



REPORTE DE INFLACIÓN

Julio 2014

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

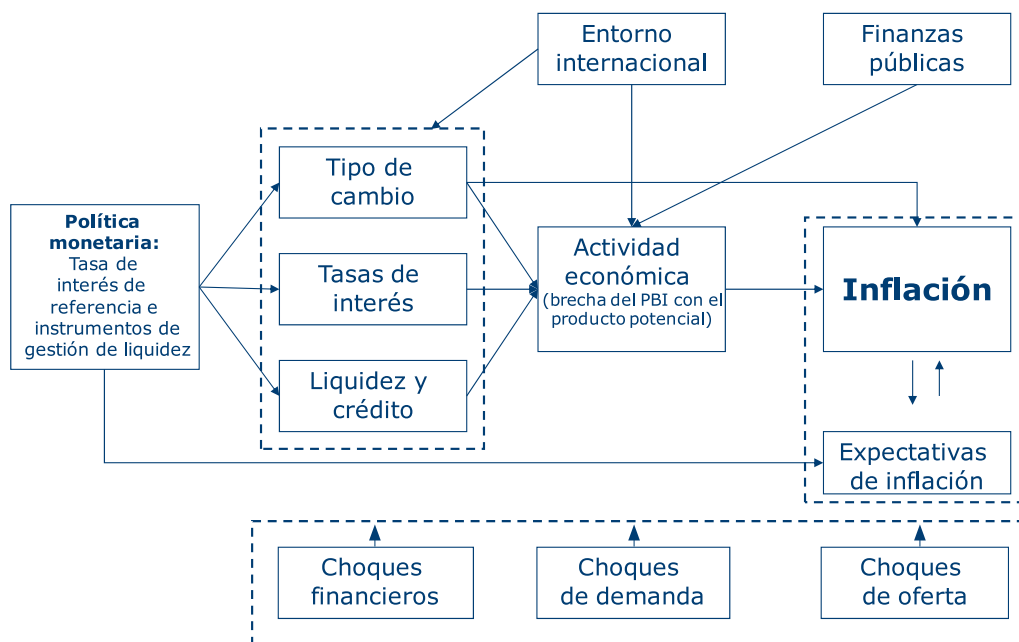


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2014-2016

Julio 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

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

Julio 2014

CONTENIDO

	<i>Pág.</i>
Prólogo	5
Resumen	7
I. Escenario internacional.....	11
- Actividad productiva.....	11
- Mercados financieros.....	23
II. Actividad económica.....	30
- PBI sectorial.....	30
- PBI gasto	35
III. Balanza de pagos	58
- Balanza comercial.....	58
- Términos de intercambio	62
- Balanza en cuenta corriente y su financiamiento	67
IV. Finanzas públicas	72
- Resultado económico	72
- Impulso fiscal	78
- Deuda pública	79
V. Política monetaria	83
- Tasas de interés y operaciones monetarias.....	84
- Encajes	89
- Liquidez y crédito	90
- Tipo de cambio e intervención cambiaria	95
- Mercado de capitales.....	98
VI. Inflación.....	109
- Ejecución a junio	109
- Proyección de inflación	116
VII. Balance de riesgos	121

RECUADROS

1. Efectos del Fenómeno de El Niño	50
2. Los términos de intercambio, la inversión privada y la actividad económica	52
3. Medidas para la promoción de la inversión.....	55
4. Medidas fiscales recientes.....	81
5. Dolarización de los depósitos y la evolución de las tasas de interés pasivas en el sistema financiero	104
6. Dolarización del crédito, medidas de encaje y volatilidad cambiaria	106
7. Descomposición histórica de la inflación	120

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2014 de la Balanza de Pagos y el Producto Bruto Interno, y a junio 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 3,4 a 3,1 por ciento, principalmente por un menor crecimiento de Estados Unidos, América Latina y Europa Oriental. Para 2015 y 2016, se mantiene la proyección de una recuperación de la economía mundial con una tasa de crecimiento de 3,8 por ciento.
- ii. La proyección de **crecimiento del PBI** para 2014 ha sido revisada a la baja, de 5,5 por ciento en el Reporte de Inflación de abril de 2014 a 4,4 por ciento, debido principalmente a una revisión de la proyección de crecimiento de la actividad primaria de 3,1 a 0,9 por ciento. En efecto, se estima una menor producción del sector pesca, por el incremento de las temperaturas del mar hacia final del año, y del sector de minería metálica por menores leyes. Adicionalmente, los menores términos de intercambio y un menor dinamismo de la inversión pública conllevaron a un crecimiento menor al esperado en los primeros meses del año. Para el horizonte 2015-2016 se proyecta una recuperación de la actividad económica al revertirse los factores de oferta transitorios, que disminuyeron la producción de los sectores primarios; así como por una recuperación de la economía mundial y una moderación en la evolución a la baja de los términos de intercambio.
- iii. La proyección de la **cuenta corriente de la balanza de pagos** para el presente año muestra una revisión de un déficit proyectado en 4,3 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación de abril a uno en 4,8 por ciento en el presente Reporte asociado principalmente a las menores exportaciones de oro. El inicio o aceleración de la producción de productos de exportación, sobre todo para los sectores de minería e hidrocarburos, contribuiría a la reducción del déficit en cuenta corriente, en particular en el año 2016 (3,5 por ciento).
- iv. Para 2014 se reduce la proyección del **resultado económico del sector público no financiero** a 0,2 por ciento del PBI, con una recomposición del gasto no financiero hacia una mayor participación del gasto corriente, de 14,3 a 15,0 por ciento del PBI. 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 0,6 y 0,1 por ciento del PBI para 2014 y 2015, respectivamente.
- v. El Directorio del Banco Central acordó reducir la **tasa interés de referencia** de la política monetaria de 4,0 a 3,75 por ciento en julio. Este nivel de tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que converge al rango meta en 2014 y a 2,0 por ciento en 2015. Esta decisión toma en cuenta que: i) las expectativas de inflación permanecen ancladas dentro del rango meta de inflación; ii) el crecimiento





del PBI continúa registrando tasas menores a su potencial, lo que se espera sea temporal; iii) los indicadores recientes muestran señales mixtas de recuperación de la economía mundial; y iv) los factores de oferta, que elevaron la inflación, se vienen moderando. El BCRP continuó además reduciendo los **encajes** en soles con la finalidad de proveer de mayores fuentes de financiamiento para el crédito en moneda nacional. La última reducción del encaje en soles de 12,0 a 11,5 por ciento entró en vigencia desde el mes de julio.

- vi. La **tasa de inflación** en el primer semestre de 2014 se ubicó transitoriamente por encima del rango meta, influenciada por la presencia de condiciones climáticas adversas, que incidieron en el alza de los precios principalmente de algunos alimentos, así como por el alza de las tarifas eléctricas. 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. 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.
- vii. Los principales riesgos que podrían desviar la tasa de inflación del escenario base de proyección son similares a los contemplados en el Reporte de Inflación de abril, y están asociados a un menor crecimiento mundial, una posible desaceleración de la demanda interna mayor a la considerada en el escenario base, y la ocurrencia de choques de oferta, tanto internos como externos. Adicionalmente, el presente Reporte considera como nuevo riesgo una mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales.

a. Volatilidad de los mercados financieros internacionales

El escenario base de proyección incluye un retiro progresivo del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Sin embargo, existe el riesgo de que se pueda generar una alta volatilidad en las tasas de interés internacionales como ocurrió a mediados de 2013. Bajo esta contingencia se generarían movimientos en los flujos de capitales y depreciaciones en las monedas de países emergentes, y al mismo tiempo se incrementaría el riesgo percibido para dichas economías.

b. Menor crecimiento mundial

El escenario base considera una recuperación de la economía mundial en el período 2014-2016. Sin embargo, existe el riesgo de una postergación o recuperación más lenta de la economía y de un mayor deterioro de los términos de intercambio. Ello se traduciría en un menor impulso externo y generaría reducciones de la brecha del producto y una tasa de inflación menor a la contemplada en el escenario base.

c. Choques de demanda

La actividad económica podría demorarse en su recuperación si es que se produce un aplazamiento de proyectos de inversión, lo que incidiría en una brecha producto más negativa y por tanto en una menor inflación en el horizonte de proyección.

d. Choques de oferta

Se mantiene como riesgo la posibilidad de un Fenómeno del Niño más fuerte del contemplado en el escenario base, aunque este riesgo ha disminuido.

viii. Los efectos sobre la inflación de factores de riesgos que la presionan a la baja se estiman mayores que los efectos de factores de riesgo que la presionan al alza. Así, **el balance de estos riesgos tiene un sesgo a la baja** para la proyección de la inflación en el horizonte de proyección.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

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

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. La proyección de crecimiento mundial para 2014 se ha revisado a la baja, de 3,4 a 3,1 por ciento, principalmente por un menor crecimiento de Estados Unidos, América Latina y Europa Oriental. Para 2015 y 2016, se mantiene la proyección de una recuperación de la economía mundial con una tasa de crecimiento de 3,8 por ciento.

Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

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

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

2/ Brasil, Rusia, India y China.

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.





2. En **Estados Unidos**, la economía se desaceleró a inicios de 2014 principalmente por los efectos adversos del clima. El producto se contrajo 2,9 por ciento en términos anualizados en el primer trimestre —la menor tasa en 5 años— con una desaceleración del consumo, una reducción significativa de inventarios y una caída de la inversión residencial. Los indicadores recientes muestran una recuperación de la actividad y del mercado laboral, y cierta mejora en el mercado de viviendas.

