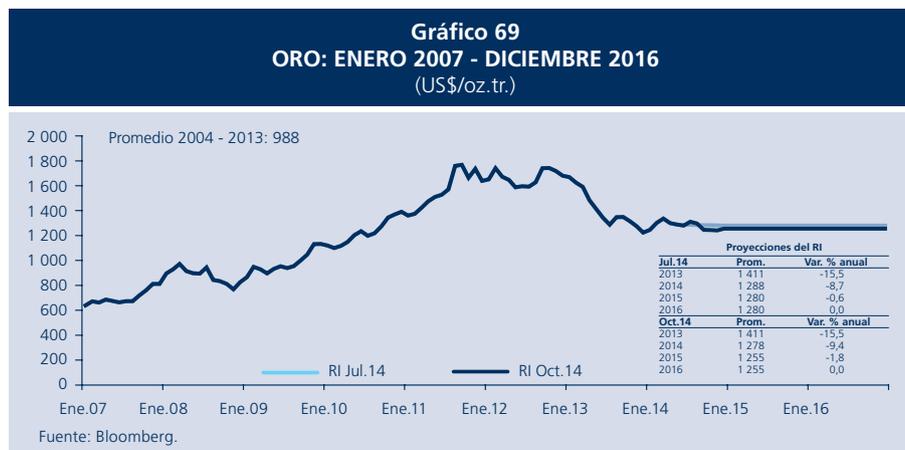
1 El ILZSG reportó un déficit global de oferta de zinc de 248 mil toneladas y una caída de los inventarios totales de 291 mil toneladas en los primeros siete meses del año.

## Oro

46. Durante los últimos tres meses, la cotización del **oro** se redujo 3,2 por ciento, revirtiendo parcialmente su tendencia ascendente registrada en los primeros meses del año. Con ello, la cotización del oro acumula un incremento de 1,3 por ciento en los primeros nueve meses de 2014, cerrando en una cotización promedio mensual de US\$/oz. 1 238,8 en setiembre.

La caída del precio del oro de los últimos meses se sostuvo en la menor demanda del metal como activo de refugio tras las mejores perspectivas de crecimiento de Estados Unidos; así como en la apreciación del dólar asociada a las perspectivas de alza en la tasa de interés de la Fed. La menor demanda de inversión en oro se reflejó en la reducción de las posiciones no comerciales en Comex y en la caída de los saldos de oro de las ETF. También contribuyeron los menores riesgos geopolíticos tras la firma del acuerdo de cese al fuego entre el gobierno de Ucrania y la guerrilla pro-rusa. Asimismo, en el contexto de desaceleración de China e India, la demanda física también se vio significativamente afectada.

En este contexto, en el horizonte de proyección, la cotización del oro continuaría descendiendo principalmente por el inicio esperado del ciclo de alzas en la tasa de interés de la Fed y la mejora de la actividad económica de Estados Unidos. Ambos factores contribuirán a una cotización del dólar más fortalecida, desalentando la demanda de oro como activo de inversión. En estas circunstancias, se revisa a la baja el precio del oro para 2015.



## Energía

47. Durante los últimos tres meses, el precio promedio mensual del **petróleo WTI** se redujo 11,3 por ciento, alcanzando una cotización promedio de US\$/bl. 93,4 en setiembre. Con ello, la cotización del petróleo acumuló una caída de 4,5 por ciento en los primeros nueve meses del año.



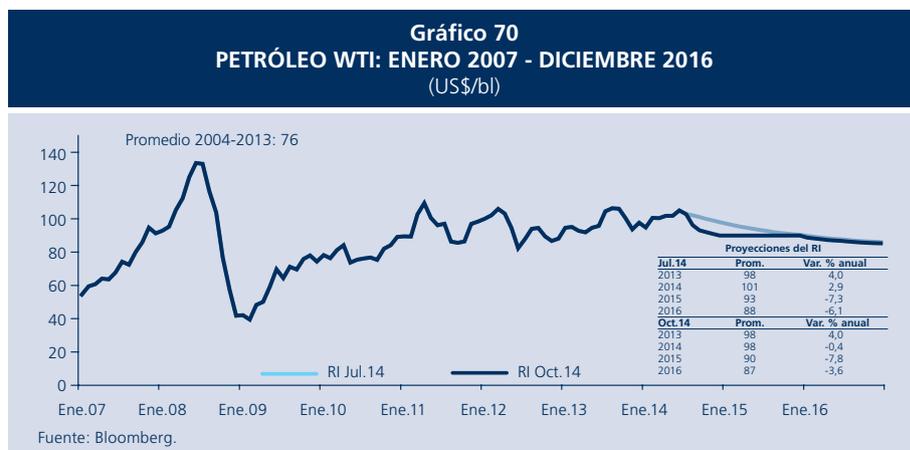


Los precios del petróleo se han reducido desde fines de junio debido a una mejora en la producción mundial de crudo, en particular de Estados Unidos y de la recuperación de la producción de Libia e Iraq. La producción de crudo de Estados Unidos ha sido mayor a la esperada, lo que ha ocasionado una reducción en su demanda de importaciones de crudo. Asimismo, se estima que la nueva infraestructura de oleoductos que conducirán la producción hacia los almacenes Cushing en Oklahoma favorecerá la recuperación de los inventarios, presionando los precios del WTI a la baja.

De otro lado, se revisó a la baja la demanda de Estados Unidos y China, los principales importadores mundiales de petróleo. En el primer caso debido al auge en la producción de crudo no convencional (*shale gas*), mientras que en el segundo por la desaceleración de la economía china.

Este escenario prevé que el petróleo WTI se cotice en niveles menores a los estimados en el Reporte de Inflación previo. Sin embargo, se mantienen elevados los factores de riesgo, tanto al alza, como a la baja. La probabilidad de incrementos de los precios se mantiene elevada debido a las recurrentes tensiones políticas presentes en el Medio Oriente y Ucrania. Los principales riesgos al alza son la amenaza potencial de recortes en la producción en los países que están incrementando su oferta, en un contexto de limitada flexibilidad de la OPEP para contrarrestar la caída de dicha oferta, y la probabilidad de que la caída en los precios lleve a que la OPEP recorte su cuota de producción.

Por el contrario, la probabilidad de caída de los precios se asocia a una producción de crudo mayor al estimado en Estados Unidos y a la pronta solución de los conflictos en Medio Oriente. Cabe destacar también que el precio “*break even*” fiscal –precio requerido para financiar sus cuentas fiscales– supera en muchos casos los US\$ 95 dólares, lo cual podría limitar la caída en la cotización.

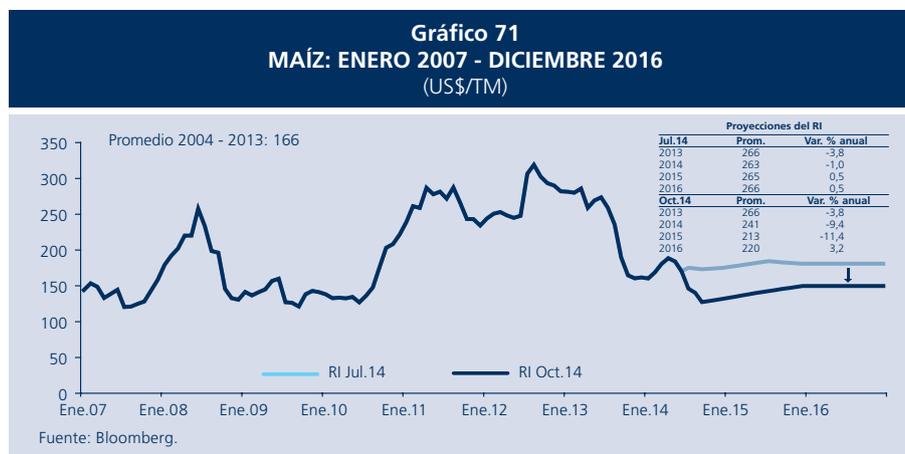


## Maíz

48. En setiembre, la cotización internacional promedio del **maíz** fue de US\$/TM 127, menor en 25,3 por ciento al cierre promedio de junio de 2014. Esta variación refleja, principalmente, la caída de los precios en los meses de julio (14,1 por ciento respecto a mayo) y setiembre (9,27 por ciento respecto a agosto). La tendencia a la baja de los precios estuvo impulsada por revisiones al alza de la cosecha mundial por parte de USDA debido a las buenas condiciones climáticas en la región productora de EUA en la etapa de polinización. Esto se tradujo en calificaciones entre buenas y excelentes de la mayoría de cultivos en EUA y expectativas de producción récord. Recientemente, la apreciación del dólar respecto al euro y el inicio de la recolección en EUA acentuaron esta presión a la baja y llevaron al maíz a cotizar el menor nivel desde julio de 2010.

En línea con estos desarrollos, entre junio y setiembre, el Departamento de Agricultura de EUA (USDA) revisó al alza los inventarios finales globales de la campaña 2014/2015 de maíz pasando de 182,7 millones de TM en junio a 189,1 millones de TM en setiembre. Esto, producto de las sucesivas revisiones al alza de la cosecha global (de 981,12 millones de TM en junio a 987,52 millones de TM en setiembre).

Considerando lo anterior, se estima que el precio del maíz se cotice a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo.



## Trigo

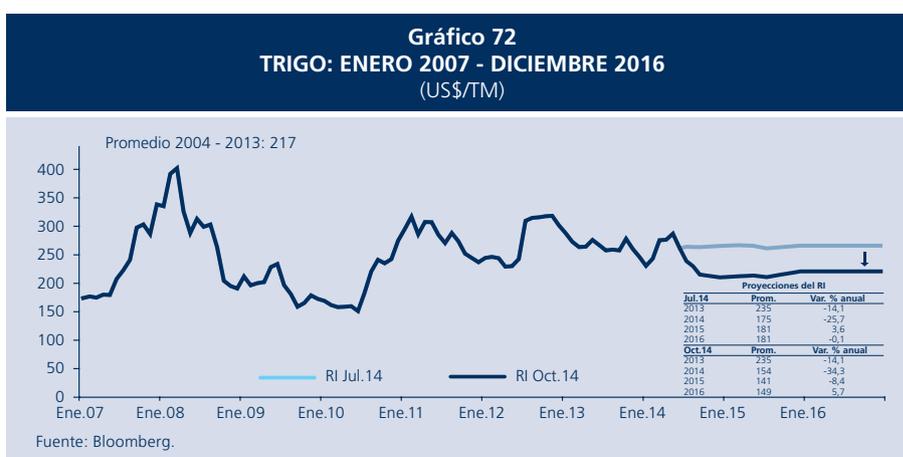
49. Al mes de setiembre, el precio internacional del **trigo** presentó una disminución de 18,1 por ciento respecto a junio y cerró con un nivel promedio de US\$/TM 214. Al igual que en el caso del maíz, este menor precio refleja, principalmente, la caída de la cotización en julio (8,8 por ciento respecto a mayo) y setiembre (6,4 por ciento respecto a agosto). Entre los factores de la disminución de la cotización del trigo se





encuentran la revisión al alza de la producción mundial por parte de USDA (mejores rendimientos en EUA, Rusia y la Unión Europea) y los menores temores sobre los envíos del Mar Negro debido a tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania. Al igual que el maíz, la apreciación del dólar agregó presiones al precio del trigo en los últimos días.

El USDA revisó al alza los inventarios finales para la campaña 2014/2015 debido principalmente a la mayor producción estimada. La cosecha global estimada pasó de 701,62 millones de TM en junio a 719,95 millones de TM en setiembre. Debido a estos factores, se estima que el precio del trigo se cotice a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo.

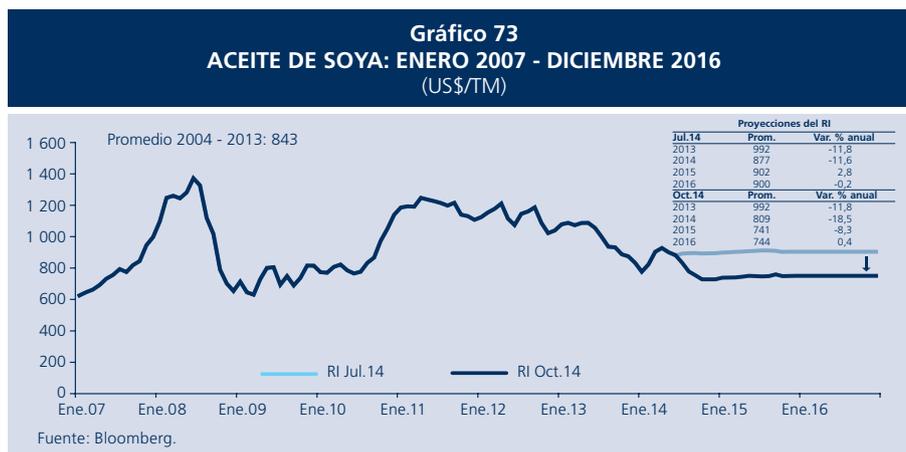


## Aceite de Soya

50. La cotización promedio de setiembre del **aceite de soya** fue US\$/TM 747, nivel inferior en 14,9 por ciento al promedio del mes de junio. Esta evolución estuvo marcada por los retrocesos en los meses de julio (5,6 por ciento respecto a junio) y agosto (6,9 por ciento respecto a julio), principalmente.

El precio del aceite de soya estuvo afectado por la revisión al alza de la cosecha global de soya por parte de USDA que pasó de 299,99 millones de TM en junio a 311,13 millones de TM en setiembre para la campaña 2014/2015. En EUA se espera una cosecha récord de soya debido a la mayor área sembrada y las buenas condiciones climáticas. Otros factores detrás de esta caída son la apreciación del dólar respecto al euro, el menor precio del petróleo (que llevaría a una menor demanda para biocombustibles) y el inicio de la cosecha en la zona productora de EUA. Cabe mencionar que esta evolución estuvo limitada por expectativas de mayor demanda de China por soya estadounidense.

Considerando lo anterior, en el horizonte de proyección se espera que los precios se estabilicen por debajo de la estimación del Reporte de Inflación anterior.



### Balanza en cuenta corriente y su financiamiento

51. Se revisa a la baja la proyección del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos a 4,7 por ciento para el presente año. El deterioro proyectado de la balanza comercial para el año se compensaría con el menor déficit por servicios y renta de factores esperado.

<b>Cuadro 20</b> <b>BALANZA DE PAGOS</b> (Millones de US\$)									
	2013		2014*		2015*		2016*		
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-8 031</b>	<b>-9 126</b>	<b>-8 201</b>	<b>-10 116</b>	<b>-9 840</b>	<b>-10 793</b>	<b>-9 712</b>	<b>-8 547</b>	<b>-8 462</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	-5,4	-4,5	-5,4	-4,8	-4,7	-4,8	-4,3	-3,5	-3,5
1. Balanza comercial	-461	-40	-2 919	-2 611	-3 009	-2 198	-1 622	-202	-302
a. Exportaciones	31 425	42 177	27 914	39 836	37 914	41 846	40 182	46 751	44 286
b. Importaciones	-31 886	-42 217	-30 834	-42 447	-40 924	-44 044	-41 804	-46 952	-44 588
2. Servicios	-1 354	-1 801	-1 131	-1 802	-1 499	-1 824	-1 493	-1 913	-1 593
3. Renta de factores	-8 617	-10 631	-7 690	-10 183	-9 813	-10 398	-10 224	-10 218	-10 352
4. Transferencias corrientes	2 401	3 346	3 539	4 481	4 481	3 627	3 627	3 786	3 786
Del cual: Remesas del exterior	1 999	2 707	2 047	2 933	2 823	3 014	2 900	3 142	3 024
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>11 725</b>	<b>12 033</b>	<b>6 738</b>	<b>10 975</b>	<b>8 587</b>	<b>11 793</b>	<b>10 712</b>	<b>10 547</b>	<b>10 462</b>
Del cual:									
1. Sector privado	12 422	13 378	6 063	9 625	7 925	10 493	9 313	9 515	9 387
a. Largo plazo	14 508	14 881	5 757	10 649	8 312	10 344	9 610	9 380	9 373
b. Corto plazo <sup>1/</sup>	-2 086	-1 503	306	-1 023	-387	148	-297	135	14
2. Sector público <sup>2/</sup>	-697	-1 345	675	1 350	662	1 300	1 399	1 032	1 075
<b>III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)</b>	<b>3 694</b>	<b>2 907</b>	<b>-1 463</b>	<b>860</b>	<b>-1 254</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>
<b>Nota:</b>									
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado (% del PBI) <sup>3/</sup>	11,5	9,5	7,7	7,6	7,6	6,4	6,4	5,5	5,5
PBI (miles de millones de US\$)	148,6	202,3	150,8	209,2	207,8	225,9	224,3	244,8	242,9
1/ Incluye errores y omisiones netos.									
2/ Incluye financiamiento excepcional.									
3/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.									
* Proyección.									
RI: Reporte de Inflación.									





Para 2015 y 2016 se proyectan menores niveles de déficit, como consecuencia del impulso proveniente de las exportaciones. Ello estaría asociado a la recuperación de la demanda externa, el inicio de operación de proyectos mineros en 2015 y 2016 (Constancia y Las Bambas), la mayor producción de cobre de Cerro Verde producto de la ampliación de su unidad minera y la recuperación gradual de la producción de Toromocho.

52. Los menores precios de exportación han tenido un impacto negativo sobre la balanza comercial. Si se valora el volumen de exportaciones utilizando el índice de precios promedio del año 2011 (año desde el cual se vienen observando caídas consecutivas, acumulando una disminución de 12,9 por ciento), el valor de las exportaciones sería mayor en 2,7 y 2,8 puntos porcentuales del PBI en 2014 y 2015, respectivamente. Además, si se valora el volumen de importaciones utilizando el índice de precios promedio de 2011 (1,7 por ciento por encima del nivel de 2014), el valor de importaciones hubiera sido mayor en 0,3 y 0,7 puntos porcentuales del PBI en 2014 y 2015, respectivamente. Con ello, el deterioro de la balanza comercial atribuible a precios, equivale a 2,4 y 2,1 por ciento del PBI en 2014 y 2015, respectivamente.

<b>Cuadro 21</b>									
<b>BALANZA COMERCIAL</b>									
<b>(Miles de millones de US\$)</b>									
	<b>Proyección RI Oct. 2014 (A)</b>			<b>A precios de 2011 (B)</b>			<b>Diferencia (A) - (B)</b>		
	Exportaciones	Importaciones	Balanza Comercial	Exportaciones	Importaciones	Balanza Comercial	Exportaciones	Importaciones	Balanza Comercial
2014*	37,9	40,9	-3,0	43,5	41,6	1,9	-5,6	-0,7	-4,9
2015*	40,2	41,8	-1,6	46,4	43,3	3,1	-6,2	-1,5	-4,7

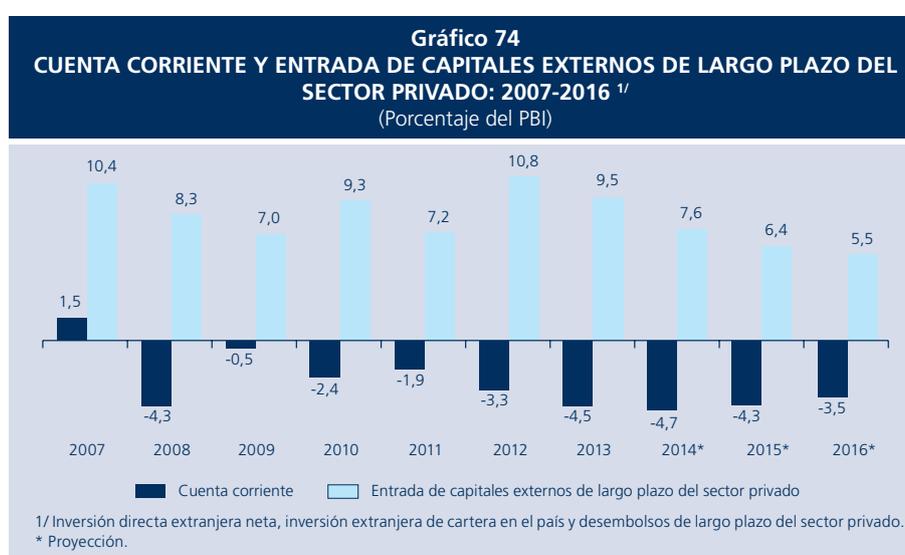
\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

53. En línea con la recuperación prevista de la inversión para los siguientes dos años, esta aumentaría su participación desde el 25,8 por ciento del PBI proyectado para 2014 a 26,1 por ciento en 2016. Este incremento es cubierto principalmente por el ahorro interno de los sectores público y privado nacionales, los que en conjunto se proyecta alcancen niveles de 22,6 por ciento del PBI en 2016. Dado los menores niveles de déficit en cuenta corriente en el horizonte de proyección, se espera que el ahorro interno aumente su participación como fuente de financiamiento de la inversión, cubriendo cerca del 90 por ciento de la misma.

<b>Cuadro 22</b>									
<b>BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN</b>									
<b>(Porcentaje del PBI)</b>									
	<b>2013</b>		<b>2014*</b>			<b>2015*</b>		<b>2016*</b>	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>1. INVERSIÓN BRUTA FIJA</b>	<b>26,0</b>	<b>26,6</b>	<b>25,1</b>	<b>26,8</b>	<b>25,8</b>	<b>26,9</b>	<b>25,7</b>	<b>27,3</b>	<b>26,1</b>
<b>2. AHORRO INTERNO NETO <sup>1/</sup></b>	<b>20,6</b>	<b>22,1</b>	<b>19,6</b>	<b>21,9</b>	<b>21,1</b>	<b>22,1</b>	<b>21,4</b>	<b>23,8</b>	<b>22,6</b>
a. Privado	12,3	15,4	12,4	15,7	15,2	16,3	15,9	17,8	16,9
b. Público	8,3	6,7	7,1	6,2	5,8	5,8	5,5	6,0	5,7
<b>3. AHORRO EXTERNO</b>	<b>5,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>

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

54. Se espera una tendencia decreciente en el financiamiento de largo plazo de fuentes privadas hacia 2016 asociado por un lado al término del ciclo observado de grandes inversiones mineras en parte como respuesta al fin del período de altas tasas de crecimiento de los precios de las materias primas y, por otro lado, a un escenario de mayores tasas de interés externas en línea con la expectativa del mercado respecto al ajuste que realizaría la Fed aproximadamente desde mediados de 2015. No obstante, dicho financiamiento continuará excediendo la brecha en la cuenta corriente en el período 2014-2016.