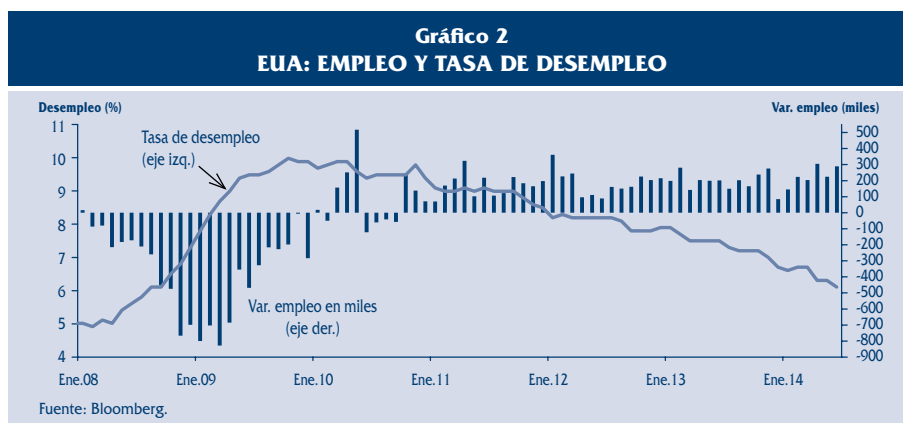
En el primer trimestre el consumo aumentó 1,0 por ciento, nivel inferior al registrado en los últimos 4 años, lo que se explica por los factores climáticos que afectaron especialmente al consumo de bienes no durables. La reversión de este factor explica

la mejora reciente en algunos indicadores como las ventas minoristas y la confianza del consumidor. Si bien esta mejora en los indicadores ha sido menor a la esperada, los fundamentos que sustentan el consumo —como el empleo y la riqueza— siguen la tendencia positiva señalada en los Reportes previos.

Así, en el mercado laboral, el ritmo mensual de creación de empleos en lo que va del año es de 231 mil, superior al promedio de 194 mil en 2013, mientras que la tasa de desempleo ha caído a 6,1 por ciento en junio, con ello ya se habrían recuperado ampliamente los empleos perdidos durante la crisis (8 millones). Por su parte, el impacto positivo de la riqueza de las familias en el consumo se ha visto apoyado por la continua alza en los índices bursátiles que en el mes de julio alcanzaron máximos históricos. También impacta la lenta pero sostenida reversión del proceso de desapalancamiento.

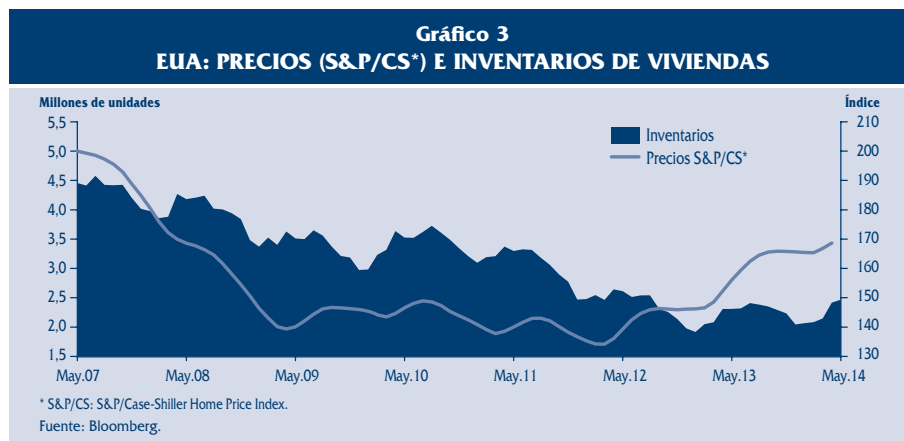
Cuadro 2 EUA: PBI (Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)						
	2013				2014	
	I	II	III	IV	I	II*
Consumo privado	2,3	1,8	2,0	3,3	1,0	1,5
Inversión fija	-1,5	6,5	5,9	2,8	-1,8	7,2
Variación inventarios **	0,9	0,4	1,7	0,0	-1,7	1,1
Exportaciones netas **	-0,3	-0,1	0,1	1,0	-1,5	-0,3
PBI	1,1	2,5	4,1	2,6	-2,9	3,0
Nota						
Tasa de desempleo ***	7,5	7,5	7,2	6,7	6,7	6,1

* Proyección.
 ** Contribución al crecimiento.
 *** Fin de período.
 Fuente: BEA, BLS y JPM.

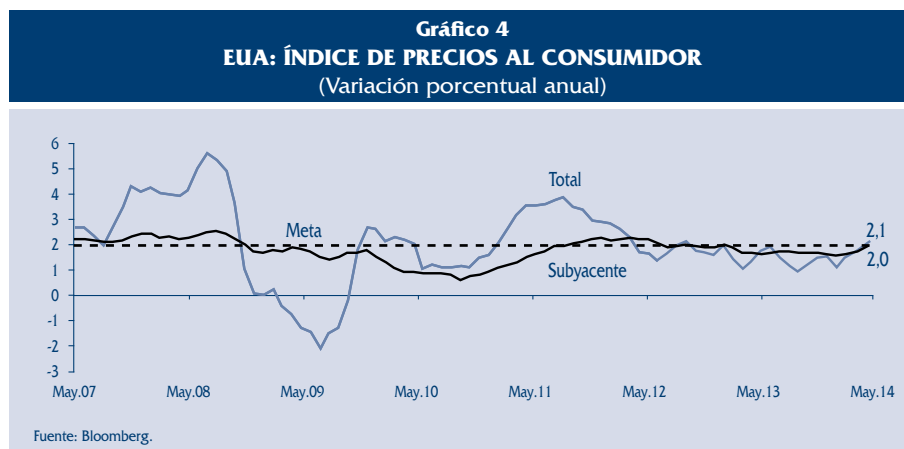




Del mismo modo, la inversión se vio afectada por el clima en el primer trimestre y por la significativa disminución de inventarios (los cuales habían alcanzado un nivel récord en el cuarto trimestre de 2013). La inversión residencial, por su lado, continuó desacelerándose afectada además por el aumento de las tasas de interés hipotecarias en 2013, el mayor precio de las viviendas y las condiciones crediticias más estrictas. En los últimos meses se ha registrado una recuperación de la demanda de viviendas y mayores aprobaciones de hipotecas apoyados en cierta estabilidad en los precios de las viviendas —en línea con un ligero aumento de los inventarios netos— y de las tasas hipotecarias.

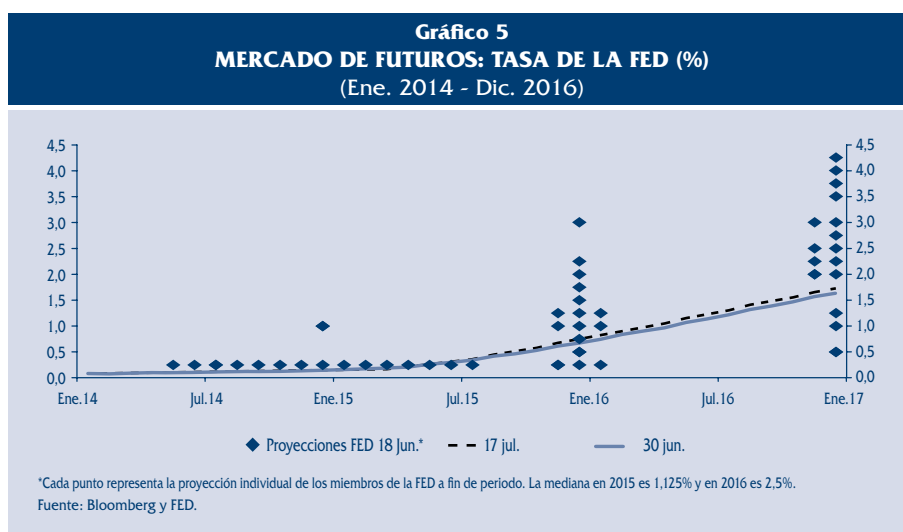


La tasa de inflación anual aumentó de 1,5 por ciento (en marzo) a 2,1 por ciento, y la inflación subyacente —que excluye combustibles y alimentos— aumentó de 1,7 por ciento a 2,0 por ciento, ubicándose en el objetivo de largo plazo de la Fed. A pesar de las mayores presiones inflacionarias registradas, la Fed considera que éstas serían temporales y no serían un factor de riesgo para la estabilidad de precios.



- La Fed continuó con la reducción de sus compras mensuales de bonos iniciada en enero de 2014. Las compras pasaron de US\$ 55 mil millones en marzo a US\$35 mil millones a partir de julio. Por otro lado, la Fed se enfrenta a la decisión de cuándo y en qué medida se daría el primer aumento de la tasa de interés de política, sin generar grandes disturbios en los mercados financieros. El mercado espera que el primer aumento ocurra en el segundo semestre de 2015.

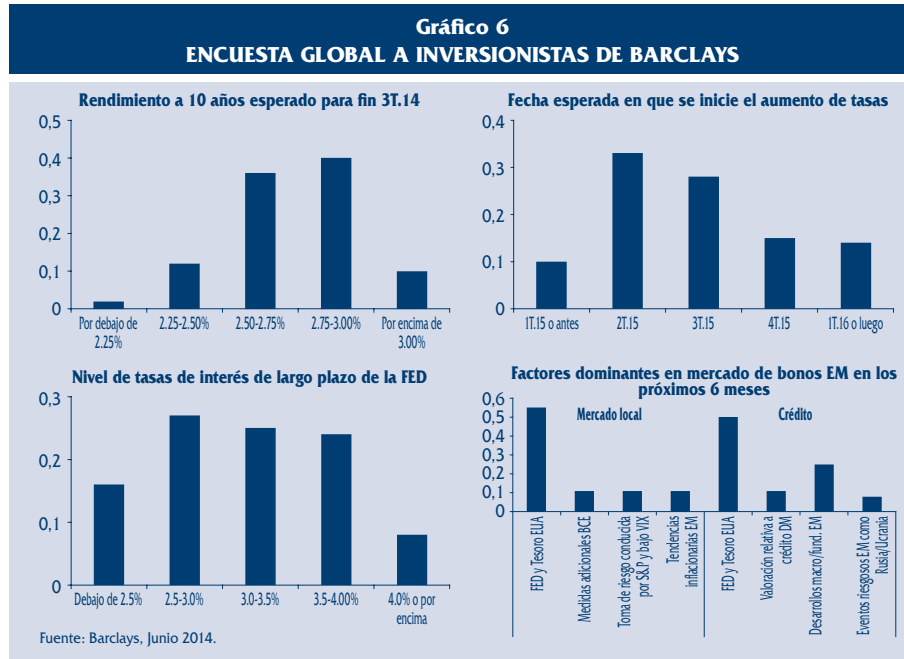
Asumiendo que el retiro del *Quantitative Easing* (QE) se dé en línea con lo esperado, éste finalizaría en la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de octubre. Las proyecciones de tasas en la reunión del FOMC de junio mostraron un ligero aumento, tanto para 2015 como para 2016 respecto a las de marzo, ello en línea con los mejores indicadores del mercado laboral que han aumentado las expectativas de un aumento de tasas.



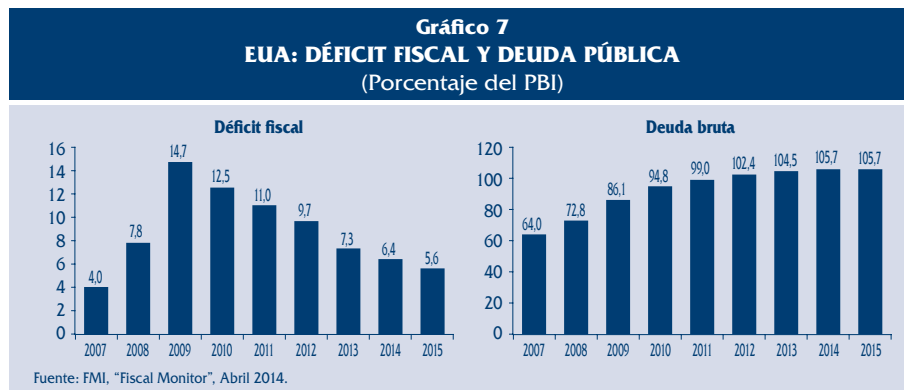
La encuesta realizada por Barclays muestra que un tercio de los inversionistas espera un aumento de tasas en el segundo trimestre de 2015 con gran incertidumbre sobre el nuevo nivel que alcanzarán las tasas, concentrados en partes iguales en los rangos de 2,5-3,0 por ciento, 3,0-3,5 por ciento y 3,5-4,0 por ciento. El aumento de tasas es el factor dominante en los mercados de bonos de los mercados emergentes.

Se espera que en 2015 los miembros que integran el FOMC tengan en su mayoría una posición neutral por la rotación de votos de presidentes de las Reservas Federales; sin embargo, se mantiene la expectativa de un aumento de tasas en el segundo semestre de 2015 en línea con las proyecciones de la Fed, en un contexto en el que se mantiene el amplio tamaño del balance de la Fed.





- En línea con la ejecución del primer trimestre, se estima que la economía de Estados Unidos crecerá 1,6 por ciento en 2014; 3,0 por ciento en 2015 y 3,0 por ciento en 2016. Esta proyección asume que el efecto del clima del primer trimestre se habría disipado y la recuperación de la economía continuaría en los próximos trimestres del año. Se mantiene el riesgo en torno a la posibilidad de un ajuste desordenado en los mercados financieros tras el aumento de las tasas de interés por parte de la Fed.



- En la **Eurozona**, los indicadores continúan reflejando una recuperación moderada de la región. A nivel de países, la evolución ha sido diferenciada. España, que tuvo un crecimiento mejor que lo esperado en el primer trimestre, siguió destacando entre los países periféricos. Por el contrario, Alemania mostró una moderación luego del

favorable primer trimestre, que contrario a otros países se vio favorecida por la actividad de construcción por un clima más benéfico, mientras que la actividad económica en Francia se mantuvo débil.

Cuadro 3
EUROZONA: ÍNDICES DE ACTIVIDAD (PMI) DEL JP MORGAN

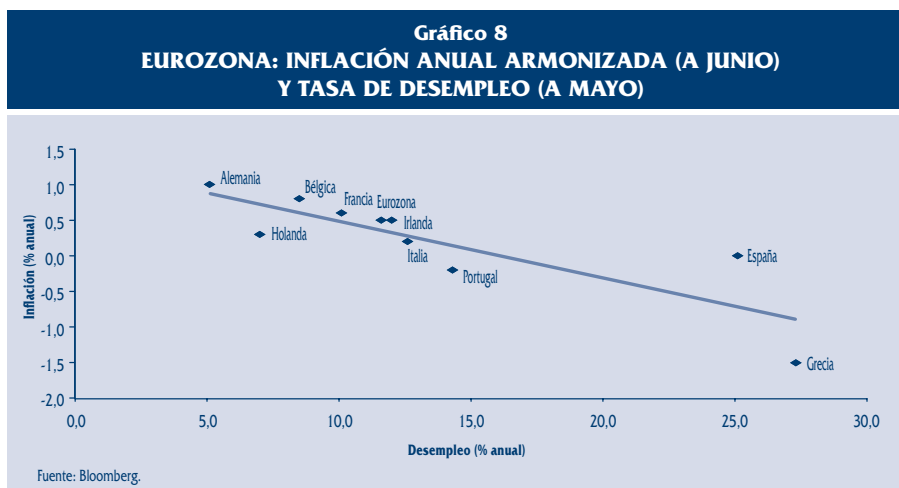
	Dic.12	Dic.13	Ene.14	Feb.14	Mar.14	Abr.14	May.14	Jun.14
Compuesto								
Eurozona	47,2	52,1	52,9	53,3	53,1	54,0	53,5	52,8
Servicios								
<u>Eurozona</u>	<u>47,8</u>	<u>51,0</u>	<u>51,6</u>	<u>52,6</u>	<u>52,2</u>	<u>53,1</u>	<u>53,2</u>	<u>52,8</u>
Alemania	52,0	53,5	53,1	55,9	53,0	54,7	56,0	54,8
Francia	45,2	47,8	48,9	47,2	51,5	50,4	49,1	48,2
Italia	45,6	47,9	49,4	52,9	49,5	51,1	51,6	53,9
España	44,3	54,2	54,9	53,7	54,0	56,5	55,7	54,8
Manufactura								
<u>Eurozona</u>	<u>46,1</u>	<u>52,7</u>	<u>54,0</u>	<u>53,2</u>	<u>53,0</u>	<u>53,4</u>	<u>52,2</u>	<u>51,8</u>
Alemania	46,0	54,3	56,5	54,8	53,7	54,1	52,3	52,0
Francia	44,6	47,0	49,3	49,7	52,1	51,2	49,6	48,2
Italia	46,7	53,3	53,1	52,3	52,4	54,0	53,2	52,6
España	44,6	50,8	52,2	52,5	52,8	52,7	52,9	54,6

Fuente: Bloomberg.

A nivel del gasto, a diferencia de lo ocurrido en el primer trimestre donde el crecimiento había estado liderado por la inversión, el consumo privado mostraría mayor recuperación aunque aún a tasas moderadas. Esta evolución se refleja en la confianza del consumidor de la región (que se ha mantenido alta a pesar del ligero retroceso de junio), en la baja inflación (0,5 por ciento anual en junio) y en la estabilización del desempleo (11,6 por ciento en mayo). Por el contrario, la inversión privada estaría desacelerándose, como lo señala el retroceso de los distintos índices de confianza empresarial, el estancamiento de la producción industrial de bienes de consumo durable y la contracción de la de bienes de capital.

Esta evolución ha seguido acompañada de una baja inflación y condiciones crediticias aún restrictivas. En junio, la inflación anual de la región fue 0,5 por ciento, por noveno mes consecutivo menor a 1 por ciento (en la “zona de peligro” de acuerdo a lo calificado por el BCE). Además, las proyecciones señalan que la baja inflación se mantendría al menos hasta mediados de 2015, ello debido al significativo alto desempleo que mantendría los salarios bajos particularmente en algunas economías periféricas donde se han dado reducciones salariales.





En mayo, el crédito bancario al sector privado cayó por vigésimo quinto mes consecutivo, aunque en los últimos tres meses se registró un menor ritmo de contracción. Los préstamos al sector privado no financiero cayeron 0,9 por ciento en términos anuales, los destinados al sector corporativo no financiero cayeron 2,5 por ciento anual y los destinados a los hogares crecieron marginalmente 0,5 por ciento anual. Esta contracción del crédito al sector corporativo se ha mantenido concentrada en algunos países de la zona Euro (como España, Portugal, y Grecia), y en las PYMEs. Adicionalmente, el crédito bancario ha sido reemplazado con la emisión de bonos corporativos dado su menor costo, aunque las PYMEs no serían las más favorecidas por su menor acceso a esta fuente alternativa de financiamiento.

En este contexto, en su reunión de junio, el BCE dio una serie de medidas con el fin de reducir los riesgos de deflación y corregir la fragmentación financiera en los mercados crediticios:

- (i) Reducción de la tasa de interés de refinanciación en 10 pbs a 0,15 por ciento, la de préstamos marginales en 35 pbs a 0,40 por ciento y la de depósito en 10 pbs a -0,10 por ciento, en terreno negativo por primera vez; señalando que las tasas bajas se mantendrán por un largo periodo;
- (ii) Mantenimiento de la facilidad de adjudicación total de liquidez a tasa fija (que vencía en junio de 2015 y ahora duraría por lo menos hasta fines de 2016);
- (iii) Inyección de liquidez hasta por € 400 mil millones, a través de operaciones de reporte de largo plazo especiales (TLTRO) que vencerán en setiembre de 2018 (4 años aproximadamente), pero que estarán vinculadas con el

crédito bancario a la Eurozona (salvo hipotecario y préstamos al sector público);

- (iv) Extensión de los activos adicionales elegibles como colaterales hasta al menos setiembre de 2018;
- (v) Suspensión de la esterilización del saldo de bonos soberanos mantenidos bajo el antiguo programa de compra de bonos (*Securities Markets Program*, actualmente en €164,5 mil millones), medida que supone una inyección de liquidez por el monto equivalente y aumento del balance del BCE; y
- (vi) Preparación de un programa de compras simples de activos titulizados (*Asset Backed Securities-ABS*) cuyos títulos subyacentes sean pasivos del sector privado no financiero de la Eurozona, ello con el fin de corregir el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