5. El flujo neto del financiamiento externo privado de largo plazo alcanzaría la suma de US\$ 8,3 mil millones en **2014**, contándose como inversiones en el exterior por parte de residentes un total de US\$ 3,6 mil millones, destacando las inversiones en títulos realizadas por las AFP, y como inversiones en el país por parte de no residentes US\$ 12 mil millones. La revisión a la baja de la entrada neta de capitales privados de largo plazo del presente Reporte toma en cuenta un menor financiamiento externo mediante préstamos por parte del sector financiero y no financiero y un menor flujo de inversión directa extranjera, efectos parcialmente compensados por un mayor flujo de inversión de cartera en un contexto en donde las condiciones financieras externas aún se presentan favorables pero menos atractivas que las observadas en 2013. Asimismo, se observaría una mayor adquisición de activos extranjeros por parte de inversionistas domésticos, en parte asociado al aumento del límite de inversión en el exterior para las AFP por parte del BCRP.

Para **2015** se proyectan flujos positivos de US\$ 9,6 mil millones y para **2016** US\$ 9,4 mil millones, equivalentes a 4,3 y 3,9 por ciento del PBI, respectivamente; estos montos son consistentes con los requerimientos de financiamiento reflejados en los niveles de déficit de cuenta corriente proyectados para dichos años.





**Cuadro 23**  
**CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO**  
(Millones de US\$)

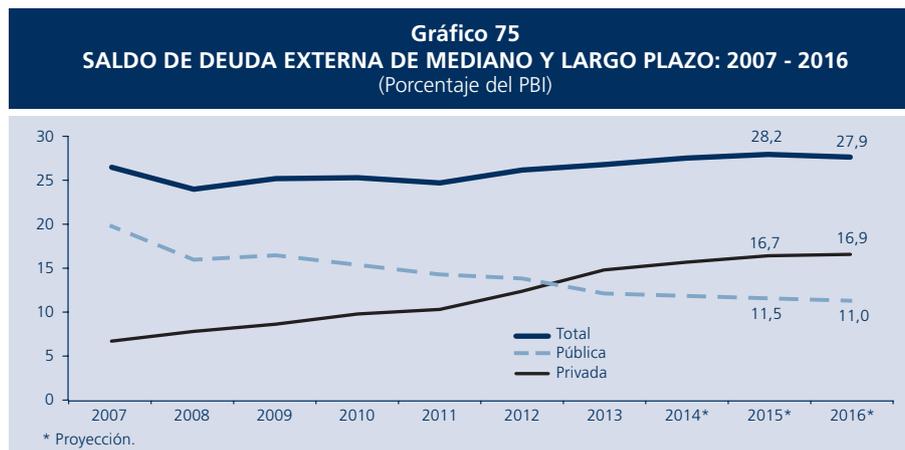
	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>A. LARGO PLAZO</b>	<b>14 508</b>	<b>14 881</b>	<b>5 757</b>	<b>10 649</b>	<b>8 312</b>	<b>10 344</b>	<b>9 610</b>	<b>9 380</b>	<b>9 373</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>9,8</i>	<i>7,4</i>	<i>3,8</i>	<i>5,1</i>	<i>4,0</i>	<i>4,6</i>	<i>4,3</i>	<i>3,8</i>	<i>3,9</i>
<b>1. ACTIVOS</b>	<b>-108</b>	<b>-1 291</b>	<b>-2 875</b>	<b>-2 815</b>	<b>-3 647</b>	<b>-2 874</b>	<b>-2 917</b>	<b>-2 529</b>	<b>-2 479</b>
<b>2. PASIVOS</b>	<b>14 617</b>	<b>16 173</b>	<b>8 632</b>	<b>13 464</b>	<b>11 959</b>	<b>13 218</b>	<b>12 527</b>	<b>11 909</b>	<b>11 853</b>
Inversión directa extranjera en el país	8 338	9 298	6 524	10 092	9 259	8 200	8 010	8 200	8 174
Sector no financiero	4 606	5 551	1 463	2 172	1 856	3 518	3 018	2 709	2 678
Préstamos de largo plazo	437	1 211	-207	217	-335	1 318	817	626	607
Inversión de cartera	4 169	4 340	1 671	1 955	2 191	2 200	2 200	2 083	2 072
Sector financiero	1 673	1 323	645	1 200	845	1 500	1 500	1 000	1 000
Préstamos de largo plazo	139	-212	-174	78	-164	700	700	500	500
Inversión de cartera	1 535	1 536	818	1 122	1 008	800	800	500	500
<b>B. CORTO PLAZO <sup>1/</sup></b>	<b>-2 086</b>	<b>-1 503</b>	<b>306</b>	<b>-1 023</b>	<b>-387</b>	<b>148</b>	<b>-297</b>	<b>135</b>	<b>14</b>
<b>C. SECTOR PRIVADO</b>	<b>12 422</b>	<b>13 378</b>	<b>6 063</b>	<b>9 625</b>	<b>7 925</b>	<b>10 493</b>	<b>9 313</b>	<b>9 515</b>	<b>9 387</b>

1/ Incluye errores y omisiones netos.  
\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

56. La **cuenta financiera del sector público** tendría un flujo positivo de US\$ 653 millones, menor a lo proyectado en el Reporte previo en gran medida explicado por una menor tenencia de bonos soberanos por parte de no residentes. El presente Reporte mantiene la proyección de importantes desembolsos destinados a financiar diversos proyectos de inversión como la modernización de la Refinería de Talara y el cofinanciamiento necesario para el desarrollo de la Línea 2 del Metro.

57. A finales de 2013, el endeudamiento externo del sector privado representó 15 por ciento del PBI, mientras que el del sector público fue equivalente a 11,9 por ciento del producto.

Del total de la deuda privada, el 44 por ciento está asociado a financiamiento obtenido por el sector financiero. Asimismo, alrededor de 40 por ciento de esta deuda está vinculada con empresas del sector transable en áreas como minería e hidrocarburos. La naturaleza de las actividades de estas empresas reduce el riesgo de descalce de la deuda externa privada.



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

**Cuadro 24**  
**INDICADORES DE COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**

Como porcentaje de	2004	2009	2014*
PBI	19,2	27,2	31,1
Deuda externa de corto plazo	171,8	297,1	760,5
Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	173,2	281,6	352,5

\* Proyección.



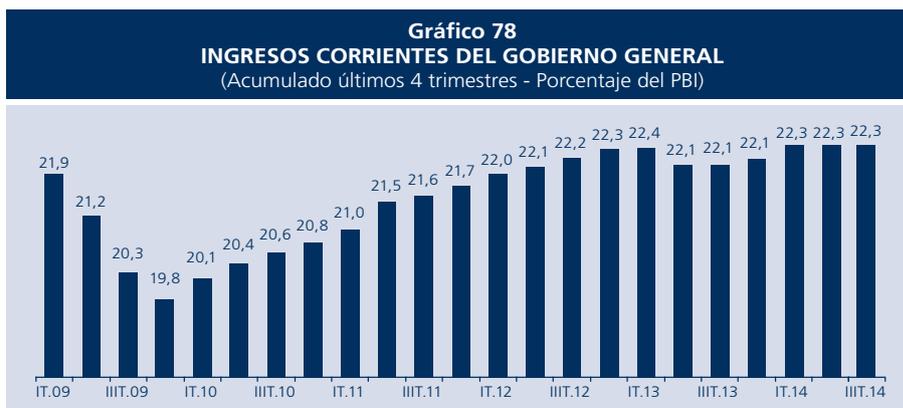


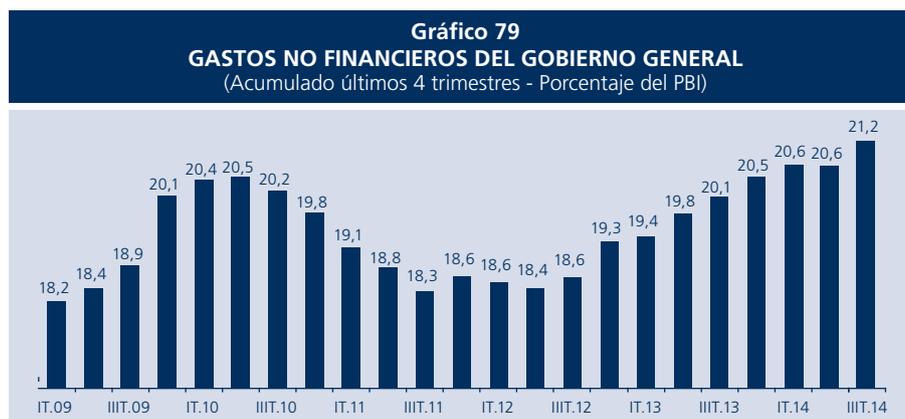
## IV. Finanzas públicas

### Resultado económico

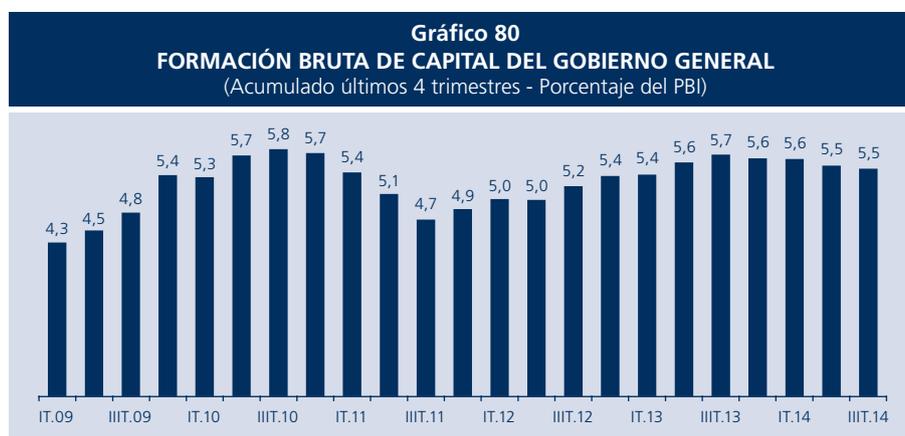
59. El resultado económico del sector público no financiero en el período enero-setiembre de 2014 fue equivalente al 2,4 por ciento del PBI, ratio menor al registrado en similar periodo del año 2013 (3,4 por ciento del PBI). Esta evolución se explica por el crecimiento de los gastos no financieros que ascendieron a 19,3 por ciento del producto, 1,1 puntos porcentuales adicionales al registrado a setiembre de 2013, en tanto que los ingresos del gobierno general representaron el 22,8 por ciento del PBI, sólo 0,2 puntos porcentuales adicionales a los del año pasado.

Asimismo, el resultado económico del sector público no financiero últimos doce meses a setiembre fue equivalente a 0,3 por ciento del PBI, menor al de los meses previos como resultado de un incremento del gasto público en el tercer trimestre, en un contexto de estabilización de los ingresos debido a una moderación en el crecimiento de la actividad económica.





Por niveles de gobierno, en el período enero-setiembre de 2014 el menor resultado económico está explicado principalmente por las operaciones del gobierno nacional, que pasaron de tener un superávit de 2,4 por ciento a uno de 1,2 por ciento, evolución que se compensó parcialmente por una ligera mejora en los resultados de los gobiernos subnacionales, en particular de los gobiernos regionales que pasaron de un resultado positivo de 0,1 a 0,4 por ciento, como consecuencia de dificultades en la ejecución de sus programas de inversión. Las empresas estatales, por su parte, registraron un déficit de 0,1 por ciento, que contrasta con el superávit de 0,1 por ciento de los tres primeros trimestres de 2013.



60. Respecto al Reporte de Inflación de julio, se mantiene la proyección del resultado económico del sector público no financiero para **2014** en 0,2 por ciento, debido a que los menores ingresos percibidos por el gobierno general se compensarían con un menor gasto no financiero. Se proyecta un menor crecimiento de los ingresos corrientes, que pasan de aumentar 5,8 por ciento en términos reales a una variación de 3,7 por ciento, evolución que está vinculada al menor dinamismo de la economía. Para los años **2015** y **2016** se proyectan resultados económicos negativos de 0,3 y 0,5 por ciento, respectivamente.





**Cuadro 25**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general <sup>1/</sup></b>	<b>22,6</b>	<b>22,1</b>	<b>22,8</b>	<b>22,6</b>	<b>22,3</b>	<b>22,1</b>	<b>21,9</b>	<b>22,1</b>	<b>21,9</b>
<i>Variación % real</i>	2,5	3,7	3,8	5,8	3,7	3,4	3,8	6,1	6,2
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general <sup>2/</sup></b>	<b>18,2</b>	<b>20,5</b>	<b>19,3</b>	<b>21,3</b>	<b>21,2</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>
<i>Variación % real</i>	12,4	11,2	9,0	7,8	6,5	6,3	6,1	6,1	6,3
<i>Del cual:</i>									
Gasto corriente	13,2	14,3	14,3	15,0	15,1	15,0	15,2	14,7	14,9
<i>Variación % real</i>	10,0	10,6	11,9	8,7	8,2	5,6	6,4	4,4	4,4
Formación bruta de capital	4,7	5,6	4,5	5,6	5,5	5,7	5,5	6,0	5,7
<i>Variación % real</i>	17,5	10,0	-0,8	3,4	-0,1	8,5	5,6	10,6	11,3
<b>3. Otros</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
<b>4. Resultado primario (1-2+3)</b>	<b>4,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
<b>6. Resultado económico</b>	<b>3,4</b>	<b>0,9</b>	<b>2,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>

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

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

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 81**  
**RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2007-2016**  
(Porcentaje del PBI)

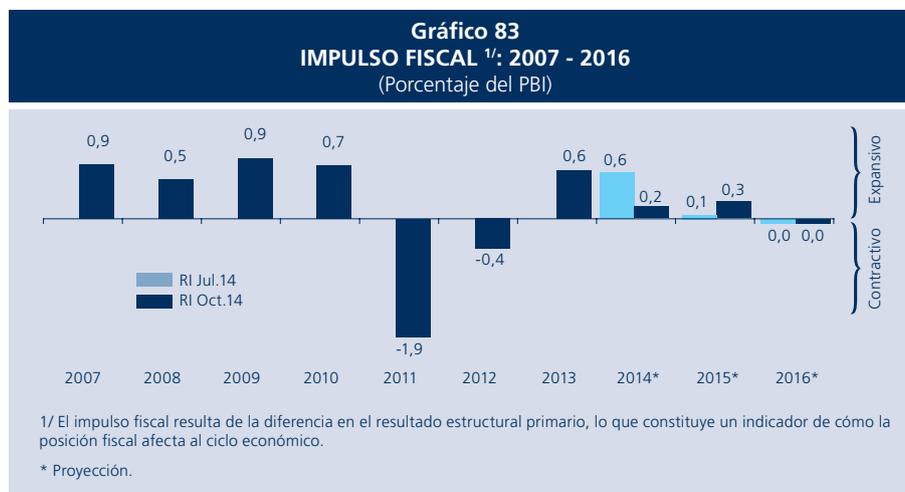


## Impulso fiscal

61. El **resultado económico estructural** es aquel que se obtendría si el producto estuviera en su nivel de tendencia y el precio de las exportaciones mineras y de hidrocarburos estuvieran en sus valores de largo plazo. Se calcula aislando el efecto que tienen el ciclo económico y los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos sobre los ingresos del gobierno general. Así, el resultado económico estructural sería deficitario en 0,2 por ciento del PBI en 2014, en tanto que para 2015 y 2016 se proyecta un déficit estructural de 0,4 por ciento.

El cambio en el resultado estructural determina el **impulso fiscal**. Este indicador permite distinguir el efecto de la política fiscal sobre la demanda interna descontando los efectos del ciclo económico. El impulso fiscal muestra en 2014 y 2015 una posición anticíclica en la política fiscal, aunque menor a la prevista en el Reporte de Inflación de Julio, la cual contribuiría a atenuar el menor dinamismo del gasto privado.

62. Las proyecciones fiscales consideradas en este Reporte son consistentes con el cumplimiento de las reglas establecidas en la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (Ley N° 30099 del 31 de octubre de 2013) que para el año **2014** señala que el resultado del sector público no financiero no puede ser deficitario, en tanto que para los años **2015** y **2016** la guía ex ante del resultado fiscal estructural es de un déficit de 1 por ciento del PBI. Para estos últimos años se han establecido límites en el gasto no financiero del gobierno general (Decreto Supremo N° 084-2014-EF del 25 de abril de 2014) que son consistentes con la regla de déficit estructural.





## Ingresos fiscales

63. En el período enero-setiembre de 2014, los ingresos corrientes del gobierno general aumentaron 3,8 por ciento con respecto a similar periodo de 2013. Este incremento está explicado principalmente por el crecimiento del Impuesto a la Renta (5,5 por ciento). En este caso, fueron determinantes los mayores recursos captados por regularización, que en el periodo aumentaron en 16,4 por ciento, así como pagos extraordinarios correspondientes al Impuesto a la Renta de No Domiciliados por ganancias de capital generadas por la venta de acciones de empresas constituidas en el país. Destaca, dentro de este grupo, un pago realizado por S/. 1 474 millones en el mes de agosto por la venta de una empresa del sector minero. En cuanto al IGV, cabe destacar que el crecimiento se ha desacelerado, llegando incluso a registrar una variación negativa en el tercer trimestre de este año (-1,5 por ciento).

**Cuadro 26**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2013			2014
	Ene.-Set.	IV T	Año	Ene.-Set.
<b>INGRESOS TRIBUTARIOS</b>	<b>2,1</b>	<b>7,9</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>
Impuesto a la Renta	-5,8	-0,8	-4,7	5,5
Impuesto General a las Ventas	5,3	6,5	5,6	2,9
Impuesto Selectivo al Consumo	10,6	1,9	8,4	-10,8
Impuesto a las Importaciones	7,9	10,7	8,7	3,7
Otros ingresos tributarios	20,4	35,1	24,7	-0,3
Devoluciones de impuestos	5,1	-1,9	3,5	-6,6
<b>INGRESOS NO TRIBUTARIOS</b>	<b>3,6</b>	<b>5,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>
<b>TOTAL</b>	<b>2,5</b>	<b>7,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>

64. En 2014, los ingresos corrientes aumentarían en 3,7 por ciento en términos reales, tasa menor a la considerada en el Reporte de Inflación de julio (5,8 por ciento), como reflejo del menor dinamismo de la actividad económica. Esta variación supone que el fisco seguiría percibiendo algunos pagos extraordinarios en el resto del año por ventas de participaciones accionarias que generarían ganancias de capital. Con ello en 2014 se alcanzaría un ratio de 22,3 por ciento del PBI. En 2015 este ratio descendería a 21,9 por ciento considerando que no se prevé ingresos extraordinarios, en tanto que para el año 2016 los ingresos registrarían un crecimiento de 6,2 por ciento, consistente con el crecimiento de la actividad económica para ese año que conllevaría a que la recaudación se ubique en 21,9 por ciento del PBI.

**Cuadro 27**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
 (Porcentaje del PBI)

	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>INGRESOS TRIBUTARIOS</b>	<b>17,0</b>	<b>16,8</b>	<b>17,3</b>	<b>17,2</b>	<b>16,9</b>	<b>16,8</b>	<b>16,5</b>	<b>16,9</b>	<b>16,6</b>
Impuesto a la Renta	7,0	6,7	7,2	7,1	7,0	6,5	6,5	6,6	6,6
Impuesto General a las Ventas	8,9	8,7	8,9	8,8	8,7	8,9	8,7	8,9	8,7
Impuesto Selectivo al Consumo	1,1	1,0	0,9	1,0	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
Devoluciones de impuestos	-2,2	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9	-1,8	-1,9	-1,8	-1,8
<b>INGRESOS NO TRIBUTARIOS</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>
<b>TOTAL</b>	<b>22,6</b>	<b>22,1</b>	<b>22,8</b>	<b>22,6</b>	<b>22,3</b>	<b>22,1</b>	<b>21,9</b>	<b>22,1</b>	<b>21,9</b>

\* Proyección.  
 RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 84**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2007 - 2016**  
 (Porcentaje del PBI)



La recaudación por el Impuesto a la Renta representaría en **2014** el 7,0 por ciento del PBI, ratio mayor al de 2013 (6,7 por ciento), básicamente por los pagos extraordinarios que se darían en el año. Para el año 2014 se proyecta que la recaudación por IGVA se mantendría en 8,7 por ciento del PBI.

### Evolución del gasto público

65. Los gastos no financieros del gobierno general aumentaron en el periodo enero-setiembre de 2014 en 9,0 por ciento, variación que se explicó por el aumento del gasto corriente (11,9 por ciento), mientras que el gasto por formación bruta de capital se contrajo en 0,8 por ciento. Por nivel de gobierno, el crecimiento estuvo impulsado por el gasto del gobierno nacional (13,7 por ciento), tanto por gasto corriente (14,4 por ciento), cuanto por formación bruta de capital (4,2 por ciento). Los gobiernos regionales registraron un aumento de 5,4 por ciento que se obtiene





por el aumento de su gasto corriente en 10,1 por ciento, variación que contrasta con la caída que registró la formación bruta de capital (5,2 por ciento). Por su parte, los gobiernos locales redujeron su gasto en 0,1 por ciento.

La lenta ejecución del gasto de inversión, especialmente en los niveles subnacionales, se explica, en parte, por la adopción de medidas administrativas desde inicios de este año que buscan mejorar la evaluación del gasto, pero que en el corto plazo generan un menor ritmo transitorio en su ejecución. Estas medidas requerían que la unidad ejecutora mantenga actualizado el costo del proyecto y su viabilidad en el sistema SIAF para proceder a la aprobación del gasto devengado. Asimismo, ha contribuido a la subejecución del gasto, la suspensión temporal de las cuentas de algunos gobiernos subnacionales.

**Cuadro 28**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2013			2014
	Ene.-Set.	IV T	Año	Ene.-Set.
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>10,0</b>	<b>11,9</b>	<b>10,6</b>	<b>11,9</b>
Gobierno Nacional	11,0	16,6	12,9	14,4
Gobiernos Regionales	10,6	5,1	8,8	10,1
Gobiernos Locales	4,5	-3,5	2,1	2,1
<b>GASTO DE CAPITAL</b>	<b>19,1</b>	<b>4,0</b>	<b>12,6</b>	<b>1,4</b>
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>17,5</b>	<b>0,2</b>	<b>10,0</b>	<b>-0,8</b>
Gobierno Nacional	18,7	1,3	11,0	4,2
Gobiernos Regionales	19,0	-13,1	4,5	-5,2
Gobiernos Locales	15,9	7,3	12,3	-1,8
<b>Otros</b>	<b>43,7</b>	<b>71,9</b>	<b>54,7</b>	<b>27,5</b>
<b>TOTAL</b>	<b>12,4</b>	<b>9,1</b>	<b>11,2</b>	<b>9,0</b>
Gobierno Nacional	12,8	15,7	13,8	13,7
Gobiernos Regionales	13,2	-2,5	7,5	5,4
Gobiernos Locales	10,5	3,4	7,9	-0,1

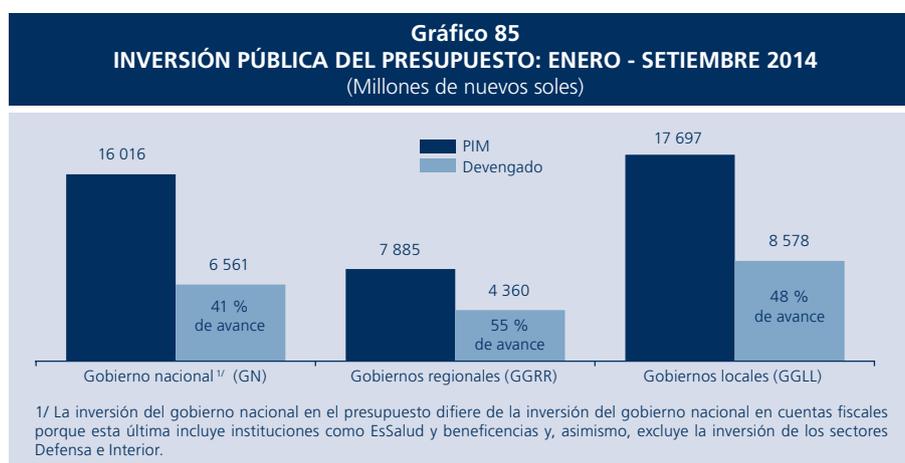
El gasto no financiero se ha acelerado en el tercer trimestre debido al mayor gasto del gobierno nacional y de los gobiernos regionales, por gasto corriente debido a las medidas implementadas, principalmente, en materia remunerativa y pensionaria.

Así, en el mes de julio se promulgó un **Decreto de Urgencia N° 001-2014** (11 de julio) que dispuso un crédito suplementario por S/. 1 736 millones para el pago de los montos devengados del beneficio autorizado en el Decreto de Urgencia 037-94 y el pago de un aguinaldo extraordinario en julio. Esta norma estableció, adicionalmente, que las entidades del gobierno nacional, regional y local, puedan, hasta el 15 de agosto de 2014, reasignar presupuesto de inversiones a gastos de mantenimiento

y autorizó, asimismo, un programa de mantenimiento de la infraestructura y mobiliario de locales escolares hasta por S/. 400 millones mediante reasignación de gasto del presupuesto del Ministerio de Educación. Finalmente, mediante **Decreto de Urgencia N° 002-2014** (28 de julio) se aprobaron medidas de gasto por S/. 1 210 millones, que incluyen S/. 710 millones, principalmente, de reasignaciones de gasto para adelantar algunos reajustes remunerativos y pensionarios en los sectores de las Fuerzas Armadas, Policía Nacional y Salud. Adicionalmente, la norma incluyó S/. 500 millones para el Bono Familiar Habitacional y el Bono del Buen Pagador que se financiarían mediante un crédito del Banco de la Nación al Fondo Mivivienda.

En los primeros nueve meses del año la inversión del sector público, según cobertura presupuestal, ascendió a S/. 19 499 millones, lo que representa un 47 por ciento del Presupuesto Institucional Modificado -PIM- (S/. 41 598 millones). Los gobiernos regionales son los que alcanzan el mayor ratio de avance a la fecha con un 55 por ciento de ejecución, seguido de los gobiernos locales con 48 por ciento y el gobierno nacional, 41 por ciento.

Del total de la inversión ejecutada, los gobiernos subnacionales concentran el 66 por ciento, en tanto que al gobierno nacional le corresponde el 34 por ciento.



La inversión del sector público que reporta el Sistema Integrado de Información Financiera (SIAF) del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) puede desdoblarse en proyectos y actividades. A setiembre, en el presupuesto 2014 se registran 38 838 proyectos que disponen de un PIM, los que en promedio tienen un avance de 48 por ciento. El mayor número de proyectos, 76 por ciento del total, se encuentra en el nivel de los gobiernos locales, aunque estos en promedio manejan proyectos pequeños en términos de montos involucrados.





**Cuadro 29**  
**INVERSIÓN PRESUPUESTAL DEL SECTOR PÚBLICO**  
(Millones de nuevos soles)

	PIM	Devengado	% Avance
<b>GOBIERNO NACIONAL</b>	<b>16 016</b>	<b>6 561</b>	<b>41%</b>
<b>Proyectos</b>	<b>13 531</b>	<b>5 949</b>	<b>44%</b>
4 004 proyectos en curso	13 033	5 737	44%
Gestión de Proyectos	145	102	70%
Estudios de Pre-inversión	353	110	31%
<b>Actividades</b>	<b>2 485</b>	<b>613</b>	<b>25%</b>
<b>GOBIERNOS REGIONALES</b>	<b>7 885</b>	<b>4 360</b>	<b>55%</b>
<b>Proyectos</b>	<b>7 544</b>	<b>4 250</b>	<b>56%</b>
5 322 proyectos en curso	7 180	4 024	56%
Gestión de Proyectos	134	86	64%
Estudios de Pre-inversión	231	141	61%
<b>Actividades</b>	<b>341</b>	<b>110</b>	<b>32%</b>
<b>GOBIERNOS LOCALES</b>	<b>17 697</b>	<b>8 578</b>	<b>48%</b>
<b>Proyectos</b>	<b>17 697</b>	<b>8 578</b>	<b>48%</b>
29 512 proyectos en curso	16 845	8 140	48%
Estudios de Pre-inversión	498	261	52%
<b>Actividades</b>	<b>354</b>	<b>177</b>	<b>50%</b>
<b>TOTAL INVERSIÓN SECTOR PÚBLICO</b>	<b>41 598</b>	<b>19 499</b>	<b>47%</b>
<b>Proyectos</b>	<b>38 418</b>	<b>18 600</b>	<b>48%</b>
38 838 proyectos en curso	37 057	17 901	48%
Gestión de Proyectos	279	188	67%
Estudios de Pre-inversión	1 081	511	47%
<b>Actividades</b>	<b>3 180</b>	<b>899</b>	<b>28%</b>

Fuente: MEF.

Al mes de setiembre, en el presupuesto de 2014 tienen un PIM asignado 4 004 proyectos del **gobierno nacional**. El 40 por ciento de éstos tienen a la fecha un avance menor o igual a 10 por ciento. Este grupo de proyectos representan alrededor del 31 por ciento del PIM. Asimismo, hay un 23 por ciento de proyectos que tienen un grado de avance mayor al 90 por ciento, sin embargo, estos sólo representan el 4 por ciento del presupuesto.

**Cuadro 30**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN PÚBLICA EN EL GOBIERNO NACIONAL**

Porcentaje de avance	Número de proyectos	% del total de proyectos	PIM (Millones de S/.)	% del total del PIM
Menor o igual a 10%	1 602	40	4 002	31
Entre 10% y 50%	718	18	1 384	11
Entre 50% y 90%	778	19	7 065	54
Mayor a 90%	906	23	581	4
<b>Total</b>	<b>4 004</b>	<b>100</b>	<b>13 033</b>	<b>100</b>

Fuente: MEF.

Los **gobiernos regionales** tienen 5 322 proyectos, de los cuales un 32 por ciento tiene una ejecución menor o igual al 10 por ciento, en tanto, que los que tienen un avance mayor al 90 por ciento representan el 32 por ciento. En términos de montos involucrados el peso de este último grupo de proyectos se reduce a 25 por ciento, lo que implica que los montos de inversión en promedio son menores al resto.

Cuadro 31 PROYECTOS DE INVERSIÓN PÚBLICA EN GOBIERNOS REGIONALES				
Porcentaje de avance	Número de proyectos	% del total de proyectos	PIM (Millones de S/.)	% del total del PIM
Menor o igual a 10%	1 701	32	1 626	23
Entre 10% y 50%	709	13	1 117	16
Entre 50% y 90%	1 206	23	2 641	37
Mayor a 90%	1 706	32	1 795	25
<b>Total</b>	<b>5 322</b>	<b>100</b>	<b>7 180</b>	<b>100</b>

Fuente: MEF.

El número de proyectos de los **gobiernos locales** es de 29 512, de los cuales un 26 por ciento tiene una ejecución menor o igual al 10 por ciento, en tanto que los proyectos que tienen una ejecución mayor a 90 por ciento representan el 38 por ciento. En términos de montos, la participación de este último grupo de proyectos se reduce a 20 por ciento, lo que implica, al igual que en otros niveles de gobierno, que los montos de inversión en promedio de este grupo de proyectos son menores al resto.

Cuadro 32 PROYECTOS DE INVERSIÓN PÚBLICA EN GOBIERNOS LOCALES				
Porcentaje de avance	Número de proyectos	% del total de proyectos	PIM (Millones de S/.)	% del total del PIM
Menor o igual a 10%	7 804	26	4 627	27
Entre 10% y 50%	3 651	12	3 593	21
Entre 50% y 90%	6 727	23	5 320	32
Mayor a 90%	11 330	38	3 306	20
<b>Total</b>	<b>29 512</b>	<b>100</b>	<b>16 845</b>	<b>100</b>

Fuente: MEF.

66. Para el año **2014** se estima un crecimiento real del gasto no financiero de 6,5 por ciento, por debajo del proyectado en el Reporte de julio (7,8 por ciento). Esta variación asume que el gasto corriente moderaría su crecimiento y que la inversión del gobierno general se dinamizaría en el cuarto trimestre del año. La proyección considera un menor crecimiento de la inversión pública en gobiernos subnacionales.





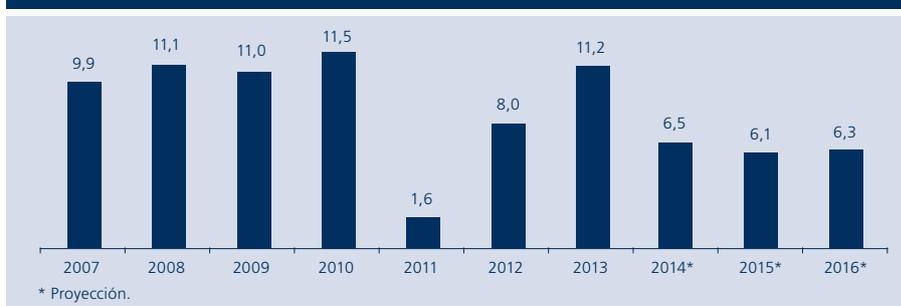
**Cuadro 33**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)

	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>13,2</b>	<b>14,3</b>	<b>14,3</b>	<b>15,0</b>	<b>15,1</b>	<b>15,0</b>	<b>15,2</b>	<b>14,7</b>	<b>14,9</b>
Gobierno Nacional	8,7	9,7	9,7	10,3	10,3	10,3	10,3	10,1	10,1
Gobiernos Regionales	2,7	2,8	2,9	2,8	3,0	2,9	3,0	2,9	3,0
Gobiernos Locales	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8
<b>GASTO DE CAPITAL</b>	<b>5,1</b>	<b>6,1</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>
Gobierno Nacional	1,4	1,7	1,4	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Gobiernos Regionales	1,1	1,3	1,0	1,3	1,2	1,2	1,1	1,3	1,2
Gobiernos Locales	2,1	2,6	2,0	2,5	2,4	2,5	2,4	2,7	2,5
<b>Otros</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
<b>TOTAL</b>	<b>18,2</b>	<b>20,5</b>	<b>19,3</b>	<b>21,3</b>	<b>21,2</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>
Gobierno Nacional	10,4	11,9	11,5	12,7	12,7	12,8	12,9	12,7	12,7
Gobiernos Regionales	3,8	4,1	3,9	4,1	4,1	4,1	4,2	4,1	4,2
Gobiernos Locales	4,0	4,5	3,9	4,4	4,3	4,4	4,3	4,5	4,3

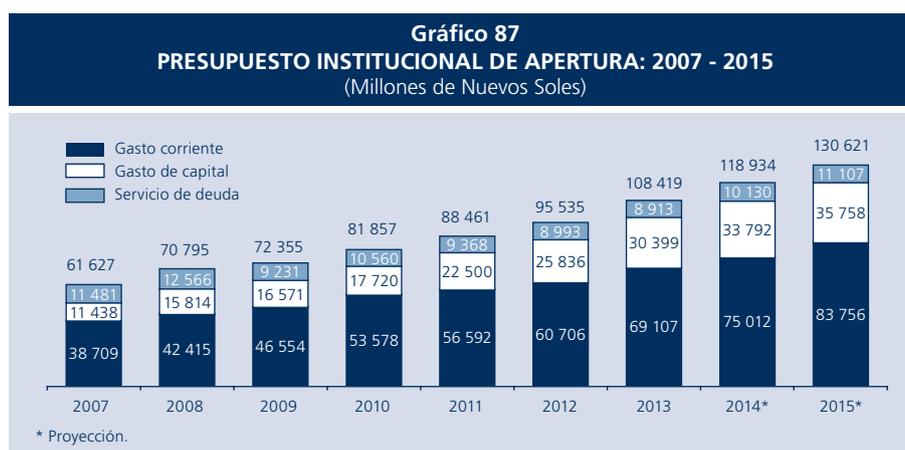
\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

67. Para el año **2015** se prevé que los gastos no financieros del gobierno general asciendan a 21,3 por ciento del PBI, como consecuencia principalmente del incremento del gasto corriente, cuya participación pasaría de 15,1 en 2014 a 15,2 por ciento del PBI en 2015. Cabe indicar que la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal establece para el 2015 hacia adelante que “el gasto no financiero del gobierno nacional en materia de personal permanente o temporal, cualquiera sea su régimen de contratación y en pensiones no puede ser mayor al límite que se determine aplicando la tasa de crecimiento del PBI potencial en términos nominales al límite estimado de gasto no financiero en materia de personal y pensiones del año anterior”. La proyección del gasto de capital, además de considerar los recursos que se destinan propiamente a los proyectos públicos, incorpora los que se ejecutarían bajo la modalidad de Asociaciones Público Privadas, entre los que se consideran Chavimochic III etapa, la carretera Longitudinal de la Sierra Tramo 2 y la Línea 2 del Metro de Lima.

**Gráfico 86**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2007 - 2016**  
(Variación porcentual real)



68. El Ministerio de Economía y Finanzas ha presentado al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuesto para el año 2015. El total de usos de recursos de este proyecto asciende a S/. 130 621 millones, monto que representa un incremento nominal de 9,8 por ciento respecto al presupuesto inicial del año 2014. El gasto no financiero del Proyecto de Presupuesto asciende a S/. 119 514 millones, monto superior en 9,8 por ciento al contemplado en el presupuesto inicial de 2014. En 2015, el presupuesto orientado a resultados, a través de 85 programas presupuestales, asciende al 58 por ciento del gasto no financiero no previsional, lo que representa un avance respecto al 51 por ciento del año 2014. Por el monto involucrado, el proyecto de inversión pública más importante considerado en el presupuesto 2015 es la Construcción de la Línea 2 del Metro y el ramal Av. Faucett-Gambeta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao que asciende a S/. 1 136 millones. Cabe mencionar que el presupuesto difiere de las cuentas fiscales principalmente por diferencias metodológicas en la cobertura institucional. Así, el presupuesto no incluye las operaciones de EsSalud, beneficencias públicas, empresas públicas no financieras, entre otros. Cabe señalar que entre 2007 y 2014 los recursos considerados en el Presupuesto Institucional de Apertura (PIA) han crecido en promedio a una tasa de 10 por ciento nominal, variación que coincide con la tasa promedio a la que crecerían los ingresos del gobierno general en el mismo periodo.



### Deuda pública

69. El resultado económico proyectado para 2014 (0,2 por ciento del PBI), genera una necesidad de financiamiento de S/. 3,2 mil millones, monto superior al considerado en el Reporte de Inflación de julio. Para atender este requerimiento financiero del sector público se cuenta con desembolsos externos y colocaciones de bonos, los cuales cubren la necesidad de financiamiento del fisco, situación que fortalecería su posición financiera. Se proyecta que el saldo de la deuda bruta del sector público no financiero continuará reduciéndose en el horizonte de proyección ubicándose en 18,2 por ciento del producto en 2016.





**Cuadro 34**  
**REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de Nuevos soles)

	2013		2014*			2015*		2016*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Jul.14	RI Oct.14
<b>I. USOS</b>	<b>-6 267</b>	<b>3 028</b>	<b>-8 123</b>	<b>2 880</b>	<b>3 177</b>	<b>8 088</b>	<b>8 304</b>	<b>8 244</b>	<b>9 342</b>
1. Amortización	7 123	7 859	2 136	4 030	4 080	5 916	6 183	5 129	6 148
a. Externa	5 682	6 223	1 214	2 730	2 807	2 450	2 464	3 530	3 636
b. Interna	1 441	1 637	923	1 300	1 273	3 466	3 720	1 599	2 512
<i>Del cual:</i>									
<i>bonos de reconocimiento</i>	342	448	407	600	594	548	768	565	763
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-13 390	-4 832	-10 259	-1 150	-903	2 172	2 120	3 115	3 194
<b>II. FUENTES</b>	<b>-6 267</b>	<b>3 028</b>	<b>-8 123</b>	<b>2 880</b>	<b>3 177</b>	<b>8 088</b>	<b>8 304</b>	<b>8 244</b>	<b>9 342</b>
1. Externas	571	954	1 544	3 306	2 611	5 795	5 278	4 154	4 719
2. Bonos <sup>1/</sup>	3 499	4 025	3 127	3 682	3 484	2 350	2 883	5 220	4 951
3. Internas <sup>2/</sup>	-10 337	-1 952	-12 793	-4 108	-2 919	-57	143	-1 131	-328
<b>Nota:</b>									
Porcentaje del PBI									
Saldo de deuda pública bruta	18,5	19,6	18,5	19,2	19,2	18,6	18,6	18,0	18,2
Saldo de deuda pública neta <sup>3/</sup>	2,1	3,7	1,6	2,8	2,9	3,1	3,1	3,4	3,5

1/ Incluye bonos internos y externos.

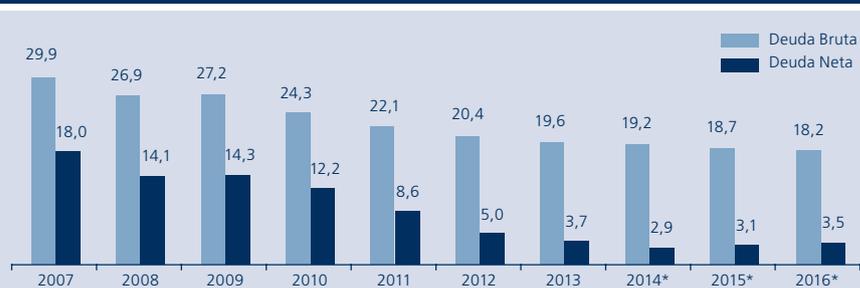
2/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.

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

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 88**  
**DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2007 - 2016**  
(Porcentaje del PBI)



\* Proyección.

## Recuadro 2 MULTIPLICADORES DE LA INVERSIÓN PÚBLICA

El análisis de los impactos de la política fiscal sobre las variables macroeconómicas ha sido un tema bajo discusión desde los inicios de la macroeconomía como disciplina, tanto a nivel teórico como empírico, debate que fue retomado con renovado interés con motivo de la crisis financiera internacional.

Las estimaciones del tamaño del multiplicador fiscal registran diferencias dependiendo de diversos factores: características estructurales de la economía (grado de apertura, integración financiera, régimen de tipo de cambio), condiciones monetarias y financieras de la economía, grado de rigidez nominal y real de la economía, así como de la posición de la economía, en este caso es usual encontrar que el multiplicador es mayor cuando la brecha producto es negativa.

Por otro lado, el multiplicador presenta diferencias significativas de acuerdo al instrumento utilizado de política fiscal, sea que la medida expansiva se realice a través de un incremento del gasto corriente, de la inversión pública o de una reducción de impuestos.

Así, la última edición del *World Economic Outlook* (WEO) publicado por el FMI, realiza una estimación a nivel internacional del multiplicador de la inversión pública en infraestructura, considerando que este instrumento genera un mayor efecto sobre la actividad económica, pues presenta:

- Un impacto de Corto Plazo. Al igual que otros componentes del gasto, la inversión en infraestructura dinamiza la demanda agregada por el multiplicador del gasto de corto plazo. Asimismo genera impactos positivos sobre la inversión privada debido a su complementariedad con los servicios de infraestructura.
- Un impacto de Mediano Plazo. La mayor infraestructura eleva la capacidad productiva de la economía.

Las estimaciones del WEO muestran que para las economías avanzadas durante periodos de menor crecimiento, el multiplicador de los choques de inversión pública se encuentra en alrededor de 1,5 en el mismo año y 3,0 en el mediano plazo (4 años). Sin embargo, en los periodos de mayor crecimiento, el efecto no es estadísticamente diferente de cero.

En el caso del Perú, el Reporte de Inflación de diciembre 2012, mostró que cuando la economía está en una fase expansiva, un nuevo sol adicional en la inversión pública generaría S/. 0,73 en el largo plazo, en tanto que en la fase de menor crecimiento un nuevo sol adicional en la inversión pública generaría S/. 1,42 en el PBI en el largo plazo.

MULTIPLICADORES FISCALES			
	Impuestos <sup>1/</sup>	Gasto Corriente <sup>2/</sup>	Gasto de Capital <sup>2/</sup>
<b>Auge</b>			
Corto plazo (impacto)	[-0,01 0,00]	0,24	0,49
Largo Plazo <sup>3/</sup>		0,28	0,73
<b>Recesión</b>			
Corto plazo (impacto)	[0,1 0,25]	0,24	0,49
Largo Plazo <sup>3/</sup>		0,93	1,42

1/ Sanchez y Galindo (2013).

2/ Reporte de Inflación Diciembre 2012.

3/ Se utiliza un horizonte de 4 años para ser comparables con los presentados en el WEO.





---

Dichos impactos son mayores que los generados por el gasto corriente. Así el multiplicador del gasto corriente de largo plazo asciende a 0,28 en la fase auge y a 0,93 en la fase recesiva.

Por otro lado, Sanchez y Galindo (2013)<sup>2</sup> cuantifican el multiplicador de los impuestos, observando que su tamaño es menor al del gasto público, y al igual que en el caso del gasto, el impacto de una reducción de impuestos es mayor en la fase recesiva.

La menor magnitud del multiplicador de los impuestos en relación al gasto público es consistente con la teoría económica, en particular:

- Impacto en Demanda de Gasto e Ingresos. Un incremento de las compras públicas genera un impacto directo sobre la demanda de bienes, en tanto que una reducción de impuestos genera un efecto ingreso cuyo impacto dependerá de la propensión a consumir de los agentes económicos.
- La Equivalencia Ricardiana. En el caso de agentes racionales sin restricciones de liquidez, dado el nivel de gasto público, una reducción de impuestos no generará un incremento de su consumo, pues su riqueza no se modifica: los menores impuestos de hoy serán compensados con mayores impuestos en el futuro.

En este sentido, un instrumento más eficiente para dinamizar la demanda en una fase de menor crecimiento es el del gasto público, y en particular el gasto en infraestructura.

---

---

2 Sanchez, William y Hamilton Galindo. Febrero 2013. "Multiplicadores Asimétricos del Gasto Público y de los Impuestos en el Perú". Ministerio de Economía y Finanzas.