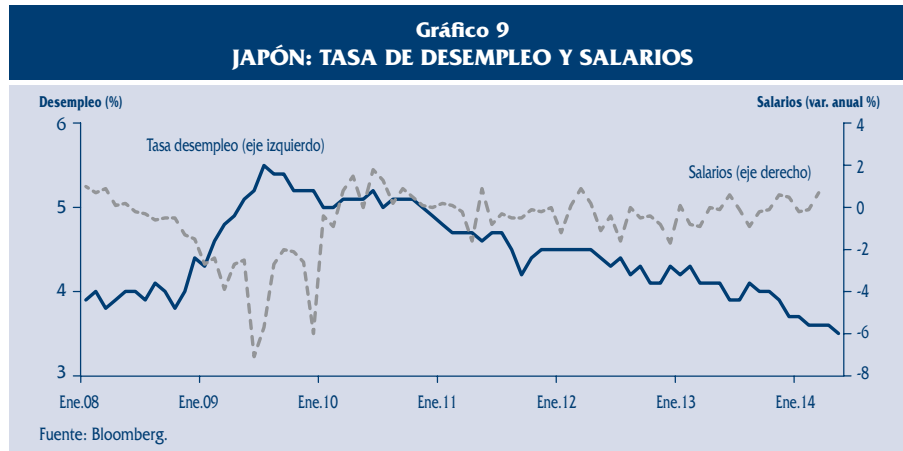
Se espera que con estas medidas se logren anclar las expectativas de inflación y reactivar el crédito bancario. En este contexto, se ha mantenido la proyección de crecimiento de 1,1 por ciento anual en 2014 y de 1,5 por ciento en 2015, y se proyecta una tasa de 1,6 por ciento en 2016, tasas que reflejarían la lenta recuperación de la región.

6. En **Japón**, la economía creció 6,7 por ciento en el primer trimestre (tasa trimestral anualizada). Este crecimiento reflejó el mayor gasto en consumo y en inversión en anticipo al aumento del impuesto a las ventas programado para abril. El consumo privado creció 9,2 por ciento y la inversión en capital creció 34,2 por ciento. Por el contrario, los inventarios y las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa al crecimiento.

El adelanto del consumo y de la inversión en previsión al alza del impuesto llevaría a una contracción del producto para el segundo trimestre. El consumo registró en abril la mayor caída en 20 años, aunque indicadores como las ventas minoristas mostraron que esta contracción se habría moderado. En el caso de la inversión se espera un escenario algo más favorable, en línea con la mejora en la confianza empresarial. Adicionalmente, el aumento en las órdenes públicas de maquinaria sugiere una implementación temprana del gasto de acuerdo con las declaraciones del gobierno sobre el adelanto del gasto del presupuesto del año fiscal 2014 para apoyar el crecimiento de la demanda interna.

Por otro lado, la inflación excluyendo alimentos ha aumentado de 1,3 por ciento en febrero a 3,4 en mayo, la mayor en tres décadas. El Banco de Japón estima que sería 1,4 por ciento si se excluye el efecto del aumento al impuesto a las ventas.





Considerando estos desarrollos, se proyecta que para el año 2014 la economía crezca 1,4 por ciento, 1,3 por ciento en 2015 y 0,9 por ciento en 2016. Esta proyección asume que el dinamismo de la inversión se mantendría en el año y que el consumo se recuperaría moderadamente apoyado por la mejora en el mercado laboral (en mayo la tasa de desempleo alcanzó 3,5 por ciento, nivel mínimo en 17 años).

El principal riesgo al crecimiento continúa siendo el impacto del aumento del impuesto a las ventas sobre el consumo en los próximos trimestres de 2014 y la eficacia de los estímulos fiscales y de las reformas estructurales promulgadas por el Primer Ministro Abe. El mercado no espera que el Banco de Japón aumente su programa de recompra de bonos en el corto plazo, dado su optimismo respecto a la recuperación de la economía.

7. Entre las **economías emergentes**, las señales sobre **China** fueron positivas y han venido ratificando las expectativas de que la actividad estaría superando el piso registrado en el primer trimestre, cuando creció por debajo de 6 por ciento anualizado en términos desestacionalizados. Así, los índices de actividad, de producción industrial y las ventas minoristas han mostrado una recuperación, y el avance de la inflación por encima de 2,0 por ciento anual, reflejaría también una recuperación de la demanda.

Este dinamismo se explicaría por las medidas fiscales y monetarias aplicadas. El gobierno lanzó a inicios de abril un mini-paquete fiscal basado en proyectos de infraestructura urbana y ferroviaria, construcciones de vivienda para hogares de bajos ingresos y reducción de impuestos a las pequeñas empresas, medida que regiría hasta 2016. A estas medidas fiscales se sumaron las medidas del banco central que incluyeron un recorte del ratio de reserva (de 50 pbs) en dos oportunidades (en abril y en junio) dirigido a la banca que apoya a la agricultura

y a las pequeñas y medianas empresas. Adicionalmente, el supervisor bancario (CBRC), a fines de junio, ajustó el cálculo del ratio de préstamos a depósitos (con límite de 75 por ciento), lo que daría a los bancos mayor margen para expandir sus préstamos.

Cuadro 4
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

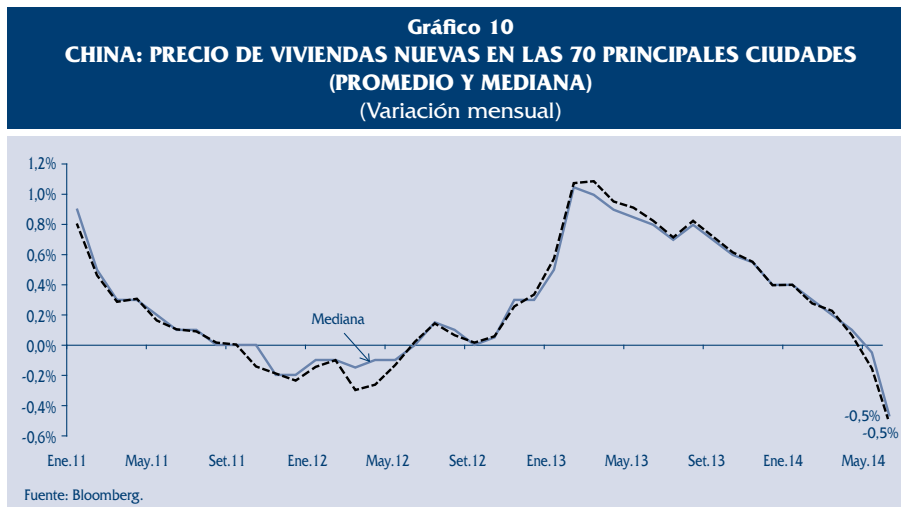
Indicadores	2013				2014			
	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Abr.	May.	Jun.
Actividad manufacturera (PMI) oficial (50 nivel neutral)	50,9	50,1	51,1	51,0	50,3	50,4	50,8	51,0
Actividad de servicios (PMI) oficial (50 nivel neutral)	55,6	53,9	55,4	54,6	54,5	54,8	55,5	55,0
Producción Industrial (var.% 12 meses)	8,9	8,9	10,2	9,7	8,8	8,7	8,8	9,2
Inversión en activos fijos (acum. año, var. anual)	20,9	20,1	20,2	19,6	17,6	17,3	17,2	17,3
Ventas minoristas (var.% 12 meses)	12,6	13,3	13,3	13,6	12,2	11,9	12,5	12,4
Exportaciones (var.% 12 meses)	10,0	-3,1	-0,3	4,3	-6,6	0,9	7,0	7,2
Importaciones (var.% 12 meses)	14,1	-0,8	7,5	8,3	-11,3	0,8	-1,6	5,5
Préstamos nuevos (miles de millones de yuanes)	1 063	863	787	483	1 050	775	871	1 080
Financiamiento agregado nuevo (miles de millones de yuanes)	2 550	1 038	1 411	1 232	2 070	1 550	1 405	1 970
Índice de precios al consumidor (var.% 12 meses)	2,1	2,7	3,1	2,5	2,4	1,8	2,5	2,3
Índice de precios al productor (var.% 12 meses)	-1,9	-2,7	-1,3	-1,4	-2,3	-2,0	-1,4	-1,1

Fuente: Bloomberg.

Sin embargo, los riesgos reportados en el anterior Reporte de Inflación se mantienen. En particular, las señales del mercado inmobiliario (que representa 17 por ciento del PBI) siguieron siendo negativas. Así, el financiamiento para el desarrollo de propiedades siguió desacelerándose; las construcciones nuevas de viviendas y ventas de viviendas residenciales siguieron cayendo significativamente; las ventas de propiedades comerciales crecieron en menor magnitud; y los precios de viviendas nuevas cayeron (en mayo y en junio) por primera vez en dos años. Se espera que con las medidas recientes del gobierno (y otras que se darían para impulsar la demanda hipotecaria), se lograría contener el ajuste del mercado inmobiliario en la segunda mitad del año.

En este sentido, la evolución de este sector se mantiene como el principal factor de riesgo para el crecimiento. Por el contrario, el riesgo de una contracción brusca del financiamiento global se ha reducido sustancialmente desde el último Reporte de Inflación. Esta variable se ha venido estabilizando (gracias a otras fuentes no bancarias como los bonos), y con ello se han reducido los temores relacionados con la contracción del financiamiento a través de la banca a la sombra (que representa 16 por ciento del PBI) y los riesgos financieros relacionados.





En este contexto de mejores indicadores de actividad pero con crecientes riesgos en el mercado inmobiliario, se ha mantenido la proyección de crecimiento de 7,3 por ciento anual en 2014, tasa que se mantendría en 2015 y se moderaría a 7,1 por ciento en 2016.

8. En el primer trimestre de 2014, la mayoría de los países de **América Latina** con metas explícitas de inflación registraron una desaceleración en su crecimiento, excepto Colombia. Esta se explicaría por el menor impulso de la demanda doméstica, principalmente la inversión privada.

Cuadro 5
AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variación porcentual anual)

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
1T.13	1,9	4,9	2,9	0,6	4,6
2T.13	3,5	3,8	4,6	1,6	6,3
3T.13	2,4	5,0	5,8	1,4	5,3
4T.13	2,2	2,7	5,3	0,7	6,9
1T.14	1,9	2,6	6,4	1,8	4,8

Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística.