## V. Dinero y mercados financieros

### Acciones de Política Monetaria

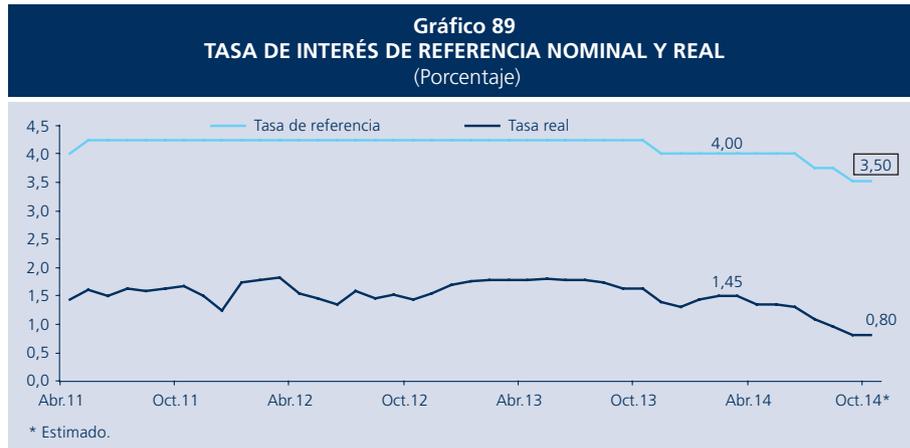
70. Desde el último Reporte de Inflación los riesgos al alza en la proyección de inflación han disminuido sustancialmente. Por un lado, la brecha del producto muestra ausencia de presiones inflacionarias de demanda, y se estima que será más negativa y persistente que lo contemplado en el Reporte de Inflación de julio, debido a una evolución menos dinámica de la inversión y las exportaciones. Asimismo, los factores de oferta que afectaron la inflación en el primer semestre han continuado moderándose y existe un menor riesgo de un Fenómeno de El Niño. Por otra parte, la inflación importada se ha moderado debido a la reducción observada en los precios internacionales de los principales *commodities* alimenticios y se prevé que se mantenga baja en el horizonte de proyección.

En este contexto, el Directorio acordó reducir la tasa de interés de referencia de 3,75 a 3,50 por ciento en setiembre, lo que implicó una reducción en términos reales de 0,95 a 0,8 por ciento. Este nivel de la tasa de referencia es consistente con la convergencia de la inflación a 2,0 por ciento en 2015, en un contexto de un ciclo económico más débil que el esperado. En línea con lo esperado, la tasa de inflación de los últimos 12 meses retornó al rango meta en agosto.

Además, el BCRP ha venido adoptando medidas de flexibilización de su régimen de encaje en moneda nacional a fin de proveer liquidez en soles a la banca para facilitar la expansión del crédito en esta moneda, en un contexto en que los depósitos en soles han crecido a un menor ritmo que el crédito. La última reducción fue de 11,0 a 10,5 por ciento y entró en vigencia en octubre. Asimismo, y de manera complementaria al encaje, el BCRP ha continuado inyectando liquidez a plazos mediante subastas de repos con monedas y con títulos con vencimientos que van desde 3 meses hasta 2 años. Estas operaciones permiten un mejor calce de plazos entre activos y pasivos de la banca. Estas medidas de flexibilización contribuyen a potenciar el efecto traspaso de la reducción de la tasa de interés de referencia a las demás tasas de interés de mercado.

71. Los comunicados de política monetaria de los últimos meses destacaron que las expectativas de inflación se encuentran ancladas dentro del rango meta, y que la tasa de inflación 12 meses continuará dentro del rango en los próximos meses en la medida que las condiciones temporales de oferta que la venían afectando sigan moderándose y se mantengan ausentes las presiones de demanda. Asimismo, el Directorio ha destacado que se encuentra atento a la proyección de inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, medidas adicionales de flexibilización de sus instrumentos de política monetaria.

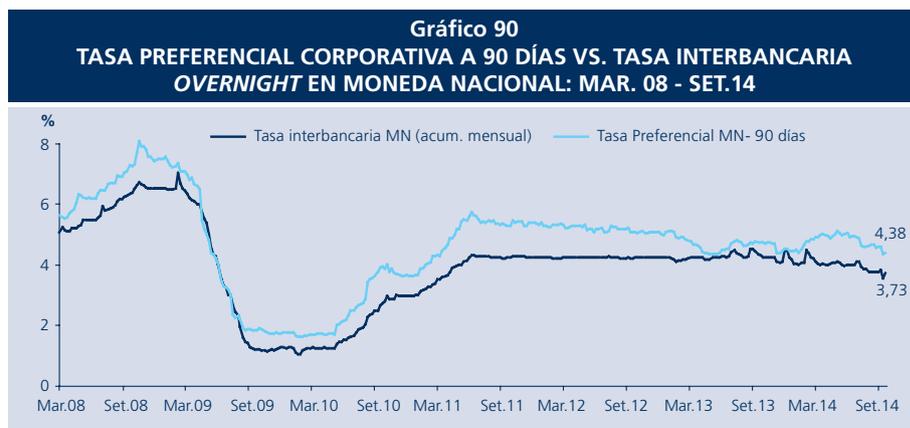




### Tasas de interés y operaciones monetarias

72. Las tasas de interés del mercado de dinero durante el tercer trimestre se redujeron, influenciadas por los dos últimos recortes de la tasa de interés de política monetaria por parte del BCRP. El mecanismo de transmisión de la tasa de interés se reforzó mediante operaciones de inyección de liquidez a plazo mediante repos con títulos y moneda extranjera, ya que de esta manera se evitaron mayores presiones al alza sobre la tasa de interés interbancaria en moneda nacional derivada de la alta demanda por créditos en esta moneda.

De esta manera, la tasa de interés interbancaria se ubicó por debajo (2 puntos básicos), aunque muy cerca, de su nivel de referencia. Por su parte, la tasa preferencial corporativa a 90 días, luego de cerrar en 4,92 por ciento en junio, se ha reducido 55 puntos básicos, llegando a 4,38 por ciento a fines de setiembre. Esta evolución de la tasa de interés activa de corto plazo es consistente con los estimados del efecto traspaso de tasas de interés que se muestran en el Recuadro 3.



73. Asimismo, las tasas de interés activas en moneda nacional para el segmento de grandes empresas disminuyeron en 60 puntos básicos en promedio, de 7,5 a 6,9 por ciento, respecto al trimestre anterior. En tanto que las tasas de interés para los créditos hipotecarios y corporativos lo hicieron en 15 y 62 puntos básicos, respectivamente. Por el contrario, las tasas de interés para medianas, pequeñas y micro empresas y para consumo se incrementaron, evolución que estuvo asociada al mayor riesgo de dichos segmentos.

Por su parte, las tasas de interés pasivas en moneda nacional con plazo menor a 180 días se redujeron entre 12 y 16 puntos básicos, mientras que las tasas de interés a plazos mayores se incrementaron ligeramente en 4 puntos básicos. Esta evolución refleja principalmente el comportamiento de las tasas de interés para depósitos de empresas, que son mucho más volátiles que las tasas de interés de los depósitos de personas naturales, que para este periodo se han mantenido relativamente estables.

<b>Cuadro 35</b>							
<b>TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL <sup>1/</sup></b>							
<b>(Porcentaje)</b>							
	<b>Corporativos</b>	<b>Grandes Empresas</b>	<b>Medianas Empresas</b>	<b>Pequeñas Empresas</b>	<b>Microempresas</b>	<b>Consumo</b>	<b>Hipotecario</b>
Dic.12	5,8	7,4	11,0	22,5	33,2	41,2	8,8
Dic.13	5,4	7,1	10,1	21,0	33,1	42,3	9,0
Ene.14	6,0	7,1	10,8	21,6	32,8	42,9	9,2
Mar.14	5,8	7,0	10,8	21,2	32,5	42,9	9,2
Jun.14	5,9	7,5	10,8	21,1	32,1	42,7	9,4
Jul.14	5,8	7,0	10,8	20,8	32,1	43,5	9,3
Ago.14	5,6	7,0	11,2	21,3	32,2	44,1	9,3
Set.14	5,3	6,9	10,8	21,0	33,0	43,0	9,2
<b>Variación Acumulada (pbs)</b>							
Set.14-Jun.14	-62	-60	4	-8	85	35	-15
Set.14-Dic.13	-12	-16	66	-5	-13	78	17
Set.14-Set.13	-24	-18	-6	-48	138	139	-9

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

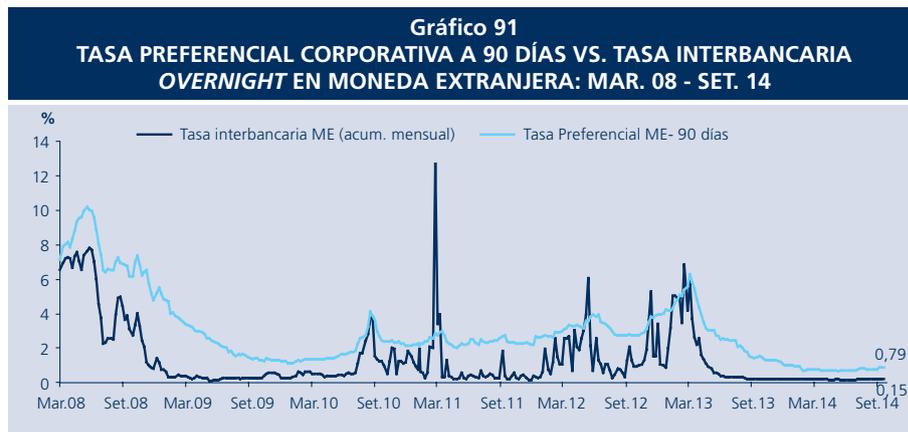
<b>Cuadro 36</b>			
<b>TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES</b>			
<b>(Porcentaje)</b>			
	<b>Depósitos hasta 30 días</b>	<b>Depósitos a plazo de 31 a 180 días</b>	<b>Depósitos a plazo de 181 a 360 días</b>
Dic.12	3,6	3,8	4,2
Dic.13	3,8	3,5	3,9
Ene.14	3,9	3,5	3,9
Mar.14	4,1	3,7	3,9
Jun.14	3,7	4,0	4,2
Jul.14	3,7	4,1	4,2
Ago.14	3,5	4,0	4,2
Set.14	3,6	3,9	4,2
<b>Variación Acumulada (pbs)</b>			
Set.14-Jun.14	-16	-12	4
Set.14-Dic.13	-20	39	37
Set.14-Dic.12	-5	12	5

Fuente: BCRP.





74. La liquidez en moneda extranjera continuó siendo holgada en el tercer trimestre de 2014, aunque estos excedentes de liquidez en moneda extranjera se redujeron en US\$ 480 millones por el mayor uso de los bancos de operaciones de *FX-swaps* para acceder a liquidez en moneda nacional. La menor liquidez en dólares se reflejó en un incremento en las tasas de interés activas y pasivas en dólares. Así, la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días se incrementó en 17 puntos básicos respecto a junio, alcanzando un nivel de 0,79 por ciento.



Sin embargo, las tasas de préstamos en dólares disminuyeron respecto al trimestre anterior, en particular las de los segmentos: hipotecario (16 puntos básicos), grandes empresas (36 puntos básicos), medianas empresas (37 puntos básicos) y pequeñas empresas (2 puntos básicos). Las tasas de los créditos de consumo y para microempresas continuaron incrementándose, asociado al mayor riesgo de crédito de dicho segmento.

Las tasas de interés pasivas en moneda extranjera también se redujeron ligeramente, especialmente para los depósitos con plazos mayores a 180 días (11 puntos básicos).

**Cuadro 37**  
**TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA <sup>1/</sup>**  
(Porcentaje)

	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.12	4,1	6,4	9,0	15,5	19,3	22,4	8,0
Dic.13	2,4	5,5	8,3	13,2	19,2	26,1	8,5
Ene.14	2,9	5,5	8,5	14,2	19,6	26,7	8,5
Mar.14	2,3	5,2	8,6	13,3	19,0	26,7	8,5
Jun.14	2,3	4,8	8,5	13,0	18,3	27,1	7,7
Jul.14	2,9	4,6	8,4	13,3	18,6	27,6	7,8
Ago.14	2,6	4,8	8,4	13,5	19,3	27,5	7,7
Set.14	2,2	4,4	8,1	13,0	18,8	27,3	7,6
<b>Variación Acumulada (pbs)</b>							
Set.14-Jun.14	-5	-36	-37	-2	45	24	-16
Set.14-Dic.13	-16	-106	-14	-22	-41	125	-88
Set.14-Set.13	-81	-161	-66	-75	235	177	-120

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

**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.12	1,8	1,3	1,7
Dic.13	0,2	0,7	1,3
Ene.14	0,1	0,7	1,2
Mar.14	0,1	0,5	1,1
Jun.14	0,1	0,5	1,0
Jul.14	0,2	0,5	0,9
Ago.14	0,2	0,5	0,9
Set.14	0,2	0,5	0,9
<b>Variación Acumulada (pbs)</b>			
Set.14-Jun.14	6	0	-11
Set.14-Dic.13	3	-24	-43
Set.14-Dic.12	-158	-79	-79

Fuente: BCRP.

75. Las operaciones del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez y a aminorar una excesiva volatilidad del tipo de cambio. Así, el BCRP inyectó liquidez realizando operaciones de compra de dólares con compromiso de recompra (repos con monedas) por un total de S/. 2 300 millones y operaciones de reporte con plazo de 3 meses (repos) por S/. 3 250 millones. En el caso de los repos en moneda extranjera, la mayor parte de colocaciones fueron hechas en julio y setiembre (S/. 700 y S/. 1 500 millones, respectivamente) al plazo de 3 y 24 meses. La tasa promedio de colocaciones de estos instrumentos fue 3,8 por ciento. Por el lado de las repos con títulos, la distribución de colocaciones fue similar al caso de repos en moneda extranjera, pero, los plazos fueron entre una semana y 3 meses; en tanto que la tasa promedio de estos instrumentos fue 3,9 por ciento.

**Cuadro 39**  
**OPERACIONES DE INYECCIÓN**  
(Millones de Nuevos soles)

Fecha	Operación	Plazo	Monto	Tasa promedio
3-jul-14	REPO	3 meses	200	4,35%
3-jul-14	REPO - Moneda	3 meses	200	3,91%
4-jul-14	REPO	3 meses	200	4,36%
4-jul-14	REPO - Moneda	3 meses	200	3,83%
11-jul-14	REPO - Moneda	24 meses	300	3,67%
1-ago-14	REPO	3 meses	100	3,78%
1-ago-14	REPO - Moneda	3 meses	100	3,82%
15-ago-14	REPO	3 meses	150	3,78%
4-set-14	REPO - Moneda	3 meses	300	3,84%
5-set-14	REPO - Moneda	3 meses	300	3,82%
8-set-14	REPO - Moneda	3 meses	300	3,73%
12-set-14	REPO	3 meses	300	3,71%
12-set-14	REPO - Moneda	3 meses	300	3,75%
30-set-14	REPO	3 meses	300	3,50%
30-set-14	REPO - Moneda	3 meses	300	3,92%
<b>TOTAL</b>			<b>3 550</b>	

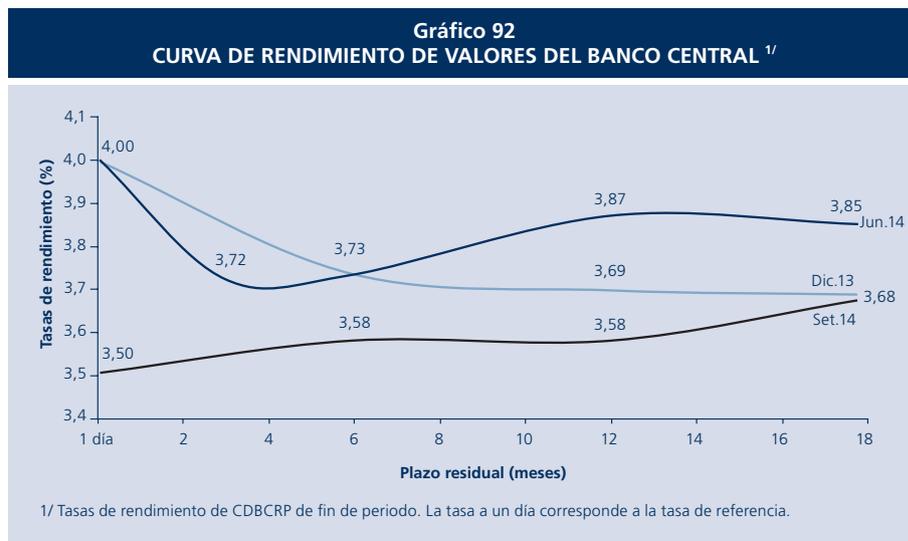




En el mercado cambiario, el BCRP intervino en el mercado *spot* en agosto y setiembre, con una venta neta de US\$ 516 millones. Asimismo, el BCRP colocó CDRs por un monto equivalente a US\$ 1 613 millones.

El BCRP también continuó con sus subastas regulares de CDBCRP tres veces por semana a los plazos de 6, 12 y 18 meses, por S/. 100 millones por subasta con la finalidad de incrementar los volúmenes de estos certificados y darle más liquidez al mercado secundario. Entre julio y setiembre se realizaron colocaciones de CDBCRP por S/. 6 300 millones (S/. 1 220 millones neto).

La curva de rendimiento de los CDBCRP reflejó el impacto de la reducción de la tasa de referencia. Así, la tasa de los CDs a 6 y 12 meses se redujeron de 3,73 a 3,58 por ciento y de 3,69 a 3,58 por ciento, respectivamente.



Como resultado de las operaciones de inyección de liquidez anteriormente mencionadas, disminuyó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en los pasivos totales del Banco Central. Estos pasaron de representar el 13,2 por ciento de las reservas internacionales en diciembre de 2013 a 8,4 por ciento para setiembre de 2014. Por su parte, la participación del encaje pasó de 31,0 a 27,1 por ciento en el mismo periodo. El encaje en soles se redujo de 9,1 a 4,9 por ciento de las reservas internacionales mientras que el encaje en dólares se elevó de 21,9 a 22,2 por ciento. Los depósitos del sector público siguieron siendo la mayor fuente de esterilización. Estos pasaron de representar 36,3 por ciento de las reservas internacionales en diciembre de 2013 a 43,6 por ciento en setiembre.

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

	Dic.13	Set.14
<b>Activos netos</b>		
<b>I. Reservas internacionales netas</b>	<b>100,0%</b> (US\$ 65 663 mills)	<b>100,0%</b> (US\$ 64 453 mills)
<b>Pasivos netos</b>		
<b>II. Depósitos totales del Sector Público</b>	<b>36,3%</b>	<b>43,6%</b>
En moneda nacional	19,9%	27,0%
En moneda extranjera (Millones de US\$)	16,4%	16,6%
<b>III. Depósitos totales por encaje</b>	<b>31,0%</b>	<b>27,1%</b>
En moneda nacional	9,1%	4,9%
En moneda extranjera (Millones de US\$)	21,9%	22,2%
<b>IV. Instrumentos del BCRP</b>	<b>13,2%</b>	<b>8,4%</b>
CD BCRP	10,3%	7,3%
CDR BCRP	1,7%	3,2%
Depósitos <i>overnight</i>	1,7%	1,6%
Repos con monedas <sup>1/</sup>	0,0%	-0,9%
Repos con títulos <sup>1/</sup>	-0,5%	-2,7%
<b>V. Circulante</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,2%</b>
<b>VI. Otros</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,7%</b>

1/ El signo negativo indica operación de inyección de liquidez.

## Encajes

76. El BCRP ha venido adoptando medidas de flexibilización de su régimen de encaje en moneda nacional a fin de proveer liquidez en soles a la banca para facilitar que la banca atienda la mayor demanda por créditos en soles, en un contexto en que los depósitos en soles han venido creciendo a tasas bajas. Así, el Banco Central ha reducido gradualmente el encaje medio desde 20,0 por ciento en mayo de 2013 hasta 10,5 por ciento en octubre de 2014, lo que ha permitido liberar liquidez por alrededor de S/. 10 140 millones. En julio se redujo el encaje medio en moneda nacional de 12,0 a 11,5 por ciento, en setiembre, la tasa de encaje pasó de 11,5 a 11,0 por ciento y en octubre, el encaje pasó de 11,0 a 10,5 por ciento.

**Gráfico 93**  
**TASA DE ENCAJE DE MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA**  
 (Como porcentaje de las obligaciones sujetas al encaje)

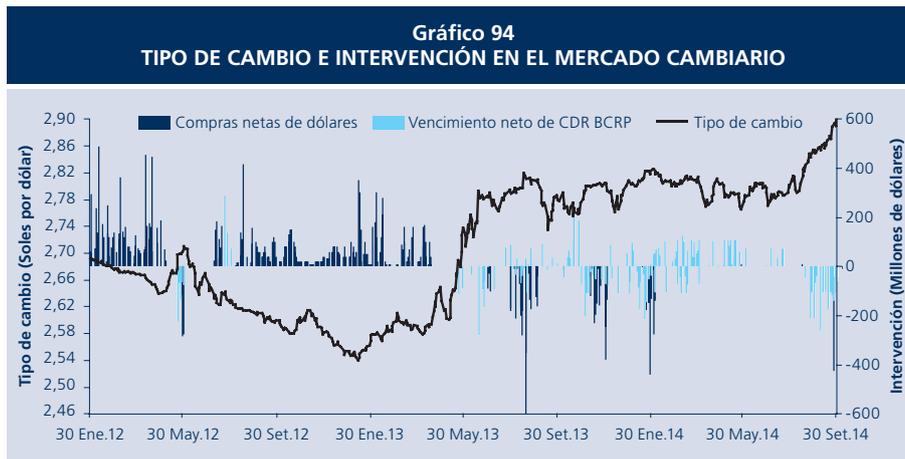


Cuadro 41  
MEDIDAS DE ENCAJE

	Moneda nacional			Moneda extranjera				
	Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Tope tasa de encaje medio	Régimen general			Adeudados externos	
				Tasa de encaje marginal para depósitos	Aumento en la tasa de encaje medio	Tope tasa de encaje medio	Corto plazo	Comercio exterior
May.12	30%	0,50%		55%	0,50%		60%	60%
Set.12	30%	0,50%		55%	0,50%		60%	25%
Oct.12	30%	0,50%		55%	0,50%		60%	25%
Nov.12	30%	0,75%		55%	0,75%		60%	25%
Ene.13	30%	0,25%		55%	0,75%		60%	25%
Feb.13	30%	--		55%	1,00%		60%	25%
Mar.13	30%	--		55%	0,50%		60%	25%
Abr.13	30%	--		55%	0,25%		60%	25%
May.13	30%	--		55%	--		60%	25%
Jun.13	30%	--	20%	55%	--		60%	25%
Ago.13	25%	--	19%	50%	--	45%	50%	20%
Set.13	20%	--	17%	50%	--	45%	50%	20%
Oct.13	16%	--	16%	50%	--	45%	50%	20%
Dic.13	15%	--	15%	50%	--	45%	50%	20%
Ene.14	14%	--	14%	50%	--	45%	50%	14%
Feb.14	13%	--	13%	50%	--	45%	50%	13%
Mar.14	12,5%	--	12,5%	50%	--	45%	50%	0%
Abr.14	12%	--	12%	50%	--	45%	50%	0%
Jul.14	11,5%	--	11,5%	50%	--	45%	50%	0%
Set.14	11,0%	--	11,0%	50%	--	45%	50%	0%
Oct.14	10,5%	--	10,5%	50%	--	45%	50%	0%

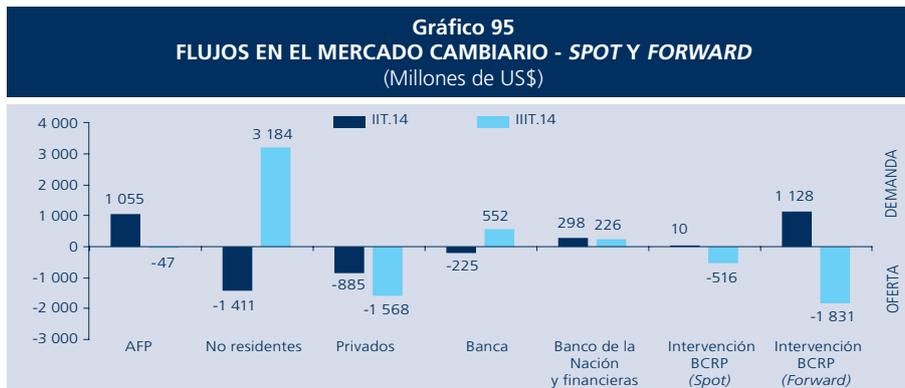
**Tipo de cambio e intervención cambiaria**

77. Durante la primera mitad del tercer trimestre del año, el tipo de cambio ha fluctuado en línea con la evolución de los mercados internacionales que estaban reflejando una estabilización en la aversión al riesgo sobre las economías emergentes. De esta manera, entre junio y la primera quincena de agosto, la moneda nacional se depreció 0,14 por ciento, pasando de un nivel de S/. 2,800 por dólar al cierre de junio a S/. 2,804 por dólar al 15 de agosto. Sin embargo, a partir de la segunda semana de agosto se registraron mayores presiones depreciatorias sobre la moneda local, pasando de un nivel de S/. 2,804 por dólar a la primera quincena de agosto a S/. 2,888 por dólar en setiembre; una variación de 3,0 por ciento. Esto reflejó el fortalecimiento del dólar por un mayor optimismo sobre el ritmo de recuperación de la economía de EUA.



En el tercer trimestre, a diferencia del segundo trimestre, se registró una demanda neta de dólares por US\$ 2 347 millones, la cual provino principalmente de agentes no residentes quienes modificaron su posición de mercado ofertante del segundo trimestre (US\$ 1 411 millones) a una demandante durante el tercer trimestre (US\$ 3 184 millones). Esta demanda se observó, principalmente, en el mercado de derivados por US\$ 2 440 millones, para cubrir las posiciones de estos agentes en sus bonos del Tesoro en moneda nacional.

En este contexto, el BCRP empezó a intervenir mediante las colocaciones netas de CDRBCRP por US\$ 1 831 millones y en el mercado *spot*, en menor medida, con ventas netas por US\$ 516 millones, durante el tercer trimestre.



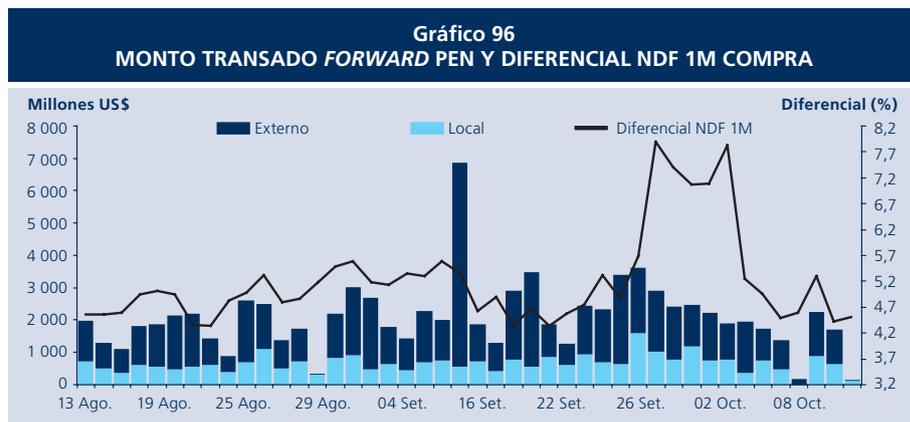
A partir de octubre se realizaron las primeras subastas del nuevo instrumento cambiario del BCRP, el *swap* cambiario, por un monto de S/. 300 millones en cada subasta bajo la modalidad de venta, totalizando S/. 900 millones al 7 de octubre. En este tipo de *swap* cambiario el BCRP se compromete a pagar una tasa de interés fija sobre un monto nominal en dólares mientras que la entidad participante se compromete a pagar una tasa de interés variable sobre el nominal en soles. Este tipo de operaciones cambiarias tienen la ventaja de que proveen un activo de cobertura para las operaciones *forward* de





las entidades financieras sin alterar la liquidez en soles de la banca, ya que únicamente se intercambian flujos netos de intereses al vencimiento.

De esta forma, la intervención del BCRP en el mercado *forward* a través de este nuevo *swap* cambiario ha contribuido a la reducción del diferencial de tasas de interés implícito en los *forward* compra a un mes de 7,1 por ciento al cierre de setiembre a 4,5 por ciento al 13 de octubre.



78. El índice de tipo de cambio real multilateral entre diciembre de 2013 y setiembre de 2014 se mantuvo estable, en alrededor de 95. Comparado con setiembre de 2013, el índice de tipo de cambio real multilateral se depreció 0,9 por ciento, explicado por una mayor depreciación del Nuevo Sol.



### Liquidez y crédito

79. El circulante promedio incrementó ligeramente su crecimiento entre junio y setiembre de 2014, pasando de 7,4 a 10,3 por ciento anual, lo cual indicaría un mayor ritmo de actividad que el observado en meses previos. Para los siguientes meses se prevé que la demanda por circulante se incremente a niveles más cercanos a 10 por ciento

para este año, como reflejo de una recuperación en el ritmo de crecimiento de la actividad económica, y para 2015, se espera un crecimiento anual de alrededor de 12 por ciento.

La liquidez en moneda nacional se recuperó en lo que va del tercer trimestre, de esta forma en agosto registró un crecimiento anual de 8,1 por ciento (5,6 por ciento en junio). Esto se dio como resultado del incremento de la tasa de crecimiento del circulante y de los depósitos en moneda nacional, en particular de personas naturales (de ahorro y a plazo).

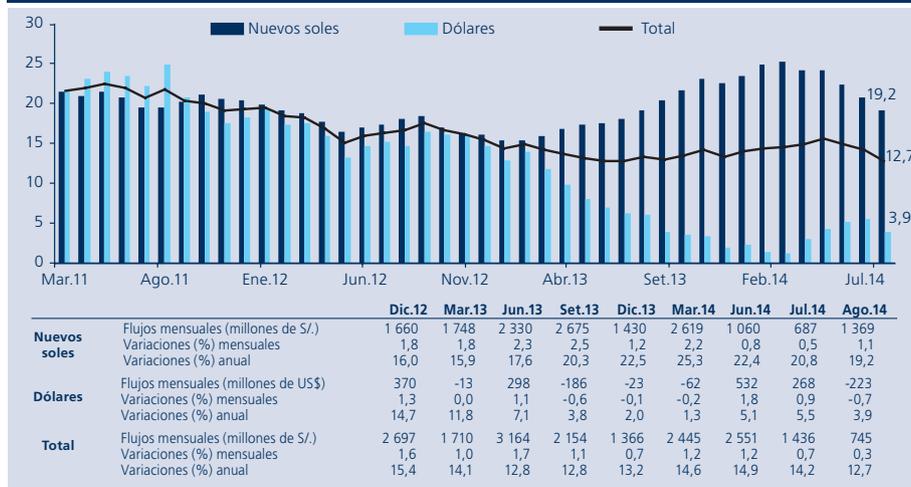
**Cuadro 42**  
**AGREGADOS MONETARIOS (FIN DE PERIODO)**  
(Variación porcentual doce meses)

	Dic.09	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Ago.14
Circulante	11,0	25,4	13,0	18,3	17,6	16,2	13,3	9,3	8,5	7,7	8,6
Depósitos en moneda nacional	16,7	32,3	17,7	24,8	23,6	21,1	13,9	11,2	4,4	5,0	7,7
Liquidez en moneda nacional	14,4	30,7	16,6	23,1	22,7	20,3	14,1	10,8	5,7	5,6	8,1
Liquidez total <sup>1/</sup>	10,9	23,2	16,8	14,1	13,9	13,8	13,8	11,3	10,2	8,5	6,6
Crédito en moneda nacional al sector privado	17,9	21,2	20,4	16,0	15,9	17,6	20,3	22,5	25,3	22,4	19,2
Crédito total al sector privado	8,9	21,2	19,4	15,4	14,1	12,8	12,8	13,2	14,6	14,9	12,7

1/ Incluye moneda extranjera.

80. En lo que va del tercer trimestre se observa un menor ritmo de expansión del crédito al sector privado. En agosto el crédito al sector privado creció 12,7 por ciento anual, siendo el crédito en soles el más dinámico (19,2 por ciento de crecimiento en los últimos 12 meses). El crédito en moneda extranjera se expandió en agosto 3,9 por ciento. La desaceleración en el crecimiento del crédito refleja principalmente el menor dinamismo de la actividad económica observado en el segundo trimestre.

**Gráfico 98**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(Variación porcentual doce meses)





81. Los segmentos de crédito más dinámicos fueron el sector de mediana empresa, que se expandió 19,7 por ciento en el año, y el segmento corporativo y gran empresa, que se expandió 15,4 por ciento en agosto; mientras que el segmento menos dinámico fue el de pequeña y mediana empresa.

El crédito a personas registró tasas de crecimiento más modestas, en particular para el caso de crédito vehicular, que se expandió 7,6 por ciento. Por su parte, el crédito hipotecario creció 13,2 por ciento, por encima del resto de segmentos de crédito a personas.

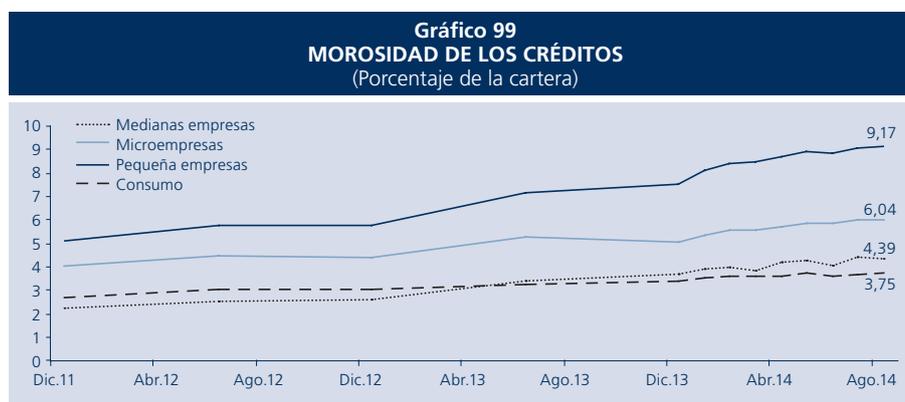
Cuadro 43 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (Variación porcentual doce meses)							
	Dic.12	Jun.13	Set.13	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Ago.14
<b>Empresas</b>	<b>13,3</b>	<b>10,9</b>	<b>11,9</b>	<b>13,1</b>	<b>14,9</b>	<b>16,0</b>	<b>12,9</b>
Corporativo y Gran Empresa	8,5	10,6	17,2	21,6	22,4	22,3	15,4
Mediana Empresa	18,4	11,7	9,2	10,5	15,6	21,8	19,7
Pequeña y Micro Empresa	16,7	10,6	5,8	2,2	2,0	0,0	1,7
<b>Personas</b>	<b>19,4</b>	<b>16,2</b>	<b>14,5</b>	<b>13,4</b>	<b>14,1</b>	<b>13,0</b>	<b>12,4</b>
<b>Consumo</b>	<b>15,3</b>	<b>12,1</b>	<b>11,3</b>	<b>11,5</b>	<b>12,8</b>	<b>12,2</b>	<b>11,8</b>
Vehicular	25,2	23,2	18,7	14,5	10,6	8,8	7,6
Tarjeta	13,4	7,5	8,2	8,2	10,2	12,2	11,5
<b>Hipotecario</b>	<b>25,7</b>	<b>22,3</b>	<b>19,0</b>	<b>16,2</b>	<b>15,9</b>	<b>14,1</b>	<b>13,2</b>
<b>Total</b>	<b>15,4</b>	<b>12,8</b>	<b>12,8</b>	<b>13,2</b>	<b>14,6</b>	<b>14,9</b>	<b>12,7</b>

El crédito a pequeñas y microempresas se recuperó ligeramente en agosto en comparación al cierre del segundo trimestre, por un mayor ritmo de crecimiento del crédito no bancario (10,3 por ciento en agosto contra 6,4 por ciento en junio), en particular el ritmo del crecimiento del crédito en soles se incrementó significativamente, pasó de 7,6 por ciento en junio a 11,7 por ciento en agosto. Ello fue parcialmente compensado por un menor crédito bancario (-7,4 por ciento en agosto). El crédito en dólares de ambas fuentes siguió cayendo.

Cuadro 44 CRÉDITOS A PEQUEÑAS Y MICRO EMPRESAS								
	Flujos Anuales				Tasas de crecimiento % 12 meses			
	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Ago.14	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Ago.14
<b>Bancos</b>	-698	-1 168	-1 083	-1 162	-4,4	-7,4	-6,9	-7,4
MN	141	-255	-575	-731	1,1	-2,1	-4,6	-5,8
ME	-300	-326	-181	-154	-23,8	-26,8	-16,3	-14,1
<b>Resto</b>	1 436	1 724	1 089	1 699	9,0	10,8	6,4	10,3
MN	1 640	1 795	1 184	1 763	11,3	12,3	7,6	11,7
ME	-73	-25	-34	-23	-13,7	-5,1	-6,9	-4,8
<b>Total</b>	738	556	6	537	2,3	1,8	0,0	1,7
MN	1 781	1 540	609	1 032	6,6	5,7	2,2	3,7
ME	-373	-351	-215	-177	20,8	-20,6	-13,4	-11,3

En agosto, se mantuvo la tendencia al alza en los ratios de morosidad del crédito de sociedades de depósito. El ratio de morosidad del crédito a empresas aumentó

de 3,04 por ciento en junio a un nivel de 3,11 por ciento en agosto. Dentro de este segmento, el crédito a empresas medianas es el que tuvo el mayor incremento en el ratio de morosidad por segundo trimestre consecutivo, pasando de 4,07 por ciento en junio a 4,39 por ciento en agosto. Por su parte, el crédito a pequeñas empresas pasó de 8,87 por ciento en junio a 9,17 por ciento en agosto, mientras que el crédito a la microempresa pasó de 5,86 por ciento en junio a 6,04 por ciento en agosto. El ratio de morosidad del crédito a personas también siguió aumentando y se ubicó en 2,63 por ciento en agosto, un nivel superior al 2,55 por ciento registrado en junio de este año, destacando el incremento en 14 puntos básicos de la morosidad de los créditos de tarjetas de crédito.



**Cuadro 45**  
**ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO**

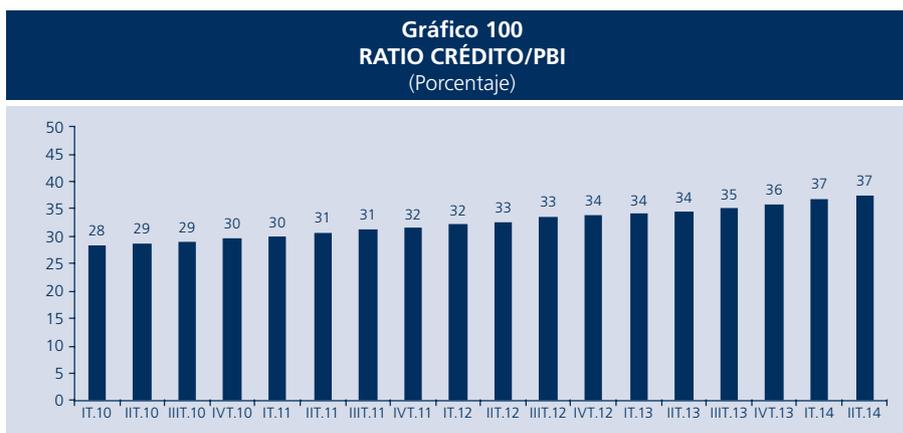
	Dic. 11	Dic. 12	Jun. 13	Set. 13	Dic. 13	Mar. 14	Jun. 14	Jul. 14	Ago. 14
<b>Empresas</b>	<b>1,88</b>	<b>2,28</b>	<b>2,81</b>	<b>2,90</b>	<b>2,81</b>	<b>3,10</b>	<b>3,04</b>	<b>3,16</b>	<b>3,11</b>
Corporativo	0,04	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02	0,13	0,01	0,00
Gran empresa	0,21	0,40	0,37	0,39	0,38	0,54	0,43	0,55	0,67
Mediana empresa	2,18	2,60	3,40	3,64	3,72	3,88	4,07	4,48	4,39
Pequeña empresa	5,05	5,75	7,14	7,73	7,56	8,54	8,87	9,08	9,17
Microempresa	4,00	4,36	5,27	5,52	5,08	5,57	5,86	6,00	6,04
<b>Personas</b>	<b>1,89</b>	<b>2,08</b>	<b>2,21</b>	<b>2,24</b>	<b>2,32</b>	<b>2,51</b>	<b>2,55</b>	<b>2,60</b>	<b>2,63</b>
Consumo	2,64	3,05	3,28	3,30	3,39	3,66	3,64	3,69	3,75
Vehiculares	2,84	2,79	2,97	3,25	3,37	3,76	4,90	4,91	4,98
Tarjeta	3,40	4,10	4,42	4,39	4,71	5,07	3,99	4,11	4,14
Hipotecario	0,85	0,82	0,90	0,96	1,02	1,15	1,26	1,31	1,33
<b>Morosidad Promedio</b>	<b>1,84</b>	<b>2,16</b>	<b>2,54</b>	<b>2,60</b>	<b>2,57</b>	<b>2,82</b>	<b>2,88</b>	<b>2,97</b>	<b>2,95</b>

82. Para el año 2014 se proyecta un crecimiento del crédito de alrededor de 11,2 por ciento, impulsado principalmente por el crédito en moneda nacional que se proyecta continuará siendo el más dinámico. Esta evolución del crédito es consistente con la proyección de crecimiento del PBI de 3,1 por ciento para 2014, y con la previsión de un menor uso de financiamiento externo directo por parte del sector corporativo que en el año 2013. De continuar la disminución del ritmo de crecimiento de los depósitos en soles, el BCRP evaluará continuar reduciendo la tasa de encaje en soles





con el objetivo de proveer una fuente más permanente de expansión de liquidez, de tal manera que no se afecten las tasas de interés en moneda nacional del sistema financiero. Para 2015, se prevé un crecimiento de 13,2 por ciento, siendo el crédito en soles el más dinámico. Con ello, se prevé que el ratio de crédito sobre PBI continuará incrementándose durante 2014.



83. La dolarización del crédito pasó de 39,8 por ciento en junio a 39,4 por ciento en agosto; en línea con la tendencia en el año. La dolarización de la liquidez se redujo de 33,4 a 32,2 por ciento en similar periodo. Con esto revierte la tendencia que se observó en el primer trimestre y se pone por debajo del nivel observado en diciembre de 2013 (33,0 por ciento).



Por tipo de crédito, el crédito hipotecario continúa su tendencia de desdolarización, (de 35,0 a 34,6 por ciento entre junio y agosto de 2014). Ello estaría reflejando en parte las medidas de encaje condicionales a la expansión del crédito hipotecario y vehicular en moneda extranjera que el BCRP implementó en marzo de 2013. Por su parte, el coeficiente de dolarización del crédito a empresas se mantuvo

estable en 50,5 por ciento, como reflejo del efecto contrapuesto de una menor dolarización de los créditos para corporativos y grandes empresas, mientras que en el caso de los créditos a medianas y pequeñas empresas, la dolarización aumentó ligeramente.

Cuadro 46 COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO								
	Dic.11	Dic.12	Jun.13	Set.13	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Ago.14
<b>Empresas</b>	<b>55,9</b>	<b>56,1</b>	<b>54,2</b>	<b>52,4</b>	<b>51,2</b>	<b>49,6</b>	<b>50,5</b>	<b>50,5</b>
Corporativo y Gran Empresa	71,4	74,2	72,3	67,4	65,7	62,6	64,1	63,5
Mediana Empresa	68,8	68,0	65,5	64,0	62,3	61,0	60,2	60,3
Pequeña y Microempresa	17,1	15,8	13,8	13,4	12,2	11,8	11,9	12,0
<b>Personas</b>	<b>25,8</b>	<b>25,6</b>	<b>24,4</b>	<b>23,2</b>	<b>22,0</b>	<b>21,1</b>	<b>20,3</b>	<b>20,2</b>
Consumo	10,2	10,5	10,5	10,1	9,8	9,6	9,5	9,5
Vehiculares	70,4	78,1	78,5	77,1	74,8	72,8	71,7	71,3
Tarjeta	6,5	7,0	7,3	7,1	6,8	6,8	6,8	6,9
Hipotecario	50,1	47,1	43,6	41,0	38,5	36,5	35,0	34,6
<b>TOTAL</b>	<b>45,6</b>	<b>45,3</b>	<b>43,4</b>	<b>42,0</b>	<b>40,8</b>	<b>39,5</b>	<b>39,8</b>	<b>39,7</b>

### Emisiones de bonos del sector privado

84. En el tercer trimestre de 2014, las empresas no financieras realizaron emisiones de valores en el mercado local por S/. 359 millones. Este menor dinamismo en el mercado de bonos de las empresas no financieras contrastó con los elevados montos emitidos por las empresas financieras.

Las emisiones de empresas en el mercado internacional entre julio y setiembre ascendieron a US\$ 1 125 millones (US\$ 1 306 millones en el trimestre previo) a una tasa cupón entre 2,75 por ciento y 5,25 por ciento en dólares a plazos entre 4 y 15 años.