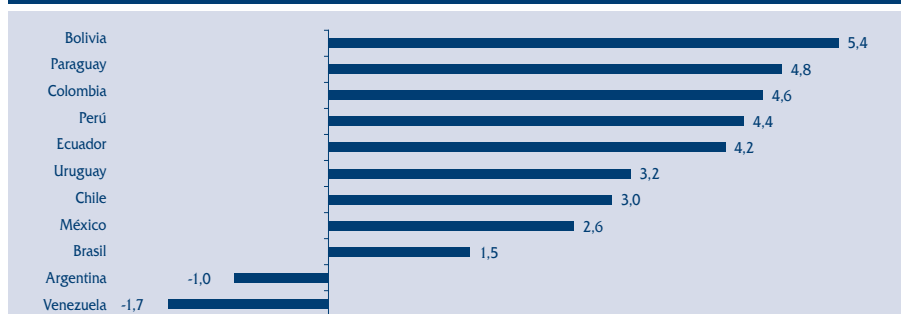
9. En Chile, Brasil y México la inversión se contrajo 5,0 por ciento, 2,1 por ciento y 0,8 por ciento respecto al primer trimestre de 2013, respectivamente (en el caso de Chile y México por tercer trimestre consecutivo). Además, estos tres países continúan registrando una desaceleración de su consumo privado, siguiendo con la tendencia observada desde inicios del año pasado. En contraste, el crecimiento de Colombia estuvo impulsado por el incremento de la inversión en 16,9 por ciento debido, principalmente, al mayor gasto en obras civiles y maquinaria y equipos.

Cuadro 6
AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN
(Variación porcentual anual)

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
1T.13	2,2	8,2	0,8	-1,0	9,7
2T.13	7,7	10,2	1,8	0,8	13,3
3T.13	6,7	-1,5	10,7	-3,7	6,6
4T.13	4,0	-12,3	7,4	-3,0	2,4
1T.14	-2,1	-5,0	16,9	-0,8	2,5

Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística.

Gráfico 11
CRECIMIENTO DEL PBI: 2014
(Variación porcentual)



Fuente: Latin American Consensus Forecast (Junio 2014) y BCRP para Perú.

10. La inflación en los países de América Latina con esquemas de metas explícitas de inflación ha mostrado una tendencia al alza con excepción de México. Este ritmo ascendente de los precios obedece, tanto al efecto traspaso de la depreciación de sus monedas, como a choques de oferta internos y externos.

Cuadro 7
AMÉRICA LATINA: INFLACIÓN
(Doce meses)

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Rango Meta 2014	2,5-6,5	2,0-4,0	2,0-4,0	2,0-4,0	1,0-3,0
Ene.14	5,6	3,0	2,1	4,5	3,1
Feb.14	5,7	3,4	2,3	4,2	3,8
Mar.14	6,2	3,9	2,5	3,8	3,4
Abr.14	6,3	4,3	2,7	3,5	3,5
May.14	6,4	4,7	2,9	3,5	3,6
Jun.14	6,5	4,3	2,8	3,8	3,5

Fuente: Bloomberg.

Mercados financieros

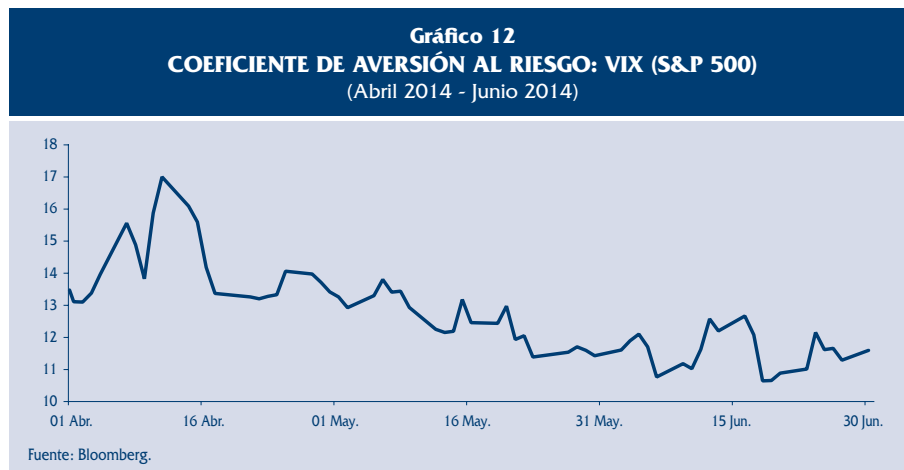
11. En el segundo trimestre de 2014 los mercados financieros internacionales —en particular los mercados de renta variable— se han visto favorecidos por las



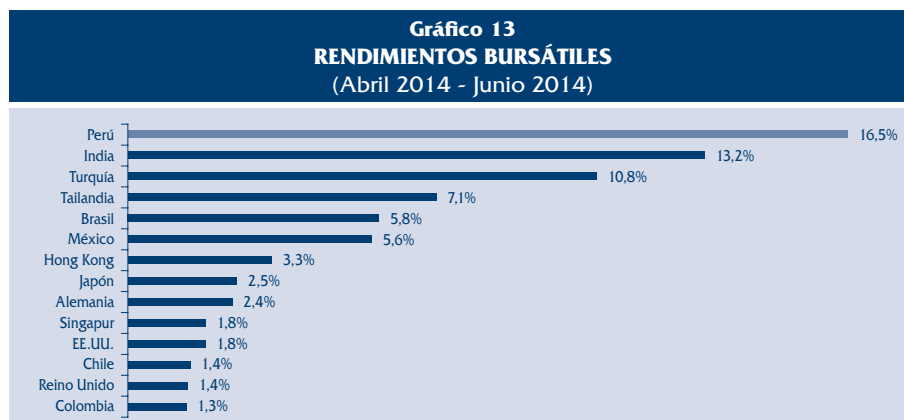


perspectivas de mejora en el crecimiento de Estados Unidos y China, tras un primer trimestre de actividad económica desfavorable. También favoreció a los mercados las señales de la Fed de mantener la tasa de referencia baja y las medidas de estímulo monetario del Banco Central Europeo de junio, dando señales de apoyo a la recuperación económica de la Eurozona.

En este contexto, el nivel de aversión al riesgo, medido por el índice VIX, registró su nivel más bajo post-crisis, aunque ello podría reflejar un exceso de confianza de los inversionistas. Sin embargo, entre los factores que generaron volatilidad en los mercados financieros se encuentran las tensiones geopolíticas entre Ucrania y Rusia a inicios del trimestre, que se redujeron tras las elecciones en Ucrania, y el conflicto interno en Iraq que durante el mes de junio generó incertidumbre por un posible recorte de la producción de petróleo.



12. Los **rendimientos bursátiles** en el segundo trimestre del año fueron positivos, el índice Dow Jones alcanzó sucesivos récords históricos. Además, los principales mercados beneficiados fueron los emergentes.



13. Los **mercados de deuda pública** de las economías desarrolladas mostraron una evolución favorable. En EUA, las declaraciones de la presidenta de la Fed, Janet Yellen, disiparon las especulaciones de un posible aumento de la tasa de interés de política antes de lo previsto tras las mejores perspectivas para la economía de Estados Unidos. En la **Eurozona**, los eventos también fueron positivos:

- (i) En el **plano financiero**, las medidas de junio del BCE, la firma en mayo del acuerdo de los países de la Unión Europea (salvo Reino Unido y Suecia) sobre el Fondo de Resolución Único (SRF), que complementa la legislación sobre el Mecanismo de Resolución Único (SRM), y la difusión en abril de los detalles de los escenarios del stress test que aplicará el BCE con la Autoridad Bancaria Europea (EBA) a 124 bancos de la UE durante junio/setiembre;
- (ii) En el **plano fiscal**, a nivel del bloque generó optimismo el cambio de liderazgo y de prioridades de política de la nueva Comisión Europea (CE), particularmente para los países cuyas restricciones fiscales podrían afectar su aún delicada recuperación, como en los casos de Francia, Italia y España, ello sin afectar el cumplimiento de las metas de largo plazo y dentro de la flexibilidad ya existente en los tratados (Pacto Fiscal y Pacto de Crecimiento y Estabilidad). A nivel de los países, los eventos fueron diferenciados. En Portugal e Irlanda, los avances de las cuentas fiscales fueron positivos, elevándose la posibilidad de que ambos cumplan con holgura sus metas fiscales. Asimismo, Portugal finalizó en junio su programa UE/FMI sin solicitar una línea de crédito preventiva (tal como lo hizo Irlanda), ello además sin recibir el último desembolso del programa (€ 2,6 mil millones). En Grecia, el avance de las cuentas fiscales también fue positivo pero no se cumplió con el programa de reformas, poniendo en riesgo los compromisos del programa y los próximos desembolsos. Por otro lado, las medidas recientes en Italia (presupuesto 2014-17), Francia (medidas fiscales 2014-17) y España (reforma tributaria) han puesto en riesgo el cumplimiento de sus metas fiscales para este y/o el próximo año.

En este contexto, los rendimientos de los bonos del Tesoro a diez años de EUA se redujeron alrededor de 19 puntos básicos entre marzo y junio de 2014. Asimismo, los rendimientos de los títulos soberanos de Alemania, Reino Unido y Japón también registraron reducciones.

En el caso de las economías europeas del sur (como Portugal, Grecia, Italia y España), los rendimientos a 10 años y los *spreads* crediticios (CDS) registraron reducciones significativas (esto estuvo asociado a las mejores condiciones políticas, fiscales y financieras). En línea con estos desarrollos, las principales agencias mejoraron algunas calificaciones para el caso de Grecia, Portugal, Irlanda y España.