**Cuadro 47**  
**EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL**

Empresa	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
<b>AÑO 2013</b>	<b>6 389</b>		
<b>Sector no Financiero</b>	<b>4 153</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%
Ferreyrcorp	300	7	4,88%
Transportadora de Gas del Perú	850	15	4,25%
Consortio Transmantaro	450	10	4,38%
Inkia Energy	150	8	8,38%
San Miguel Industrias	200	7	7,75%
Andino Investment Holding	115	7	11,00%
Planta de Reserva Fría de Generación de Eten	133	20	7,65%
<b>Sector Financiero</b>	<b>2 236</b>		
Sector Financiero Privado	1 736		
BBVA Banco Continental	300	4	2,31%
Banco de Crédito	716	10	4,25%
BBVA Banco Continental	500	5	3,25%
Banco de Crédito	170	14	6,13%
Interbank	50	10	7,50%
<b>Sector Financiero Público</b>	<b>500</b>		
Fondo MiVivienda	500	10	3,50%
<b>AÑO 2014</b>	<b>4 381</b>		
<b>Sector no Financiero</b>	<b>2 177</b>		
Compañía Minera Ares	350	7	7,75%
Minsur	450	10	6,25%
Abengoa Transmisión Sur	432	29	6,88%
Camposol	75	3	9,88%
Rutas de Lima**	370	22	8,38%
Rutas de Lima***	150	25	5,25%
InRetail Shopping Mall	350	7	6,50%
<b>Sector Financiero</b>	<b>2 204</b>		
<b>Sector Financiero Privado</b>	<b>1 025</b>		
Banco de Crédito	200	13	6,13%
Interbank	300	15	6,63%
Banco de Crédito	225	4	2,75%
BBVA Banco Continental	300	15	5,25%
<b>Sector Financiero Público</b>	<b>1 179</b>		
Fondo MiVivienda	300	5	3,38%
Fondo MiVivienda*	279	4	1,25%
COFIDE	300	5	3,25%
COFIDE	300	15	5,25%
* Emisión en Francos suizos.			
** Emisión en Nuevos Soles.			
*** Emisión en Nuevos Soles VAC.			

### Mercado inmobiliario

85. En el tercer trimestre del año, los precios por metro cuadrado de los diez distritos de la muestra (La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro, Surco, Jesús María, Lince,

Magdalena, Pueblo Libre y San Miguel), en soles constantes, se redujeron en 4,0 por ciento 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.



El ratio entre el precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER por sus siglas en inglés), que muestra el número de años que se tendría que alquilar un inmueble para recuperar el valor de adquisición, ha mostrado una evolución estable en los últimos años, manteniéndose en los rangos considerados como normales, de acuerdo con los criterios considerados en el Global Property Guide<sup>3</sup>.

**Cuadro 48**  
**PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M<sup>2</sup> 1/**

	2012-IIIIT	2012-IVT	2013-IT	2013-IIIT	2013-IIIIT	2013-IVT	2014-IT	2014-IIIT	2014-IIIIT*
Jesús María	15,5	14,9	15,0	15,6	15,7	16,2	16,9	16,0	15,5
La Molina	12,4	11,6	13,7	14,7	15,5	16,4	17,2	16,9	16,2
Lince	14,2	16,4	14,1	14,6	15,4	15,5	16,2	15,2	15,2
Magdalena	13,1	16,0	14,0	14,5	15,1	15,0	15,0	15,0	15,3
Miraflores	15,3	15,0	14,8	16,5	16,3	15,9	16,8	17,4	15,8
Pueblo Libre	15,2	16,0	14,1	14,3	15,3	16,1	16,3	16,5	15,9
San Borja	16,8	18,2	18,6	17,5	17,1	16,7	17,2	17,9	18,8
San Isidro	17,2	18,4	18,0	17,2	17,3	17,7	17,8	18,2	17,5
San Miguel	16,1	15,6	14,4	14,8	14,7	15,0	15,5	14,7	15,0
Surco	17,1	15,0	16,8	16,3	16,5	16,6	17,0	17,6	18,5
<b>Agregado</b>									
Promedio	15,3	15,7	15,3	15,6	15,9	16,1	16,6	16,5	16,4

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

3 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).





---

### Recuadro 3

#### EL CANAL DE TASAS DE INTERÉS Y LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

La efectividad de la política monetaria para afectar al sector real se puede medir a través de su canal de transmisión más inmediato: el canal de tasas de interés. Al respecto, existe evidencia para la economía peruana de que el efecto de cambios en la tasa de interés de referencia sobre las demás tasas de interés de mercado (conocido como "efecto traspaso") aumentó a partir de la implementación del esquema de metas de inflación en el Perú y este canal se ha mantenido luego de la crisis financiera internacional de 2008.

Lahura (2005) encuentra que el efecto traspaso de largo plazo es incompleto: cambios en la tasa de interés de referencia no se trasladan completamente a las tasas de interés de mercado. Sin embargo, el traspaso se habría incrementado luego del anuncio del corredor de tasas de interés de referencia en 2001 y luego habría aumentado su velocidad y magnitud con la adopción formal del esquema de metas explícitas de inflación en 2002.

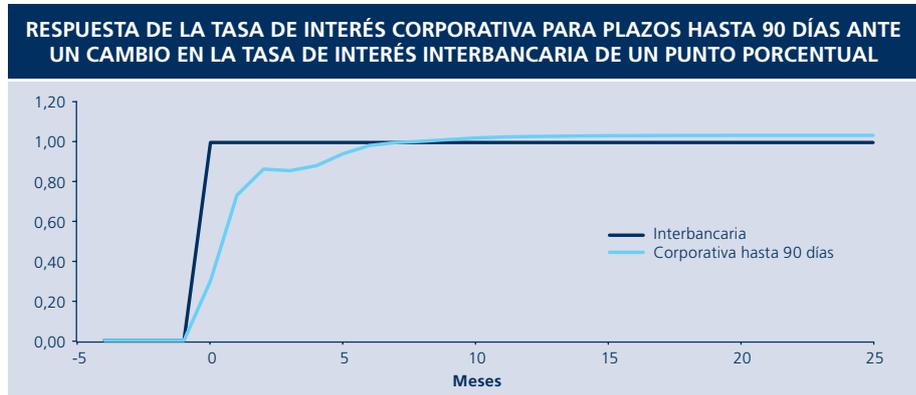
Utilizando una muestra más reciente, Rodríguez (2009) encuentra que si bien el efecto traspaso de tasas de interés no es completo, este se ha incrementado desde el año 2001, tanto para las tasas activas como para las pasivas, y la velocidad de ajuste se ha incrementado en las tasas pasivas. Incluso en el caso de la reducción de tasa de interés de referencia en el primer semestre del año 2009 en respuesta a la crisis financiera internacional, el efecto traspaso hacia las tasas activas y pasivas fue robusto.

Rostagno y Castillo (2010) utilizan una muestra de tasas de interés desagregada por plazos y distintos tipos de créditos y depósitos. Ellos encuentran que en el período 2002-2010 si bien el efecto traspaso no es completo, este es significativo para la mayoría de tasas de interés consideradas, a excepción de las asociadas a préstamos a microempresa, de consumo e hipotecarios y a depósitos de CTS. Además, no existirían diferencias en el efecto traspaso entre las tasas activas y pasivas consideradas, siendo el efecto mayor en las tasas de interés de corto plazo. Finalmente, los autores encuentran que el efecto traspaso se ha mantenido durante el período de expansión monetaria posterior a la crisis financiera internacional, y que para las tasas de corto plazo, tanto activas como pasivas, la magnitud de dicho efecto ha sido mayor.

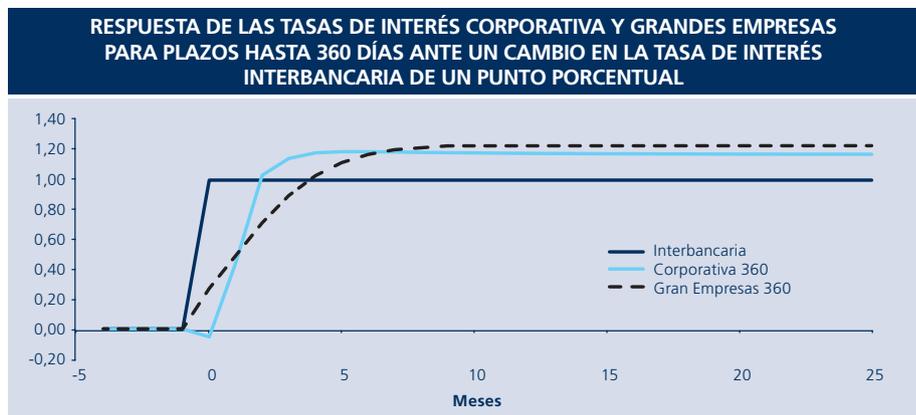
Siguiendo una metodología similar a Rodríguez, se presentan a continuación los resultados de evaluar el efecto traspaso utilizando una muestra más amplia (2001-2014). La metodología que se utiliza es estimar un vector de cointegración y un modelo de corrección de errores entre la tasa de interés interbancaria y las distintas tasas de interés del mercado. Con esto es posible simular la respuesta de las distintas tasas de interés de mercado producto de cambios en la tasa de interés interbancaria que es afectada directamente por el Banco Central.

Las tasas de interés activas muestran respuestas a largo plazo mayores que el aumento de la tasa de interés interbancaria. En el caso de la tasa de interés corporativa hasta 90 días el efecto total es de 104 puntos básicos (pbs) frente a un aumento de 100 pbs en la tasa interbancaria. En este caso toma 7 meses para que la tasa aumente los primeros 100 pbs.

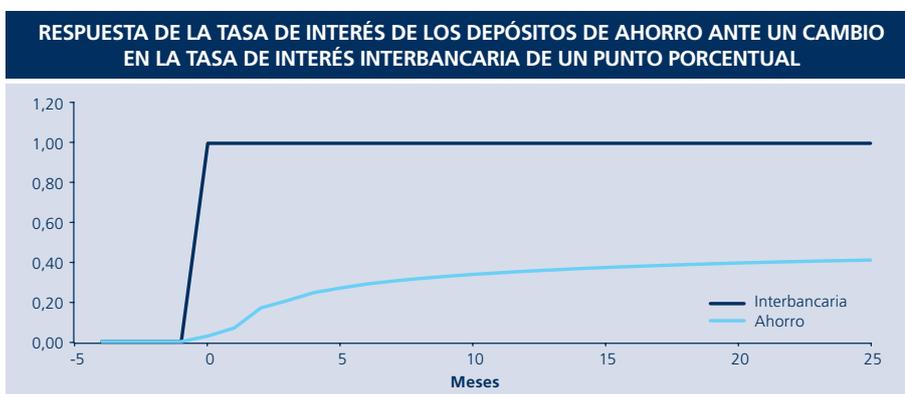




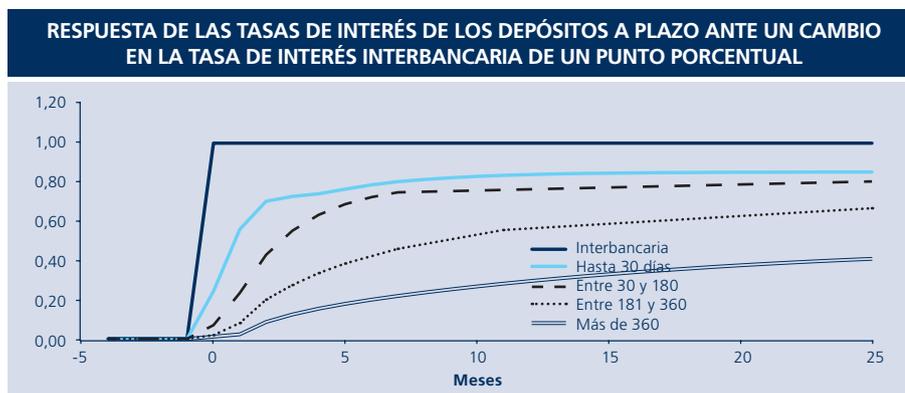
Debido al cambio metodológico para calcular las tasas de interés activas, no es posible hacer un análisis de la muestra completa con otras tasas de interés activas. Sin embargo, es posible realizar el análisis con una muestra que comienza a mediados de 2010. Con esta muestra podemos observar que las tasas de interés activas aún muestran respuestas mayores ante cambios en la tasa interbancaria. Se reportan los resultados para las tasas para préstamos hasta 360 días, corporativas y para grandes empresas. La tasa de interés corporativa tiene un efecto total de 117 pbs mientras que la tasa para grandes empresas aumenta 123 pbs. Se observa también que el efecto es más rápido en estas tasas, la tasa corporativa supera los 100 pbs de aumento apenas a los 2 meses del choque.



Los resultados para las tasas pasivas confirman que el traspaso no es completo para estas tasas. Un aumento de 100 puntos básicos en la tasa de interés interbancaria genera un aumento total de 45 pbs en la tasa que pagan los bancos por los depósitos de ahorro. Este traspaso tampoco es inmediato, toma 4 meses para que se dé la mitad del aumento total y 21 meses para que el impacto sea 90 por ciento del efecto total.



De manera similar el traspaso a las tasas de interés de los depósitos a plazo tampoco es completo. La tasa de los depósitos a plazo hasta 30 días aumenta sólo 85 pbs ante un aumento de 100 pbs de la tasa interbancaria. En este caso la transmisión es más rápida, toma sólo 6 meses que el 90 por ciento del efecto de largo plazo se haga efectivo. Se observa también que el efecto traspaso es menor en tasas de interés de mayor plazo. El efecto total es de 81 pbs para los depósitos a plazo de 30 a 90 días, 69 pbs para depósitos entre 181 y 360 días y 51 pbs para depósitos a plazo de mayor duración.



De este análisis podemos concluir que el efecto traspaso sobre las tasas de interés se da con distinta magnitud y en diferentes horizontes de acuerdo a la tasa. Para el caso de las tasas pasivas observamos que a mayor plazo del depósito menor es el efecto total. Observamos también que el efecto traspaso parece ser más importante en las tasas activas que en las pasivas. Esto podría deberse a la diferencia entre el mercado de depósitos y el mercado de préstamos o también a la interacción entre la tasa de encaje y el efecto traspaso de la tasa de interés.





	Rodríguez (2010)		RI - Octubre 2014
	Muestra pre-crisis	Muestra completa (2010)	Muestra completa (2014) <sup>1/</sup>
Tasas activas			
Corporativa a 90 días	1,07	1,04	1,04
Préstamos a 360 días	0,65	0,68	
Préstamos corporativos a 360 días			1,17
Préstamos a grandes empresas 360 días			1,23
Tasas pasivas			
Ahorro	0,53	0,46	0,45
Depósitos a 30 días	0,82	0,86	0,85
Depósitos a 180 días	0,81	0,81	0,81
Depósitos a 360 días	0,74	0,70	0,69

1/ Para los préstamos corporativos y grandes empresas la muestra empieza en agosto de 2010.

#### Recuadro 4

#### EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE EFECTOS DINÁMICOS DE LA TASA DE ENCAJE EN EL PERÚ

Desde el año 2008, en el contexto de la Crisis Financiera Internacional y de las respuestas de política expansivas implementadas por las economías desarrolladas, el BCRP ha venido utilizando de manera cíclica las tasas de encaje en soles y dólares (medio y marginal) como parte de sus acciones de política monetaria con el objetivo de mantener una evolución ordenada de la liquidez y el crédito. Estudios recientes que utilizan datos a nivel de entidades financieras y estimaciones contra factuales sugieren que las medidas de encaje en el Perú han sido efectivas para reducir la volatilidad del ciclo crediticio.

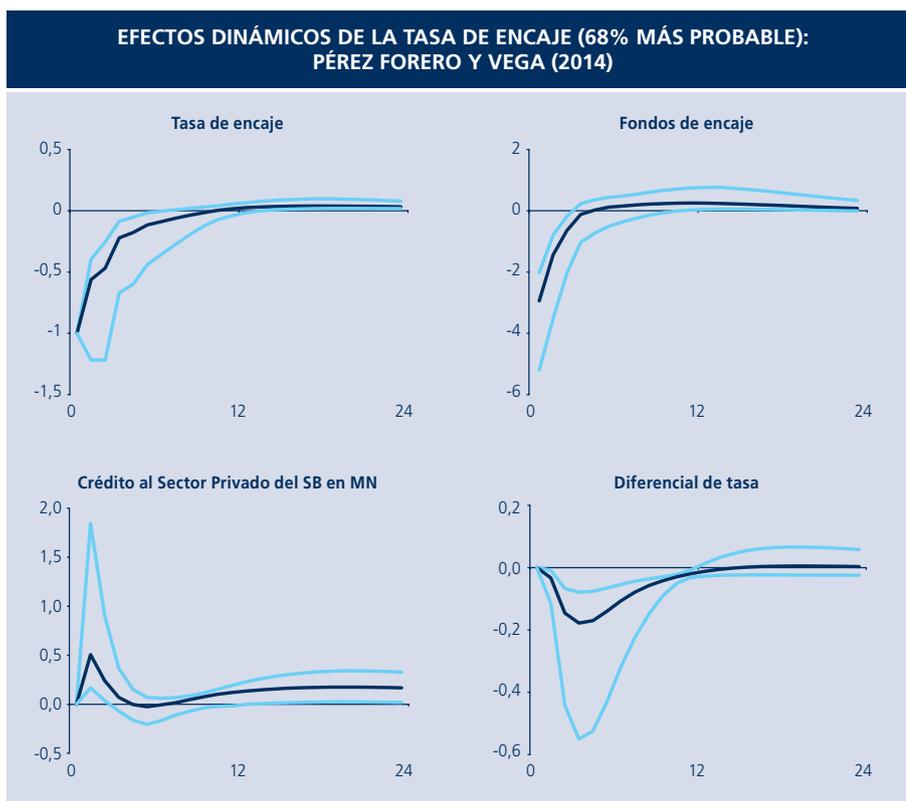
En este recuadro se provee evidencia empírica adicional de los efectos del encaje a partir de la estimación de un modelo de vectores autorregresivos con restricciones de signos y ceros que sigue la metodología recientemente propuesta por Arias, Rubio-Ramírez y Waggoner (2014). Esta metodología es lo suficientemente integral y general que permite considerar en la identificación de los choques de encaje, tanto los efectos teóricos que postulan diversos modelos, como los efectos esperados del encaje por parte del BCRP.

Una de las ventajas de un sistema de Vectores Autorregresivos (VAR) es que permite descomponer cada variable macroeconómica de interés perteneciente al modelo sólo en términos de variables exógenas o choques estructurales. Uno de estos choques estructurales puede ser catalogado como un choque de encaje. Para identificar este choque de encaje y poder simular sus efectos en el crédito, se impone que un choque negativo en la tasa de encaje en soles reduzca la tasa de encaje media, los fondos de encaje y el diferencial entre tasas activas y pasivas, todo esto dentro de los primeros meses de ocurrido el choque. Las demás variables del modelo, como el crédito, no se restringen.

Para la estimación se utilizan datos mensuales desde 1995 hasta 2013 de los fondos de encaje en soles de la banca, del tipo de cambio interbancario, de la tasa de interés interbancaria, del encaje medio en soles, del crédito al sector privado en soles, de las tasas activas y pasivas en soles (TAMN, TIPNMN), del índice de precios al consumidor y del producto bruto interno real. El modelo además considera variables externas como controles exógenos.

### El mecanismo de transmisión de las tasas de encaje en el Perú

Para ilustrar los mecanismos de transmisión del encaje se simula el modelo estimado considerando una reducción del encaje medio en 1 por ciento. Los resultados se muestran en el siguiente gráfico:



Tal como se observa en los gráficos previos, una reducción en la tasa de encaje incrementa el crédito en moneda nacional y reduce el diferencial entre las tasas activas y pasivas. El mecanismo de transmisión del encaje es el siguiente: ante un recorte de esta tasa, se reducen los fondos de encaje o reservas que los bancos mantienen en el banco central lo que incrementa a disponibilidad de fondos prestables y con ello la oferta de crédito. La mayor oferta de crédito presiona a la baja las tasas de interés activa por la competencia existente en el sistema financiero. Del mismo modo, la reducción de los costos de intermediación afecta la tasa pasiva, al permitirle a los bancos ofrecer tasas más atractivas para los ahorristas.

Estos supuestos están en línea con los hallazgos de Den Haan, Ramey y Watson (2003), quienes indican que las tasas de interés pactadas entre los bancos y sus clientes provienen de negociaciones que determinan como repartir los beneficios de cada transacción entre las partes. Los menores costos de intermediación serán repartidos entre los bancos y sus clientes (ahorristas y prestatarios), generando una reducción en el diferencial de tasas activas y pasivas. El impacto del encaje en la reducción del *spread* reflejará la ganancia que los usuarios obtienen por la reducción de los costos de intermediación. Por su parte, los bancos obtendrán un mayor margen financiero debido a que los costos





son más bajos y el volumen de créditos más alto. Se produce entonces una reducción del diferencial de tasas de interés (tasas activas menos tasas pasivas).

Así, el gráfico muestra un incremento en el crédito al sector privado en el corto plazo. En particular se puede apreciar que la reducción del encaje medio de 100 puntos genera un incremento en el crédito en moneda nacional de la banca de 0,5 por ciento. El efecto es medianamente persistente y también se manifiesta sobre el diferencial entre las tasas de interés activas y pasivas. Cabe señalar que estos efectos se basan en un choque de una sola vez. Por tanto, los resultados reportados muestran que la modificación del encaje medio en soles genera un efecto significativo en el crédito al sector privado en soles, y con ello complementa y potencia el impacto de los cambios en la tasa de interés de referencia de la política monetaria.

Referencias:

- Arias, J., J. Rubio-Ramirez, and D. Waggoner (2014), "Inference Based on SVARs Identified with Sign and Zero Restrictions: Theory and Applications". Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 2014-1.
- Armas, A., P. Castillo, y M. Vega, "Esquema de metas de inflación y restricción cuantitativa: requerimientos de encaje en el Perú," 2014. Banco Central de Reserva del Perú, Documento de Trabajo 2014-003.
- Dancourt, O. (2012). "Crédito Bancario, Tasa de interés de política y tasa de encaje en el Perú". Pontificia Universidad Católica del Perú, Documento de Trabajo N°342.
- Glocker, C. y P. Towbin (2012b), "Reserve requirements for price and financial stability: When are they effective?" International Journal of Central Banking, 8 (1), 65–113.
- León, David y Zenón Quispe, "El encaje como instrumento no convencional de política monetaria," Revista Moneda, 2011, 2011 (143), 8–16.
- Rossini, Renzo y Marco Vega, "El mecanismo de transmisión de la política monetaria en un entorno de dolarización financiera: El caso del Perú entre 1996 y 2006," 2007. Banco Central de Reserva del Perú, Documento de Trabajo 2007-017.
- Tovar, C. E., Garcia-Escribano, M. y Vera Martin, M. (2012). "El crecimiento del crédito y la efectividad de los requerimientos de encaje y otros instrumentos macroprudenciales en América Latina." Revista de Estudios Económicos, 24, 45–64.

---

---

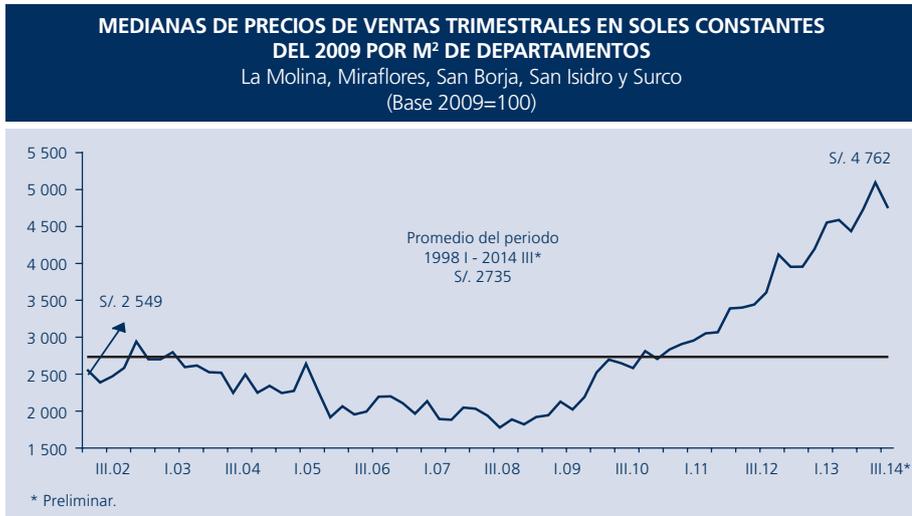
**Recuadro 5**

**PRECIOS DE VIVIENDA EN EL PERÚ Y EL RESTO DEL MUNDO**

Un análisis del precio de los inmuebles en el Perú desde finales de la década de los 90's muestra que el crecimiento de los precios en este sector ha sido consistente con la evolución de sus fundamentos económicos.

Hasta mediados de la década pasada los precios de viviendas en el Perú mostraron una tendencia decreciente en un contexto caracterizado por un lento aumento del crédito hipotecario, un bajo nivel de términos de intercambio y escaso financiamiento externo.

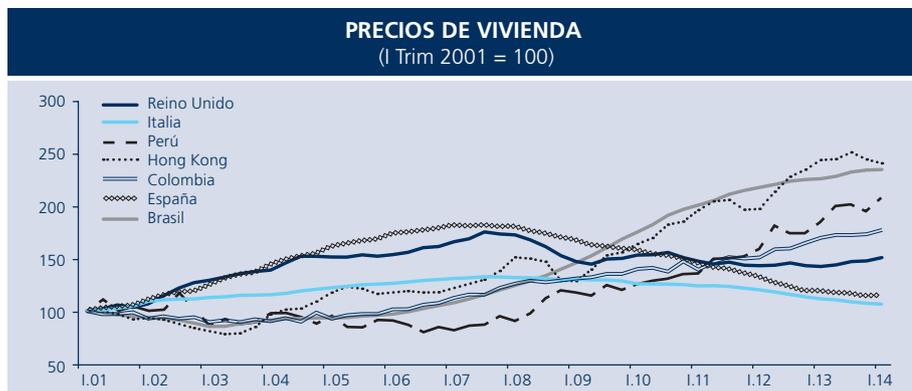
---



A partir de 2006 se observa un ciclo expansivo en la economía mundial que conlleva a una mejora importante en los términos de intercambio y a un mayor flujo de capitales hacia economías emergentes. Durante este período se observa un mercado de crédito más activo en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica.

Además de estos factores, la evolución de los precios de inmuebles en el Perú ha estado asociado al crecimiento demográfico caracterizado por una mayor proporción de la población entre 20 y 40 años que está buscando viviendas en un contexto con restricciones en la oferta de terrenos para construcción de inmuebles.

El incremento de precios de viviendas en el Perú se ha observado también en otras economías. Por ejemplo, mientras que los precios crecieron en 110 por ciento en el Perú desde 2001 y el primer trimestre de este año, en Brasil crecieron 137 por ciento y en Hong Kong 142 por ciento en el mismo período. Otro caso fue el de España, que tras experimentar un aumento de 121 por ciento entre 1997 y 2007, le siguió un período de una importante corrección de precios.

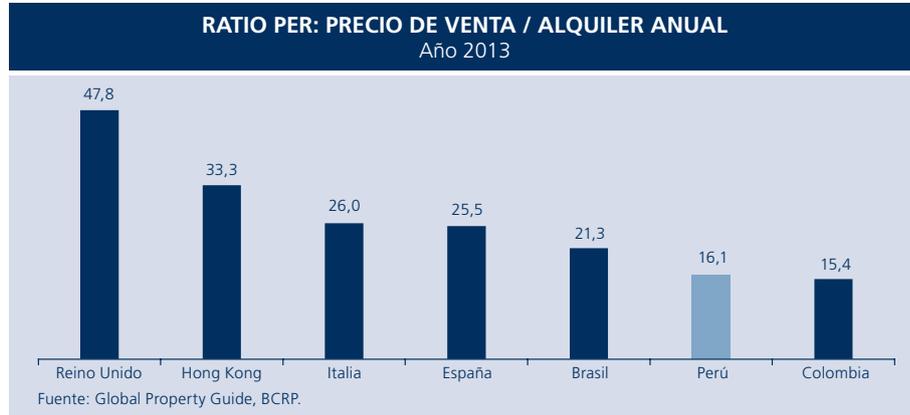


Una herramienta útil para evaluar los precios del mercado inmobiliario es el ratio PER (Price to Earnings Ratio), el cual representa la relación que existe entre el costo de adquirir y alquilar una vivienda. De acuerdo al *Global Property*





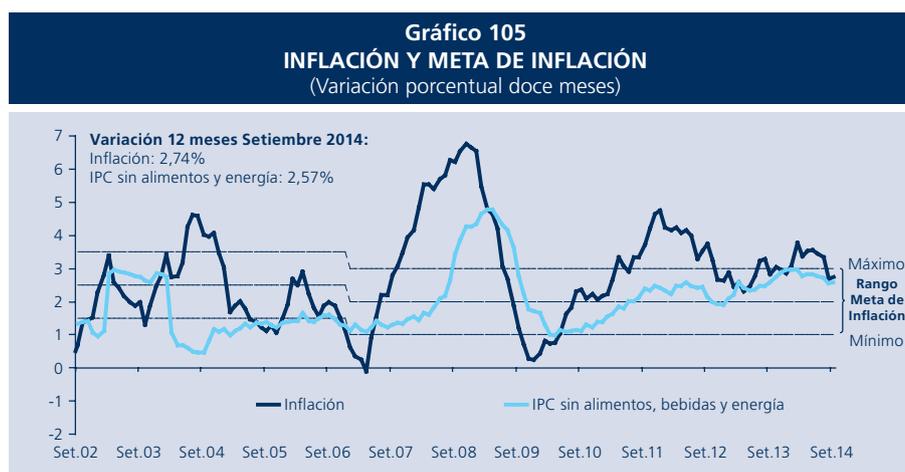
Guide, el PER debería ubicarse en un ratio normal de entre 12,5 y 25,0 y representa un indicador referencial, pues en países donde el mercado inmobiliario aún no está muy desarrollado se tendrían niveles más bajos del PER.



## VI. Inflación

### Ejecución a setiembre

86. El Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana (IPC) registró en el mes de setiembre una variación de 2,74 por ciento respecto al índice de setiembre de 2013 y de 2,75 por ciento respecto al de diciembre de 2013.
87. La inflación reflejó principalmente alzas en los precios de alimentos, combustibles y tarifas eléctricas. El componente de alimentos y energía se incrementó en 4,0 por ciento entre enero y setiembre y en 2,9 por ciento en los últimos 12 meses. La inflación sin alimentos y energía, es decir descontando el impacto de estos rubros de alta volatilidad de precios, ascendió a 1,75 por ciento entre enero y setiembre y a 2,57 por ciento en los últimos 12 meses.



**Cuadro 49**  
**INFLACIÓN**  
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2010	2011	2012	2013	2014		
						Set.	Ene.-Set. 12 meses	
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>2,08</b>	<b>4,74</b>	<b>2,65</b>	<b>2,86</b>	<b>0,16</b>	<b>2,75</b>	<b>2,74</b>
<b>1. IPC sin alimentos y energía</b>	<b>56,4</b>	<b>1,38</b>	<b>2,42</b>	<b>1,91</b>	<b>2,97</b>	<b>0,09</b>	<b>1,75</b>	<b>2,57</b>
a. Bienes	21,7	1,07	2,37	1,60	2,62	0,14	1,82	2,47
b. Servicios	34,8	1,58	2,45	2,10	3,18	0,07	1,70	2,63
<b>2. Alimentos y energía</b>	<b>43,6</b>	<b>2,98</b>	<b>7,70</b>	<b>3,55</b>	<b>2,73</b>	<b>0,24</b>	<b>3,96</b>	<b>2,93</b>
a. Alimentos y bebidas	37,8	2,41	7,97	4,06	2,24	0,29	4,29	3,09
b. Combustibles y electricidad	5,7	6,80	6,01	0,22	6,09	-0,12	1,79	1,92
Combustibles	2,8	12,21	7,54	-1,48	5,95	-0,14	1,27	1,31
Electricidad	2,9	1,36	4,30	2,19	6,23	-0,09	2,36	2,59





88. En el período enero-setiembre los rubros que en mayor medida contribuyeron a la inflación fueron comidas fuera del hogar, matrículas y pensión de enseñanza, carne de pollo, cebolla y huevos.

Cuadro 50 RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - SETIEMBRE 2014							
Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	3,6	0,46	Cítricos	0,5	-16,5	-0,11
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,6	0,43	Papa	0,9	-9,2	-0,08
Carne de pollo	3,0	11,3	0,33	Transporte nacional	0,3	-11,0	-0,04
Cebolla	0,4	73,4	0,18	Palta	0,1	-14,8	-0,02
Huevos	0,6	20,4	0,11	Servicio de internet y otros	0,8	-2,2	-0,02
Pescado fresco y congelado	0,7	11,8	0,09	Refrescos fluidos	0,2	-6,5	-0,01
Compra de vehículos	1,6	5,5	0,08	Tomate	0,2	-4,6	-0,01
Zanahoria	0,1	64,7	0,07	Teléfonos	2,9	-0,4	-0,01
Electricidad	2,9	2,4	0,07	Pasaje de avión	0,4	-2,3	-0,01
Choclo	0,1	48,7	0,07	Olluco y similares	0,1	-9,5	-0,01
<b>Total</b>			<b>1,89</b>	<b>Total</b>			<b>-0,32</b>

El rubro con mayor contribución ponderada a la inflación fue el de **comidas fuera del hogar** (3,6 por ciento), que explica 0,46 puntos porcentuales de la inflación acumulada en el periodo enero–setiembre. En los últimos doce meses alcanzó un incremento de 4,7 por ciento, mayor al de los alimentos y bebidas dentro del hogar (2,3 por ciento) y al del índice general de precios (2,7 por ciento).

El rubro **matrículas y pensión de enseñanza** presentó un incremento de 4,6 por ciento. Al igual que en años anteriores el mayor aumento se registró en marzo (3,8 por ciento), mes en el que comienzan las clases escolares. En el resto del período se captaron alzas en las pensiones de universidades e institutos superiores. En los últimos doce meses este rubro alcanzó una variación de 4,6 por ciento.

Entre los alimentos el mayor aumento se registró en el precio de la **carne de pollo** (11,3 por ciento) lo que estuvo en relación al irregular abastecimiento de su principal sustituto, el pescado. Otro factor que contribuyó a este resultado fue el incremento del costo de importación del maíz amarillo duro, producto que tiene una participación importante en el costo de producción y que presentó una variación en moneda nacional aproximada de 29 por ciento con respecto a diciembre de 2013, a pesar de que la cotización internacional se redujo en 21,4 por ciento. Esta menor cotización internacional no se trasladó en un menor precio debido al mecanismo de formación de precios que rige a este producto (ver recuadro 6).

El precio de la **cebolla** aumentó 73,4 por ciento en el período enero-setiembre y 51,8 por ciento en los últimos doce meses. Las mayores alzas se registraron en los meses de marzo y abril, reflejando los problemas en la oferta por las menores siembras en Arequipa (-11 por ciento en la campaña agosto–enero con respecto a la campaña anterior). Ello debido a alteraciones del clima (déficit de humedad y condiciones

diurnas más cálidas). Posteriormente las cosechas de Camaná contribuyeron a mejorar la oferta, registrándose disminuciones del precio a partir de junio.

Otros productos agrícolas que presentaron alzas significativas fueron **choclo** (48,7 por ciento) y **zanahoria** (64,7 por ciento). Las mayores alzas se registraron a partir de julio que es cuando ingresa la producción procedente de la costa. La oferta de estos productos estuvo afectada por menores siembras, ante la incertidumbre climática, y por bajos precios en chacra. Las siembras de choclo en Ica cayeron 15 por ciento en la campaña agosto-julio con respecto a la campaña anterior y la producción de Lima disminuyó 9 por ciento en el mes de agosto por menores siembras en los valles de Canta y Cañete. En el caso de la zanahoria, la producción de Lima disminuyó 18,5 por ciento en el período enero-agosto con respecto al mismo período del año anterior.

El precio de los **huevos** aumentó 20,4 por ciento en el período enero-setiembre y 6,1 por ciento en los últimos doce meses. Ello en respuesta al aumento de la demanda por presentar el menor precio relativo en comparación al resto de alimentos de alto contenido proteico.

El rubro **pescado fresco y congelado** presentó un incremento de 11,8 por ciento en el período enero-setiembre y 2,4 por ciento en los doce últimos meses, debido a la irregularidad de su oferta. Las alteraciones climáticas y los oleajes anómalos afectaron la disponibilidad de las especies y las faenas de pesca. La mayor alza se registró en abril (7,9 por ciento) mes en el que a los problemas del clima se sumó la mayor demanda por Semana Santa.

El rubro **compra de vehículos** estuvo impulsado por el tipo de cambio, presentando una variación acumulada de 5,5 por ciento en el periodo enero-setiembre y 5,7 por ciento en los últimos doce meses, mayor a la depreciación del tipo de cambio (2,8 por ciento la variación acumulada y 3,1 por ciento en los últimos doce meses).

Las **tarifas eléctricas** aumentaron 2,4 por ciento en el período enero-setiembre y 2,6 por ciento en los últimos doce meses. Las mayores alzas se registraron en los meses de febrero y abril y respondieron a la incorporación de nuevas líneas de transmisión, así como a la actualización de los costos de generación en los contratos licitados. En agosto el organismo regulador rebajó las tarifas en 4,3 por ciento con base a la actualización de los peajes del sistema de transmisión así como a la reducción en los precios de los contratos entre empresas generadoras y distribuidoras.

Entre los rubros que presentaron caídas en los precios destacaron los cítricos (-16,5 por ciento) y la **papa** (-9,2 por ciento). En el caso de los cítricos, que presentan una variación negativa últimos doce meses de 13,3 por ciento, las mayores disminuciones negativas se registraron de marzo a junio debido al aumento del abastecimiento de mandarina, principalmente de la variedad "satsuma", que procede de los valles





de Lima. En el período enero-agosto la producción acumulada de mandarina en la región Lima aumentó 11,4 por ciento con respecto al mismo período del año anterior.

En cuanto a la papa, se registró la disminución de su precio en los primeros meses del año por efecto de las mayores siembras en Huánuco y Lima en el período julio-noviembre de 2013. A partir de julio de 2014 el precio de la papa volvió a registrar tasas negativas debido a que a la producción de costa se sumó la de las regiones de Junín y Ayacucho, donde se continuó cosechando por efecto de condiciones climáticas favorables (temperaturas de normales a cálidas al final del proceso de maduración).

En setiembre hubo un mayor abastecimiento del producto procedente de Ica, por aumento de las siembras y temperaturas más frías en la mayor parte de la campaña. Como resultado de este mayor abastecimiento la variación últimos doce meses del precio de la papa fue negativa (-27,0 por ciento).

**Cuadro 51**  
**RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:**  
**OCTUBRE 2013 - SETIEMBRE 2014**

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	4,7	0,61	Papa	0,9	-27,0	-0,31
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,7	0,44	Cítricos	0,5	-13,3	-0,09
Pasaje urbano	8,5	2,7	0,22	Teléfonos	2,9	-1,5	-0,03
Cebolla	0,4	51,8	0,14	Servicio de internet y otros	0,8	-2,2	-0,02
Productos medicinales	2,1	4,2	0,09	Refrescos fluidos	0,2	-5,6	-0,01
Compra de vehículos	1,6	5,7	0,08	Ajos	0,1	-11,0	-0,01
Electricidad	2,9	2,6	0,07	Fréjol	0,1	-6,0	-0,01
Artículos del cuidado personal	4,9	1,5	0,07	Helados y hielo comestible	0,3	-3,2	-0,01
Carne de res	1,2	5,5	0,07	Espicias y sazónadores	0,5	-1,3	-0,01
Choclo	0,1	46,6	0,06	Camote	0,1	-7,8	-0,01
<b>Total</b>			<b>1,85</b>	<b>Total</b>			<b>-0,51</b>

**Recuadro 6**

**RIGIDECES EN LA TRANSMISIÓN DE LA REDUCCIÓN DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES**

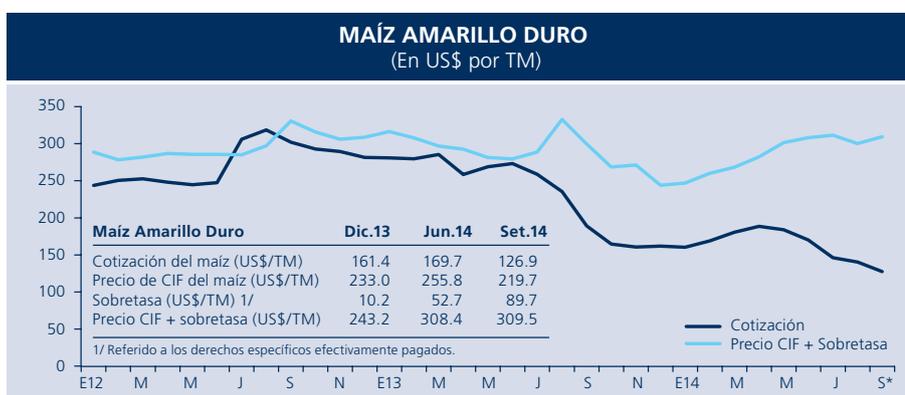
Durante este año se ha producido una reducción considerable en los precios de los alimentos que importamos y de los combustibles. Sin embargo, esta se ha trasladado parcialmente a menores precios al consumidor por la existencia de mecanismos compensatorios como el Sistema de Franja de Precios para algunos alimentos y por la fijación de precios de los combustibles por parte de las empresas refinadoras de petróleo.

**Precios de alimentos**

El Sistema de Franja de Precios (SFP) fue introducido con la finalidad de suavizar los efectos de las fluctuaciones de un grupo de productos agropecuarios (maíz, arroz, azúcar y leche) a través de la aplicación de bandas de precios.

El cálculo de la franja se realiza con información de los precios de los últimos 5 años, por lo que el nivel actual de precios de referencia incluye los niveles altos de precios que se observaron entre el 2008 y 2013. Por ejemplo, en el caso del maíz, si bien la cotización se ha reducido en 26 por ciento entre diciembre de 2013 y setiembre de este año (de US\$ 161 a US\$ 127 por TM), el precio de internamiento (precio CIF más sobretasa) ha subido 27 por ciento (de US\$ 243 a US\$ 310 por TM). Hoy se está pagando una sobretasa arancelaria equivalente a 43 por ciento, cuando en el 2010 con precios similares al actual no se pagaba sobretasa alguna.

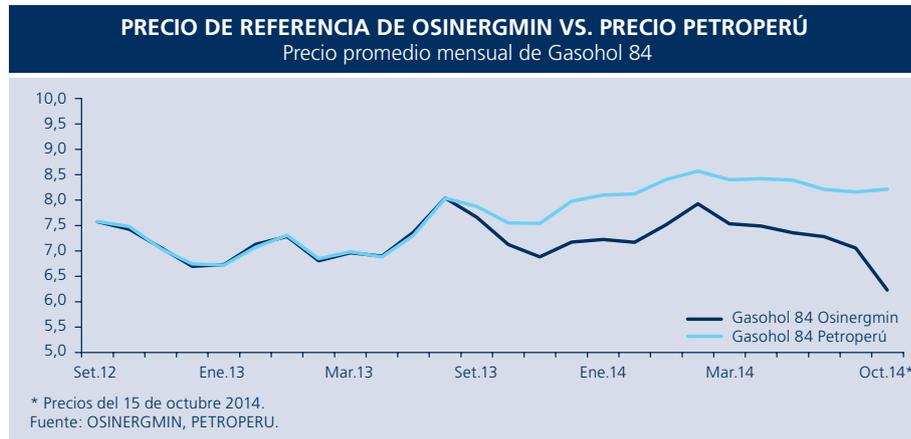
Esta brecha entre la cotización y el precio de internamiento causa un efecto ingreso negativo en el consumidor, que equivaldría a un impuesto de hasta S/. 1 200 millones en términos anuales, que de eliminarse generaría una reducción en el precio del pollo en S/. 1 por kilo u 11 por ciento.



**Precio de los combustibles**

Desde el 2003, OSINERGMIN es la entidad encargada de la publicación semanal de los precios de referencia de los combustibles derivados del petróleo y biocombustibles, con el objetivo de que estos se constituyan en indicadores para el mercado local que reflejen las variaciones en los precios internacionales de combustibles, y los costos del transporte e internamiento. Para los gasoholes y diésel, el precio de referencia representa el valor de una operación eficiente de importación del combustible.



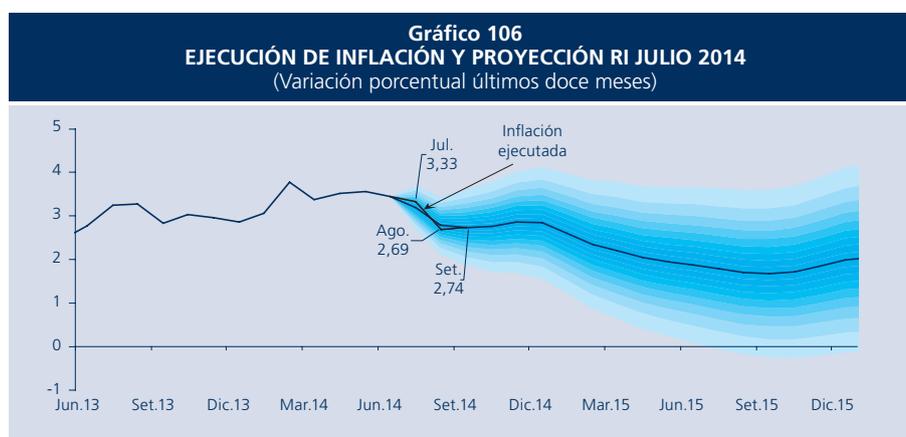


En el caso de los gasoholes, luego de ser retirados del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles, los precios fijados por Petroperú estuvieron inicialmente alineados a los de referencia. Sin embargo, a partir de setiembre del año anterior los precios de Petroperú se encuentran por encima de los de referencia.