Cuadro 8
ECONOMÍAS DESARROLLADAS: RENDIMIENTOS (10 AÑOS)
Y SPREADS SOBERANOS (CDS)

	Fines de período				Var. en puntos básicos	
	Jun.13	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Jun.14- Dic.13	Jun.14- Mar.14
Rendimiento del bono de 10 años (%)						
EUA	2,49	3,03	2,72	2,53	-50	-19
Japón	0,85	0,74	0,64	0,57	-18	-8
Reino Unido	2,44	3,02	2,74	2,67	-35	-7
Alemania	1,73	1,93	1,57	1,25	-68	-32
Francia	2,35	2,56	2,08	1,70	-86	-38
Italia	4,55	4,13	3,29	2,85	-128	-45
España	4,77	4,15	3,23	2,66	-149	-57
Irlanda	4,11	3,51	3,02	2,36	-116	-66
Portugal	6,45	6,13	4,07	3,65	-248	-43
Grecia	10,98	8,42	6,57	5,96	-246	-61
CDS - 5 años (puntos básicos)						
EUA	28	28	18	17	-11	-1
Reino Unido	50	26	23	19	-7	-4
Alemania	32	25	23	20	-5	-2
Francia	80	54	49	40	-14	-10
Italia	284	168	132	95	-73	-37
España	284	154	103	67	-87	-36
Irlanda	166	120	78	45	-75	-32
Portugal	401	352	185	165	-187	-20
Grecia	1 144	675	482	470	-205	-12

Fuente: Bloomberg.

Los mercados de deuda de los países de **América Latina** también mostraron una evolución favorable, en línea con las demás economías emergentes, tras la reducción de la aversión al riesgo y las mejores perspectivas económicas para China apoyada por los estímulos que realizó para incentivar su economía, tanto monetarios (reducción de encaje bancario en abril y junio) como fiscales (mini-paquete de abril). Esta evolución fue parcialmente compensada por 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 rendimientos de los bonos de las economías emergentes y los *spreads* de la Prima por Riesgo de Moratoria (CDS, por sus siglas en inglés) continuaron reduciéndose y en mayor magnitud que el trimestre pasado.

Cuadro 9
ECONOMÍAS EMERGENTES: SPREADS SOBERANOS (CDS) - 5 AÑOS

	Fines de período				Var. en puntos básicos	
	Jun.13	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Jun.14- Dic.13	Jun.14- Mar.14
SPREADS CDS (puntos básicos)						
Brasil	187	193	171	144	-49	-27
Chile	100	80	79	63	-16	-16
Colombia	143	118	109	80	-38	-29
México	132	92	89	67	-25	-22
Perú	145	133	112	81	-53	-32

Hungría	321	260	234	165	-95	-69
Polonia	104	79	68	56	-23	-11
Rusia	196	166	216	179	13	-38

Turquía	191	244	216	177	-67	-39
China	119	80	91	77	-3	-13
Israel	127	103	89	78	-25	-11
Sudáfrica	218	205	192	178	-27	-14

Fuente: Bloomberg.

Tipos de cambio

14. De acuerdo con el índice de la Fed, el dólar se depreció 0,8 por ciento entre abril y junio de 2014, revirtiendo la tendencia apreciatoria del trimestre pasado, lo cual se explica principalmente por el fortalecimiento del yen, la libra y las monedas emergentes. En el caso del yen influyó la recuperación de la actividad en el primer trimestre y las menores expectativas de estímulos adicionales por parte del Banco de Japón; y en el caso de la libra, las favorables perspectivas económicas de Reino Unido que implicarían un alza de tasas de interés antes de lo esperado. Cabe mencionar que el dólar se apreció frente al euro tras las medidas del BCE y las señales de la Fed, revirtiendo la tendencia observada hasta mayo.

Gráfico 14
ÍNDICE CANASTA DEL DÓLAR*
 (Enero 2008 - Junio 2014)





La mayoría de monedas emergentes se apreciaron con respecto al dólar debido a una menor percepción de riesgo que impulsa a los inversionistas a buscar activos de mayor rendimiento y a que el *tapering* ya no ha tenido impactos adicionales en economías emergentes, al mantener la Fed el ritmo de reducción del programa de compras de bonos en US\$ 10 mil millones mensuales, en línea con lo esperado. Por el contrario, se han venido registrando mayores flujos de capitales a las economías emergentes durante el segundo trimestre, compensando en parte la liquidación de activos de estas economías a inicios de año.

**Cuadro 10
TIPOS DE CAMBIO**

	Fin de período (u.m. por US\$)				Var.% Jun.14 respecto a:	
	Jun.13	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Dic.13	Mar.14
Canadá	1,05	1,06	1,10	1,07	0,4	-3,5
Japón	99,12	105,30	103,19	101,30	-3,8	-1,8
Reino Unido (US\$/u.m.)	1,521	1,656	1,666	1,710	3,3	2,6
Eurozona (US\$/u.m.)	1,301	1,375	1,377	1,369	-0,4	-0,6
Suiza	0,94	0,89	0,88	0,89	-0,7	0,3
Brasil	2,23	2,36	2,27	2,21	-6,3	-2,5
Chile	507	525	548	552	5,1	0,7
Colombia	1 920	1 929	1 971	1 879	-2,6	-4,7
México	12,94	13,03	13,06	12,97	-0,5	-0,7
Argentina	5,39	6,52	8,00	12,10	85,7	51,3
Perú	2,78	2,80	2,81	2,80	0,0	-0,3
Hungría	227	216	223	226	4,6	1,4
Polonia	3,32	3,01	3,02	3,04	0,8	0,4
Rusia	32,83	32,89	35,03	33,98	3,3	-3,0
Turquía	1,93	2,15	2,14	2,12	-1,3	-1,0
China	6,14	6,05	6,22	6,20	2,5	-0,2
India	59,52	61,80	60,01	60,05	-2,8	0,1
Israel	3,64	3,47	3,49	3,43	-1,3	-1,7
Sudáfrica	9,83	10,45	10,52	10,63	1,8	1,1
Canasta de la Fed	102,6	102,1	103,0	102,1	0,0	-0,8

Fuente: Reuters y Bloomberg.

Decisiones de tasas de interés

- Entre abril y junio, la mayoría de bancos centrales mantuvieron las tasas de interés. Dentro de las economías desarrolladas, sólo la Eurozona redujo sus tasas de interés en 10 pbs. ante la lenta y desigual recuperación de la economía y los riesgos de presiones deflacionarias. Del mismo modo, algunas economías emergentes —Serbia, México, Hungría, Chile y Tailandia— redujeron sus tasas de política, manteniendo la tendencia de meses previos, en respuesta al escaso dinamismo de la actividad económica en un contexto de presiones inflacionarias contenidas.

Cuadro 11
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

	Dic. 12	Set. 13	Dic. 13	Feb. 14	Jun. 14	Var.% Jun.14 respecto a:		
						Feb.14	Dic.13	Dic.12
Serbia	11,25	11,00	9,50	9,50	8,50	-100	-100	-275
México	4,50	3,75	3,50	3,50	3,00	-50	-50	-150
Hungría	5,75	3,60	3,00	2,70	2,30	-40	-70	-345
Chile	5,00	5,00	4,50	4,25	4,00	-25	-50	-100
Tailandia	2,75	2,50	2,25	2,25	2,00	-25	-25	-75
Eurozona	0,75	0,50	0,25	0,25	0,15	-10	-10	-60
Turquía	9,00	7,75	7,75	12,00	12,00	0	425	300
Pakistán	9,50	9,50	10,00	10,00	10,00	0	0	50
India	8,00	7,50	7,75	8,00	8,00	0	25	0
Indonesia	5,75	7,25	7,50	7,50	7,50	0	0	175
Islandia	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	0	0	0
Sudáfrica	5,00	5,00	5,00	5,50	5,50	0	50	50
Perú	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	0	0	-25
Filipinas	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	0	0	0
Malasia	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	0	0	0
Corea del Sur	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	-25
Polonia	4,25	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	-175
Australia	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	-50
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
Israel	2,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0	-25	-125
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
Rumania	5,25	4,25	4,00	3,50	3,50	0	-50	-175
Suecia	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0	0	-25
Taiwán	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	0	0	0
Brasil	7,25	9,00	10,00	10,75	11,00	25	100	375
Colombia	4,25	3,25	3,25	3,25	4,00	75	75	-25
Nueva Zelanda	2,50	2,50	2,50	2,50	3,25	75	75	75

Fuente: Reuters y Bloomberg.

Por otro lado, Brasil, Colombia y Nueva Zelanda elevaron sus tasas. En el primer caso, el banco central aumentó la tasa en 25 pbs con lo que acumula un incremento de 375 pbs desde abril de 2013; la inflación y las expectativas de inflación se encuentran alrededor del límite superior del rango meta (2,5 - 6,5 por ciento).

En Colombia, donde el aumento fue de 75 pbs, la actividad económica continúa acelerándose (el producto creció 6,4 por ciento en el primer trimestre, por encima de lo esperado) y la inflación se aproxima a la meta de 3 por ciento (en junio aumentó a 2,8 por ciento desde 2,5 en marzo). Por su parte, el banco central de Nueva Zelanda elevó la tasa en 75 pbs. La actividad ha venido mostrando un crecimiento importante favorecido en parte por los altos precios de los productos lácteos y por la demanda doméstica, lo que, según el banco central, estaría llevando a un nivel de actividad por encima de su nivel potencial.





II. Actividad económica

PBI sectorial

16. Durante el primer semestre del año el PBI ha venido creciendo a un ritmo de 3,2 por ciento, por debajo del 5,5 por ciento observado durante el mismo periodo de 2013. El menor ritmo de crecimiento ha estado en gran parte asociado a diversos choques de oferta que han afectado la evolución de la producción, en particular, de los sectores primarios. Los indicadores muestran que estas condiciones se habrían acentuado durante el segundo trimestre del año. Los sectores no primarios también presentan en general un crecimiento más modesto, en línea con el deterioro de los términos de intercambio, del empeoramiento de las condiciones externas y las expectativas menos optimistas de los agentes económicos. Para el segundo semestre del año se prevé una mejora en las condiciones que impactaron negativamente en la evolución de algunos de los sectores primarios, lo que junto a la reversión de expectativas y al impacto positivo de las medidas anunciadas por las autoridades se reflejarían en un mayor impulso de la actividad económica.