Así, en el caso del gasohol 84, al 15 de octubre del 2014 el adelanto del precio de Petroperú sobre el precio de paridad asciende a 32 por ciento. Por lo que, si se cobrase el precio de paridad, el precio del gasohol se reduciría en S/. 2 por galón, lo que implicaría, dado el consumo nacional promedio de este combustible (de 380 miles de galones diarios o 9,05 miles de barriles diarios), un ahorro para los consumidores de hasta S/. 276 millones anuales. Considerando al resto de gasoholes, el ahorro total ascendería hasta S/. 566 millones anuales.

## VII. Política Monetaria y proyección de inflación

89. Las acciones de política monetaria del BCRP responden a las proyecciones elaboradas al momento de la toma de decisiones, las cuales tienen en cuenta la información macroeconómica reciente. Asimismo, estas proyecciones se presentan junto con un intervalo de confianza, el cual cuantifica la incertidumbre asociada a dicha proyección. En particular, es necesario contar con una proyección de la tasa de inflación y de la brecha de producto, como se suele especificar en una regla de tasa de interés de tipo Taylor, donde la tasa de interés es una función lineal de las dos variables mencionadas que garantizan la convergencia de la inflación al rango meta. Cabe mencionar que la brecha del producto, por su parte, es la diferencia entre el PBI y su nivel potencial. Así, cuando el PBI se ubica por debajo de su valor potencial se observa un valor negativo de dicha brecha y, por ende, sugiere un recorte en la tasa de interés de política para anticipar presiones deflacionarias. De esta manera, la fijación de la tasa de interés se realiza condicional a dichas proyecciones, donde se utiliza toda la información disponible.
90. En este contexto, en el Reporte de Inflación (RI) de julio la proyección de inflación para el tercer trimestre fue de 2,91 por ciento anual en promedio, bastante cercana a la ejecución de la misma (2,92 por ciento anual en promedio para dicho periodo). Esta diferencia se explicó por una mayor inflación importada, producto de una depreciación nominal mayor a la esperada, lo que fue compensado parcialmente por una brecha del producto más negativa y precios externos menores a los proyectados.





91. Para fines de 2014 se espera que la inflación anual ascienda a 3,0 por ciento, con lo que ubicaría en el límite superior del rango meta y hacia el 2015 esta convergería a 2 por ciento.

La inflación sin alimentos y energía se ubicaría en 2,4 por ciento en el presente año. Asimismo, se espera que la depreciación del tipo de cambio observada en el periodo reciente empiece a afectar el componente importado de la inflación, aunque con mayor incidencia hacia 2015.

Con respecto a la proyección de **inflación**, se toma en cuenta la evolución de sus principales determinantes:

- La **brecha producto** que refleja la existencia de presiones de demanda en la economía. El valor estimado de esta brecha se ha revisado a la baja tanto en ejecución como en proyección. Para este reporte, con nueva información a setiembre 2014, se estima el rango de la brecha producto para el tercer trimestre entre -2,4 y -1,7 por ciento al 70 por ciento de confianza (en el RI de julio se encontraba dentro del rango de -1,5 a -0,6 por ciento). Para el cuarto trimestre de 2014, el escenario es similar. La brecha producto estimada en este reporte está por debajo de la estimación del RI anterior.



- Las **expectativas de inflación** que se revisan ligeramente a la baja. La Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP muestra que las expectativas se encuentran dentro del rango meta, y se proyecta una reducción gradual a 2 por ciento en el horizonte 2015-2016. En este contexto una posición adecuada de política monetaria contribuye a mantener las expectativas inflacionarias dentro del rango meta, en particular en condiciones de choques persistentes e importantes en los productos sensibles de la canasta del IPC.



- La **inflación importada** que recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. Con relación a los precios internacionales, se proyecta que la tendencia a la baja se mantiene en el precio de los *commodities*, compensada por el impacto de la dinámica reciente del tipo de cambio.

La encuesta de expectativas de tipo de cambio muestra que todos los agentes económicos esperan una depreciación moderada del Nuevo Sol para este año y el próximo, pero mayor a la esperada en el Reporte de Inflación anterior. En el caso del sistema financiero, éstos agentes incrementaron sus expectativas de depreciación para el cierre del 2014, con un incremento en el tipo de cambio de S/. 2,83 por dólar en junio (Reporte de Inflación de julio) a S/. 2,89 por dólar a fines de setiembre (actual Reporte de Inflación), consistente con la dinámica observada en el mercado cambiario en el tercer trimestre.

**Cuadro 52**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO**  
(Nuevos soles por US Dólar)

		Expectativas del:		
		RI Dic. 13	RI Jul. 14	RI Oct. 14*
<b>Sistema Financiero</b>	2014	2,85	2,83	2,89
	2015	2,85	2,88	2,90
	2016	--	2,90	2,95
<b>Analistas Económicos</b>	2014	2,90	2,84	2,90
	2015	2,90	2,88	2,95
	2016	--	3,03	2,95
<b>Empresas No Financieras</b>	2014	2,82	2,80	2,85
	2015	2,85	2,85	2,90
	2016	--	2,90	2,90
<b>Promedio</b>	2014	2,86	2,82	2,88
	2015	2,87	2,87	2,92
	2016	--	2,94	2,93

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



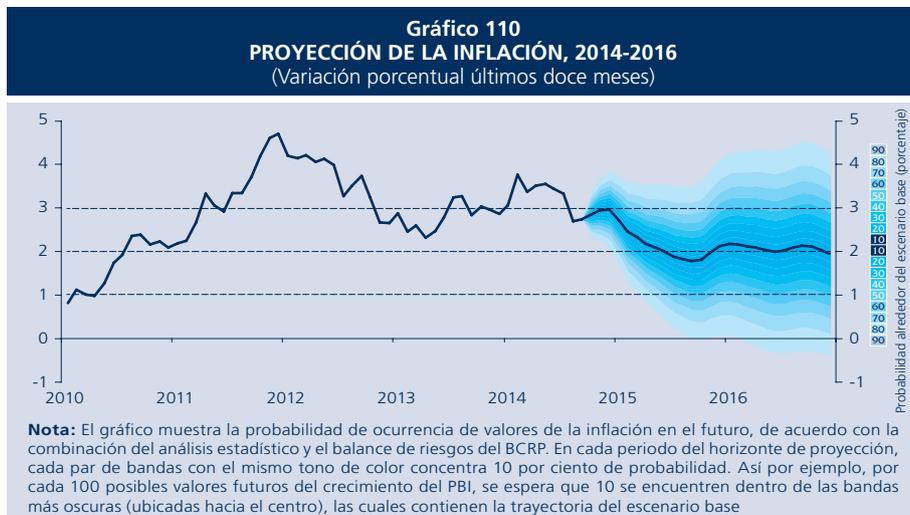


- Los **choques de oferta** que afectan a la inflación a través de su impacto en alimentos y energía. Así, se estima que el aumento promedio de los precios de alimentos y energía sería de 3,6 por ciento en 2014, explicado principalmente por condiciones climatológicas y la depreciación de la moneda local, que afectaría principalmente a los precios de energía (4,7 por ciento), que incluye combustibles y tarifas de electricidad, en tanto que el precio de los alimentos crecería 3,4 por ciento. En el horizonte de proyección del escenario base no se prevé choques de oferta adicionales por lo que se estima que esta converja a 2 por ciento.
92. La evolución de la **brecha producto** está determinada por condiciones externas, monetarias, fiscales y de confianza de los agentes económicos en la marcha de la economía, entre otros. Los componentes que explican la mayor caída de la brecha en el segundo semestre son los de confianza empresarial, condiciones externas y, en menor medida, las condiciones monetarias en moneda extranjera (por mayores expectativas de depreciación). De otro lado, las condiciones monetarias favorables en moneda nacional compensan parcialmente esta caída. Finalmente, las condiciones externas están asociadas a las fluctuaciones en los términos de intercambio y la brecha del producto de nuestros socios comerciales.
93. En el horizonte de proyección 2015-2016 se estima una gradual reversión de la brecha producto. Los principales determinantes de esta proyección de brecha son:
- **Confianza empresarial:** se prevé una mayor confianza empresarial sustentada en la recuperación de la actividad económica y la ejecución de las obras (Línea 2 del Metro, Gasoducto, etc) y reformas avanzadas para elevar la eficiencia de la economía.
  - **Condiciones externas:** Las condiciones externas van mejorando gradualmente en el horizonte de proyección en línea con las proyecciones de crecimiento mundial y términos de intercambio para los siguientes dos años.
  - **Impulso fiscal:** El impulso fiscal estimado para el presente año sería de 0,2 por ciento del PBI y se concentraría en el segundo semestre del año, menor al previsto en el Reporte de Inflación de julio, debido a una menor ejecución en el gasto de inversión a nivel de los gobiernos sub-nacionales.
  - **Condiciones monetarias:** Las condiciones monetarias en soles se mantienen como uno de los factores que contribuyen positivamente al nivel de la brecha del producto, reflejando el impacto de las decisiones tomadas recientemente por el Banco Central de Reserva. Por otra parte, se espera hacia 2015 una contracción en las condiciones monetarias en dólares, producto del retiro del programa de estímulos monetarios de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el inicio de una sucesión de incrementos anticipados en su tasa de política monetaria.
94. Para el año 2014 el escenario base de proyección contempla un crecimiento de la economía peruana de 3,1 por ciento, lo que es consistente con la evolución del PBI potencial estimado

en alrededor de 5,3 por ciento y el cambio en la brecha producto. Esta proyección se explica por la moderación del crecimiento de la inversión privada y de las exportaciones, lo que generó una brecha producto negativa. Además se observó una menor productividad en el sector primario que se espera que se revierta en 2015, en la medida que los proyectos de inversión de gran escala, principalmente en el sector minero, se ejecuten en los plazos previstos y las mejores en las leyes de los principales. Por su parte, se espera un crecimiento moderado en el sector no primario como resultado del mayor dinamismo que se registraría en el sector construcción dado el abanico amplio de obras por ejecutar. Para 2015, la proyección de crecimiento del PBI se ubicaría en 5,5 por ciento.

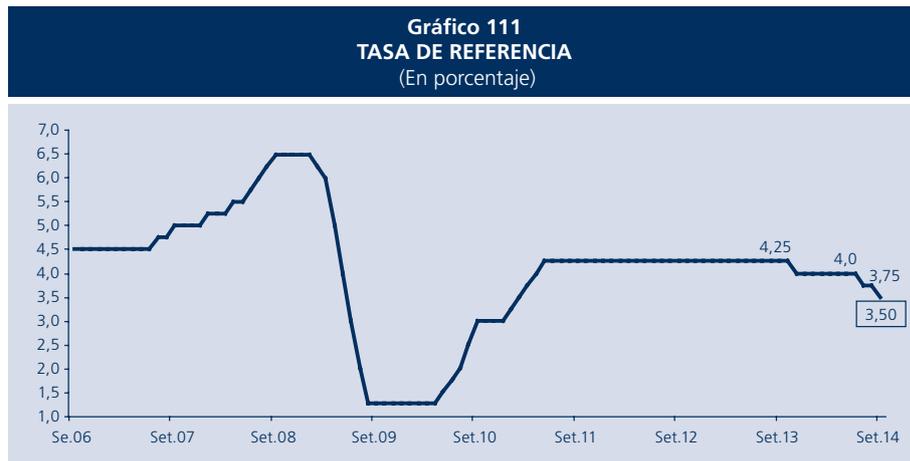


95. Los riesgos al alza en la proyección de inflación han disminuido desde el último Reporte de Inflación. Por un lado, la brecha del producto muestra ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Asimismo, los factores de oferta que afectaron la inflación en el primer semestre continuaron moderándose y existe un menor riesgo de un Fenómeno del Niño para los siguientes meses. Por otro lado, la inflación importada se desaceleró durante este periodo, producto de la reducción observada en los precios internacionales de los principales *commodities* alimenticios.





96. En este contexto, el Directorio acordó reducir la tasa de interés de referencia de 3,75 a 3,50 por ciento en setiembre. La menor brecha del producto estimada en el horizonte de proyección 3T 2014 - 4T 2015 implicaba una menor proyección de inflación en el mismo horizonte, consistente con una tasa de referencia más baja. La respuesta de política monetaria del BCRP ha sido consistente con un escenario de mayores riesgos a la baja en la inflación.



---

**Recuadro 7**  
**METODOLOGÍA DE ESTIMACIÓN DE LA BRECHA PRODUCTO**

En el marco de un esquema de metas de inflación, el Banco Central modifica su instrumento de política monetaria en función a la evolución proyectada de la brecha del producto, en la medida que esta permite predecir las presiones inflacionarias a mediano plazo. De esta forma, se logra mantener la inflación en la meta que viene a ser el objetivo principal de un Banco Central que busca preservar la estabilidad de precios.

La brecha del producto es el desvío del Producto Bruto Interno (PBI) respecto al “producto natural” o alternativamente al “producto potencial”. Estas dos son medidas del crecimiento de largo plazo u óptimo. Mientras la primera está vinculada a aquél crecimiento de la economía en el caso en que no existan rigidices para la determinación de precios y salarios, la segunda está relacionada al crecimiento de largo plazo de la economía o crecimiento tendencial.

La brecha del producto puede entenderse entonces como un indicador que alerta al banco central sobre la presencia de presiones inflacionarias o deflacionarias que afecta a la economía. Por esta razón, la brecha producto es monitoreada continuamente en los diferentes Bancos Centrales, particularmente aquellos que, como el peruano, siguen un esquema de metas explícitas de inflación (MEI). Es importante recalcar sin embargo, que la evolución de la brecha producto no tienen una correlación perfecta con los cambios del PBI, debido a que éste último refleja también cambios en el producto potencial, por tanto cambios en el crecimiento del PBI que reflejen cambios transitorios de oferta, o cambios en el producto potencial, no llevan necesariamente a modificaciones en la posición de la política monetaria.

En tal sentido los bancos centrales responden con una política monetaria contractiva si observan una brecha del producto positiva, en tanto que esta brecha anticipa presiones inflacionarias futuras, mientras que reaccionan con una política monetaria expansiva si se observa una brecha del producto negativa, debido a que ello anticipa presiones deflacionarias futuras.

Debido a que este indicador no es directamente observable, la literatura presenta una serie de técnicas diversas para su estimación. Revisamos los siguientes métodos:

1. **Métodos de filtros univariados:** Estos son métodos estadísticos que permiten descomponer las series observadas en un componente tendencial o suavizado y un componente cíclico. Entre ellos hallamos a los filtros de Hodrick y Prescott (1980) y Kaiser y Maravall (1999).
2. **Métodos de análisis espectral:** En este caso se utilizan técnicas espectrales para obtener componentes cíclicos de frecuencias determinadas. Ejemplos son los métodos de Baxter y King (1999) y Christiano y Fitzgerald (2001).
3. **Estimaciones con modelos semi-estructurales:** En este caso se presentan modelos con ecuaciones explicativas para la brecha producto y la inflación. Se asumen que la brecha del producto es afectada por variables tales como las expectativas económicas, el gasto fiscal, la política monetaria y factores externos. Este modelo es luego estimado considerando la brecha de producto como una variable no observable. A través del uso del filtro de Kalman es posible estimar una brecha del producto consistente con el modelo planteado.

Por otra parte es importante considerar la información relevante para el cálculo de este indicador. Aoki (2001) presenta un modelo Neo-Keynesiano con dos sectores que presentan diferentes niveles de rigidez de precios. El autor demuestra que en ese caso el comportamiento óptimo del Banco Central se obtiene prestando más atención a la inflación generada en



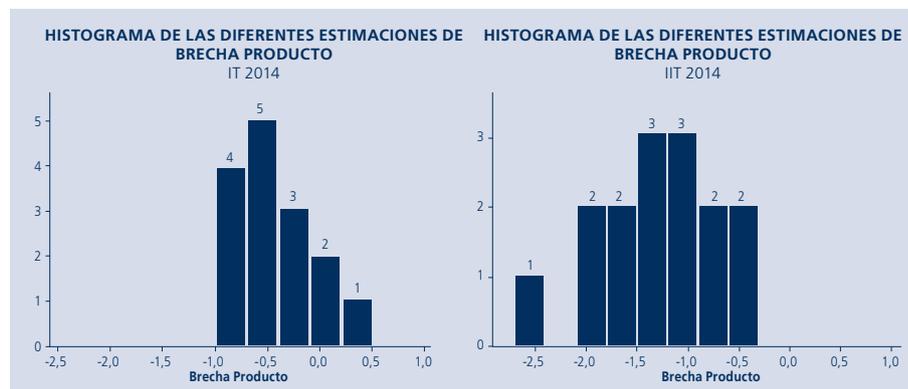


el sector con mayores rigideces de precios. En nuestro país, podemos asumir que el producto del sector primario presenta precios flexibles, debido a que los precios de *commodities* se determinan en mercados competitivos. En contraposición, el PBI no primario se presenta como un sector con rigideces de precios más importantes al estar compuesto por servicios y diferentes manufacturas cuyos precios no varían tanto como el de los *commodities*.

Por esta razón consideramos estimaciones en las cuales la brecha producto corresponde sólo a aquella del sector no primario; y otras en las cuales sólo una parte minoritaria de la brecha producto es generada en el sector primario. Estas especificaciones son incluidas en los modelos semi-estructurales para obtener nuevas medidas de la brecha del producto a través del Filtro de Kalman.

#### Estimaciones de la Brecha Producto en el 2014

Realizamos estimaciones de la brecha del producto a través de las distintas metodologías descritas. La mediana de las brechas estimadas es -0,5 para el primer trimestre y -1,2 para el segundo trimestre. Para este último período todas nuestras especificaciones arrojan brechas de producto negativas, lo cual indicaría presiones de inflación negativas y, por ende, recomiendan una posición expansiva en la política monetaria del BCRP.



En consecuencia, el Banco Central no hace su política monetaria mirando directamente la evolución del PBI, debido a que el crecimiento del PBI responde a factores que no inciden en la evolución futura de la inflación, sino que toma en cuenta la evolución de los determinantes futuros de la inflación, entre ellos la brecha producto.

#### Referencias:

- Aoki K. (2001), "Optimal Monetary policy responses to relative-price changes", *Journal of Monetary Economics* 48, 55-80 (2001).
- Baxter M. y King R. (1999), "Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for economic time series", *The Review of Economics and Statistics*, November 1999, 81 (4): 575-593.
- Christiano L. y Fitzgerald T. (2003), "The Band Pass Filter", *International Economic Review* Volume 44, Issue 2, 435-465 (mayo 2003).
- Kaiser R. y Maravall A. (1999), "Estimation of the business cycle: A modified Hodrick-Prescott filter", *Spanish Economic Review* 1, 175-206 (1999).
- Vega M. (2010), "¿Qué es la brecha del producto?", *Revista Moneda* 145, Setiembre-2010, Banco Central de Reserva del Perú.

## VIII. Balance de riesgos

97. 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 una menor ejecución de la inversión pública o una recuperación más lenta de la inversión privada afectada negativamente por una caída en la confianza empresarial. Se mantiene la contingencia de una postergación o recuperación más lenta de la economía mundial. Destacan las señales recientes que apuntan a la moderación del crecimiento de las economías emergentes y a un adelanto en la previsión del primer aumento de la tasa de interés de referencia de la Fed.

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

98. Con relación a la proyección de inflación entre los eventos más probables que podrían desviar la tasa de inflación del escenario base destacan una mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, una mayor desaceleración de la demanda interna, un menor crecimiento mundial, y la ocurrencia de choques de oferta.

a. **Volatilidad de los mercados financieros internacionales.**

Subsiste el riesgo que el retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos genere una alta volatilidad en las tasas de interés internacionales. En tal escenario, se generarían mayores retiros de capitales desde los países emergentes, presionando mayores depreciaciones en sus monedas.

b. **Desaceleración de la demanda interna.**

La actividad económica podría demorarse en su recuperación si es que se produce un aplazamiento en la ejecución de proyectos de inversión tanto público cuanto





privado, lo que incidiría en una brecha producto más negativa y por tanto en una menor inflación en el horizonte de proyección.

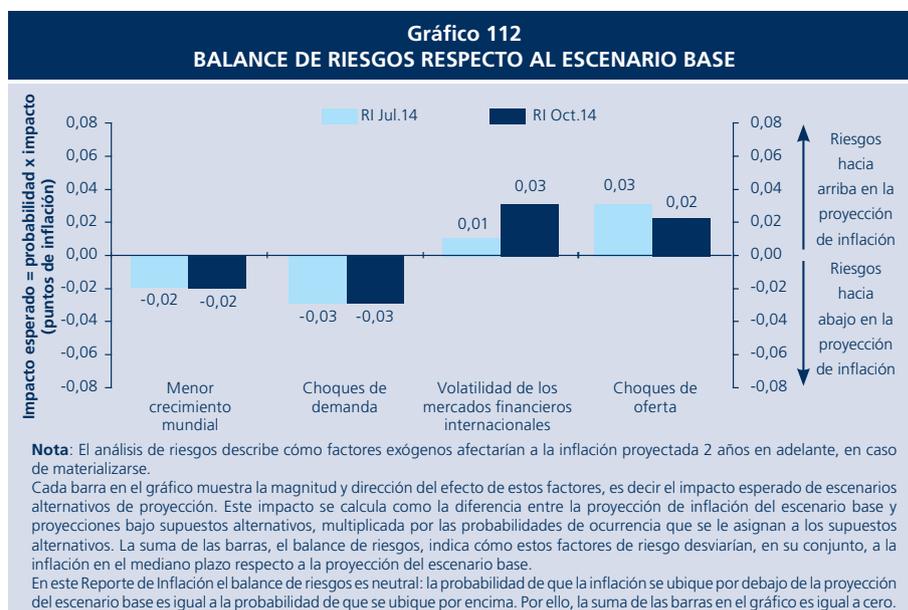
c. **Menor crecimiento mundial.**

El escenario base considera una recuperación más lenta de la economía mundial en el período 2014-2016, respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de julio. Sin embargo, si dicha recuperación se postergara aún más, y se deteriorasen más los términos de intercambio, se esperaría un menor impulso externo que se traduciría en una mayor reducción de la brecha del producto y menor tasa de inflación.

d. **Choques de oferta.**

Se mantiene como riesgo la posibilidad de un Fenómeno de El Niño más fuerte del contemplado en el escenario base, aunque con un menor impacto y probabilidad respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de julio.

99. Los efectos sobre la inflación de factores de riesgo 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 tiene una posición neutral** para la proyección de la inflación en el horizonte de proyección.



## **Conclusiones**

100. Se mantiene la previsión que la inflación continuaría reduciéndose en los próximos meses hasta alcanzar la tasa de 2 por ciento en el horizonte de proyección 2015-2016; lo que es consistente con menores expectativas de inflación, culminación de la reversión de choques de oferta y una brecha de producto negativa que se va cerrando gradualmente en el horizonte de proyección 2014-2016.

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