Por el lado de las actividades primarias, los sectores que más contribuirían a la desaceleración son el sector minería e hidrocarburos, principalmente por una menor producción de oro y cobre, por menores leyes de la principales minas, y una menor producción de petróleo; y el sector agropecuario, por menor producción de café, asociado al efecto de la roya amarilla, y de arroz, por la falta de lluvias a inicios de año. Por el lado de los sectores no primarios, los que más habrían contribuido son el sector construcción, debido a un menor avance físico de obras del sector público, y el sector de manufactura no primaria, por una menor fabricación de productos metálicos, maquinaria y equipo y de productos textiles, ante una menor demanda.



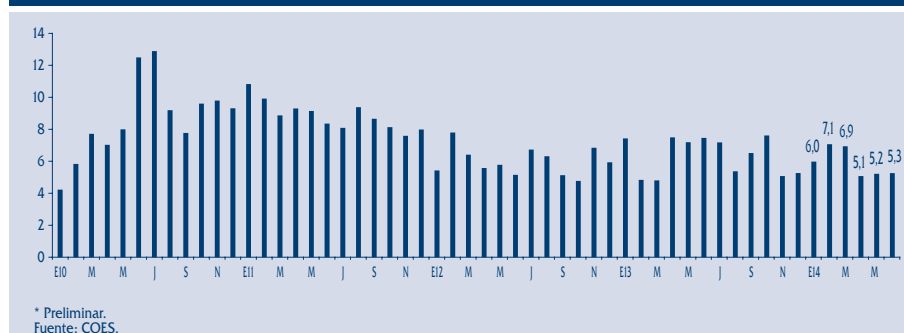
Cuadro 12
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
Agropecuario	1,9	1,4	0,2	1,6	1,7	4,0	2,2	3,5
Pesca	-5,5	18,1	-4,6	6,4	-1,6	2,5	-2,2	35,7
Minería e hidrocarburos	2,9	4,9	-1,3	2,8	0,3	13,4	8,5	10,8
Minería metálica	0,4	4,2	-2,3	1,9	-1,0	15,6	9,0	10,7
Hidrocarburos	12,2	7,2	2,2	7,2	5,7	5,3	7,0	11,4
Manufactura	3,7	5,7	0,9	4,6	2,7	4,9	4,2	4,5
Recursos primarios	-0,4	9,8	4,5	6,2	2,1	6,4	3,2	3,6
Manufactura no primaria	5,0	4,4	-0,1	4,0	2,8	4,5	4,5	4,8
Electricidad y agua	5,3	5,5	5,2	5,8	5,7	6,1	6,1	6,3
Construcción	13,3	8,9	2,1	7,6	5,0	8,0	8,0	7,5
Comercio	5,7	5,9	4,6	6,1	5,4	5,7	5,7	5,8
Otros servicios	6,4	6,1	5,3	6,3	6,0	6,1	6,2	5,8
PRODUCTO BRUTO INTERNO	5,5	5,8	3,2	5,5	4,4	6,7	6,0	6,3
Nota:								
PBI primario	1,9	5,0	-0,1	3,1	0,9	9,6	5,8	8,5
PBI no primario	6,5	6,1	4,1	6,1	5,3	6,0	6,0	5,8

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

17. Los indicadores contemporáneos y adelantados de actividad económica muestran que en el primer semestre de 2014, el ritmo de crecimiento de la actividad económica (3,2 por ciento) se ha desacelerado respecto a similar período del año previo (5,5 por ciento). En cuanto a la producción de electricidad para el primer semestre de 2014 se tendría un crecimiento de 5,9 por ciento, mientras que en 2013 se observó un crecimiento de 6,7 por ciento para el mismo periodo. En el caso del consumo interno de cemento se observa un comportamiento similar, con una pronunciada caída durante el mes de abril. Así, el crecimiento acumulado en el primer semestre de 2014 (2,0 por ciento) es significativamente menor que el observado en el mismo periodo del año anterior (13,0 por ciento).

Gráfico 16
PRODUCCIÓN DE ELECTRICIDAD: 2010-2014
(Variación porcentual doce meses)





18. La proyección de crecimiento del PBI para 2014 ha sido revisada a la baja de 5,5 por ciento en el Reporte de Inflación de abril de 2014 a 4,4 por ciento, asociado principalmente a un menor crecimiento de los sectores primarios. El crecimiento para 2014 estaría impulsado por la expansión de los sectores no primarios como construcción, comercio y servicios.

Para el año 2015 se ha revisado a la baja el crecimiento del PBI de 6,7 a 6,0 por ciento debido a una menor producción de la minería metálica de 15,6 a 9,0 por ciento, asociado principalmente a la postergación del inicio del proyecto Las Bambas. Para 2016, se proyecta un crecimiento de 6,3 por ciento, impulsado por los sectores minería, por el inicio de operación de Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde; y pesca, por la recuperación plena del sector luego del Fenómeno El Niño.

- a) El **sector agropecuario** habría registrado un crecimiento de 0,2 por ciento en el primer semestre del año. El subsector agrícola se habría contraído 1,4 por ciento debido a la menor producción de arroz (-11,6 por ciento) asociada a las restricciones hídricas sufridas a inicios del año y a las menores cosechas de café (-22,2 por ciento) por el efecto de la roya. En contraste, el subsector pecuario habría crecido 2,9 por ciento en línea con la mayor producción de carne de ave (4,9 por ciento).

Se ha revisado ligeramente al alza el crecimiento del sector agropecuario a 1,7 por ciento para 2014, debido principalmente a un incremento en la producción de diversos productos de agroexportación como aceituna, uva y palta. Para el año 2015, se revisa la proyección a la baja de 4,0 a 2,2 por ciento; en particular, para el sector agrícola se proyecta una menor producción de papa y limón debido al posible impacto de un Fenómeno de El Niño moderado entre el último trimestre de 2014 e inicios de 2015. Por otro lado, el impacto negativo de la roya amarilla sobre la producción de café persistiría durante el año 2015, a pesar de que se espera una reducción en la intensidad de esta plaga.

Para 2016 se espera que los efectos del Fenómeno de El Niño sobre la producción agrícola se hayan disipado por completo, así como el impacto de la roya amarilla sobre el café.

- b) El **sector pesca** tuvo una caída de 4,6 por ciento en el primer semestre de 2014, explicado por la menor captura de anchoveta registrada durante enero de 2014, dado que a finales de 2013 ya se había alcanzado el 91 por ciento de la cuota prevista para la segunda temporada de la zona norte-centro. Asimismo, influyó la menor extracción de anchoveta durante mayo y junio, asociada a condiciones climáticas no favorables por el arribo de la onda Kelvin.

Para el año 2014 se proyecta una caída en el sector pesca de 1,6 por ciento, proyección que toma en cuenta en particular, la menor extracción de anchoveta que se viene observando durante la primera temporada de pesca, como también los efectos que tendría el Fenómeno de El Niño en la segunda temporada. La proyección asume la presencia de un Fenómeno de El Niño moderado, cuyo impacto se mantendría hasta el año 2015. Para 2016 se espera una completa recuperación del sector, ya que las temperaturas del mar durante el año 2015 no afectarían el ciclo reproductivo de la anchoveta.

En el Recuadro 1 se presenta un análisis de los efectos que produjeron dos episodios del Fenómeno de El Niño considerados de magnitud severa, a diferencia del escenario moderado que se supone en el presente Reporte de Inflación.

- c) Para el primer semestre de 2014, se estima que la producción de **minería metálica** se reducirá en 2,3 por ciento respecto al mismo periodo del año anterior. Este resultado se explicaría principalmente por la menor producción de oro por parte de Yanacocha, asociado a su plan de minado que contempla la ampliación del tajo El Tapado Oeste, y a las menores leyes registradas en Antamina de acuerdo a su plan de minado.

Para 2014 se revisa la proyección de 1,9 a -1,0 por ciento, principalmente por la menor producción de oro de la región de Madre de Dios a causa de la intensificación de las políticas de interdicción. Adicionalmente, las menores leyes de extracción de oro observadas durante el primer semestre de 2014 estarían afectando la producción de este metal, situación que se mantendría en 2015 y 2016. Para el año 2015 se considera el ingreso de dos nuevos proyectos, Inmaculada e Invicta, y para 2016 el proyecto Shahuindo.

Por otro lado, en el caso de Toromocho, luego del período de pruebas la empresa redujo su estimado de producción del año. Para los años 2015 y 2016 se espera una mayor producción de cobre por el ingreso en operación de los proyectos Constancia y Las Bambas.

En el caso del zinc, se ha revisado a la baja el crecimiento de la producción para 2014 por menores leyes de extracción; sin embargo, para el año





2015 se espera un mayor nivel de producción de algunas empresas como Antamina.

Cuadro 13 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)				
	2013	2014*	2015*	2016*
Oro	-3,3	-13,4	-4,9	-5,0
Cobre	7,4	5,2	14,5	21,2
Zinc	5,5	-6,3	8,6	0,5

* Proyección.

- d) Para el primer semestre de 2014, se estima que la producción de **hidrocarburos** aumentaría en 2,2 por ciento respecto al mismo periodo del año anterior por la mayor producción de petróleo debido al inicio de operaciones en el Lote 67 de Perenco. Se revisa la proyección para 2014 a 5,7 por ciento considerando una menor producción de petróleo del Lote I-AB y una menor exportación de gas del Lote 56, ambos de Pluspetrol. Para el resto del año y para 2015, el crecimiento del sector estaría sustentado por el proyecto del Lote 67 de Perenco, que aportaría una producción de 12 mil barriles diarios de petróleo.

En cuanto a la producción de gas natural, para los años 2014 y 2015, se incrementaría la producción de líquidos de gas natural debido al inicio de operaciones en el Lote 57 de Repsol, que produciría 83 millones de pies cúbicos diarios de gas natural. Para el año 2016, el aumento de la producción de líquidos y gas natural se explica por la entrada en operación de la Planta Compresora de Camisea. Este proyecto está compuesto por dos etapas, durante la primera se lograría un incremento en la capacidad de producción de 310 MPCD para junio de 2015, y la segunda agregaría 100 MPCD para diciembre de 2015, de acuerdo con información reportada por Transportadora de Gas del Perú a Osinergmin.

- e) El sector **manufacturero** habría aumentado 0,9 por ciento en el primer semestre del año. La manufactura de procesamiento de recursos primarios mostraría un aumento de 4,5 por ciento. El resultado obedecería a la mayor producción de la refinación de metales no ferrosos, debido a que en los primeros meses, aumentó la producción de ánodos y cátodos de cobre por parte de Southern y Cerro Verde, respectivamente por un efecto base, ya que registraron problemas técnicos en 2013. En la industria pesquera, se registraría un aumento en conservas y una disminución en harina de pescado. La producción de la refinación de petróleo, productos cárnicos y azúcar registrarían incrementos moderados.

La manufactura no primaria registraría una disminución de 0,1 por ciento en el primer semestre del año, debido a la desaceleración de aquellas ramas vinculadas a la inversión, destacando los servicios industriales, maquinaria eléctrica y material de transporte. También registrarían una disminución la

industria textil, afectada por una menor demanda interna y externa; la industria de minerales no metálicos, principalmente vidrio por una menor demanda de envases para bebidas y productos farmacéuticos, y madera y muebles, por menor demanda interna y externa. Por otro lado, registrarían una mayor producción las ramas de alimentos y bebidas, principalmente productos alimenticios diversos; productos químicos, caucho y plásticos, por una mayor demanda de productos de tocador y la industria de papel e imprenta por mayor producción de actividades de impresión.

Para 2014 se proyecta un menor crecimiento en el procesamiento de recursos primarios en línea con la menor producción pesquera, debido a la menor captura de anchoveta; y a una reducción en la refinación de metales no ferrosos por el cierre de Doe Run. Estos factores se mantendrían durante 2015 debido a un Fenómeno de El Niño moderado que afectaría la pesca, y a la menor producción de minería metálica que se vería compensada en parte por un crecimiento en la producción petrolera. En cuanto a la manufactura no primaria, para 2014 se esperaba una reducción en la proyección de crecimiento asociada al menor dinamismo de la demanda interna y se mantiene la proyección de 4,5 por ciento de crecimiento para 2015.

PBI gasto

19. La demanda interna habría crecido 3,7 por ciento en el primer semestre de 2014. Esto debido a una menor expansión en los componentes del gasto, tanto privado (de 8,2 por ciento en el primer semestre de 2013 a 3,4 por ciento en el primer semestre de 2014) como público (de 11,8 por ciento en el primer semestre de 2013 a 5,0 por ciento en el mismo periodo de 2014).

Cuadro 14 DEMANDA INTERNA Y PBI (Variaciones porcentuales reales)								
	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
I. Demanda interna	8,7	7,0	3,7	5,4	4,7	6,1	5,7	5,2
1. Gasto privado	8,2	6,7	3,4	4,6	4,1	5,8	5,5	4,6
Consumo	5,2	5,3	4,9	5,1	4,9	5,4	5,0	5,2
Inversión privada fija	9,6	6,4	-0,3	6,0	3,2	6,6	6,2	6,5
2. Gasto público	11,8	8,4	5,0	9,3	7,9	7,5	6,9	7,7
Consumo	7,7	6,7	7,0	6,1	8,5	4,7	6,0	6,0
Inversión	22,3	12,1	0,5	15,5	6,7	12,5	8,9	11,0
II. Demanda Externa Neta								
1. Exportaciones	-4,9	-0,9	-3,6	3,3	-0,4	8,2	5,5	10,8
2. Importaciones	6,8	3,6	-1,1	3,3	1,0	5,6	4,7	5,9
III. PBI	5,5	5,8	3,2	5,5	4,4	6,7	6,0	6,3

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.





Cuadro 15
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Contribuciones a la variación porcentual real)

	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
I. Demanda interna	8,7	7,1	3,8	5,5	4,8	6,2	5,9	5,3
1. Gasto privado	7,1	5,7	3,1	3,9	3,5	4,9	4,7	3,9
Consumo	3,2	3,3	3,1	3,1	3,0	3,3	3,0	3,1
Inversión privada fija	2,1	1,4	-0,1	1,4	0,7	1,5	1,4	1,5
Variación de existencias	1,8	1,0	0,1	-0,5	-0,2	0,1	0,2	-0,7
2. Gasto público	1,6	1,4	0,7	1,6	1,3	1,3	1,2	1,4
Consumo	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	0,5	0,7	0,7
Inversión	0,8	0,7	0,0	0,9	0,4	0,8	0,5	0,7
II. Demanda Externa Neta								
1. Exportaciones	-1,3	-0,2	-0,9	0,8	-0,1	2,0	1,3	2,6
2. Importaciones	1,9	1,0	-0,3	0,9	0,3	1,5	1,2	1,5
III. PBI	5,5	5,8	3,2	5,5	4,4	6,7	6,0	6,3

* Proyección.

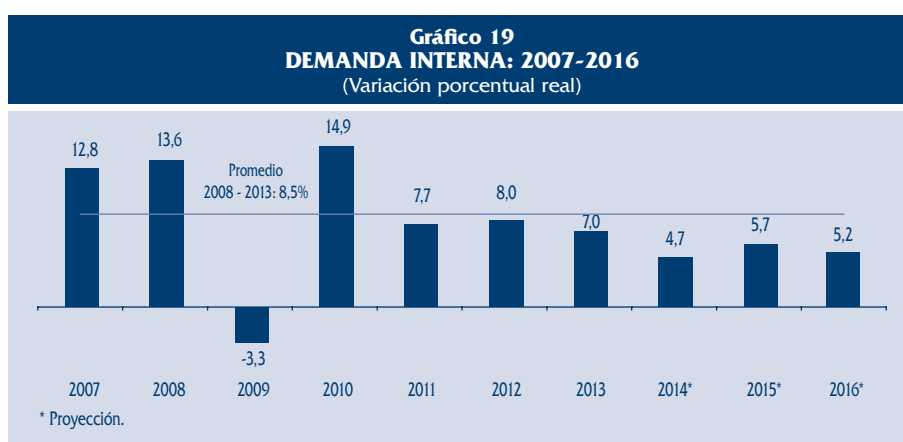
RI: Reporte de Inflación.

Este resultado estaría asociado a un menor ritmo de expansión de la inversión privada, la cual registraría una tasa de crecimiento negativa de 0,3 por ciento después de crecer 9,6 por ciento en el primer semestre de 2013; y al menor dinamismo de la inversión pública, que registró una tasa de crecimiento de 0,5 por ciento en los primeros seis meses del año, tasa menor a la registrada en similar período del año previo (22,3 por ciento).

Para el segundo semestre de 2014 se prevé que la inversión privada mejore su dinamismo respecto al primer semestre del año, con lo cual se iniciaría un proceso de recuperación de la demanda interna. Por otro lado, se espera una mejora en la evolución de las exportaciones, considerando una mayor capacidad de producción y exportación de Toromocho.

20. Los indicadores de confianza de consumidores y productores continúan manteniéndose al primer semestre en el tramo optimista, aunque en un menor grado que el registrado en abril de 2014, lo cual podría haber contribuido a un menor impulso del gasto de consumo e inversión del sector privado.
21. Para el año 2014 se ha revisado a la baja el crecimiento de la demanda interna, de 5,4 por ciento a 4,7 por ciento. La revisión se explica por el menor dinamismo previsto para la inversión privada, cuya tasa de crecimiento se ha revisado de 6,0 por ciento a 3,2 por ciento, en línea con los datos ejecutados a mayo. A su vez se revisa a la baja la proyección de crecimiento para el gasto público a 7,9 por ciento, consistente con una menor previsión para la inversión pública, principalmente de los gobiernos subnacionales.

Para el año 2015 se espera un crecimiento de la demanda interna de 5,7 por ciento, inferior a lo previsto en el Reporte previo, debido principalmente al menor crecimiento de la inversión pública, así como a una disminución en el dinamismo del gasto privado de consumo. Para el año 2016 se estima una tasa de crecimiento de 5,2 por ciento para la demanda interna considerando que la inversión privada crecería 6,5 por ciento, tomando en cuenta los anuncios de inversión y los proyectos entregados en concesión.



22. Las tasas de crecimiento del consumo privado continúan con un ritmo moderado por debajo del promedio 2007-2013. El gasto de consumo privado crecería 4,9 por ciento en el primer semestre de 2014, tasa inferior a la del mismo periodo del año anterior. La información reciente de diversos indicadores reflejan la evolución del consumo privado. Así por ejemplo la confianza del consumidor en junio se mantiene en el tramo optimista, aunque en un menor grado que el de abril. Los créditos de consumo a personas naturales continúan registrando tasas de expansión moderadas por debajo del promedio 2010-2013 y la venta de vehículos registró un decrecimiento de 7,6 por ciento entre abril y junio.

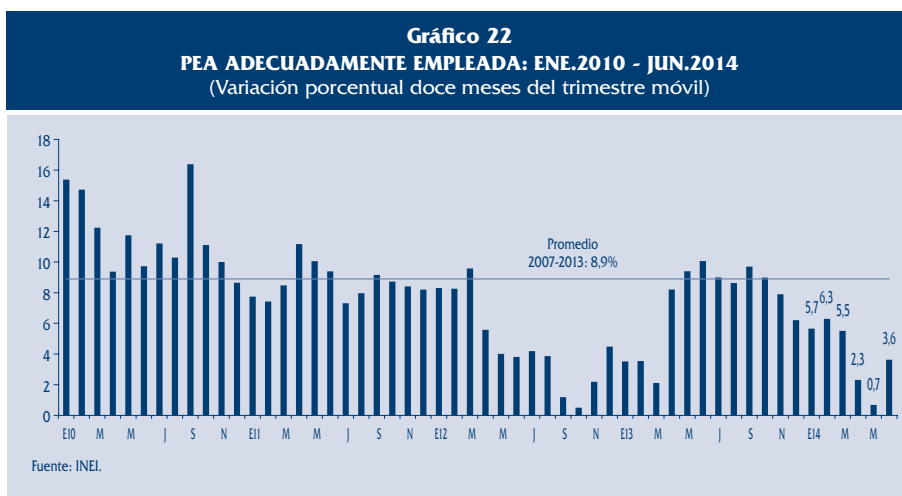




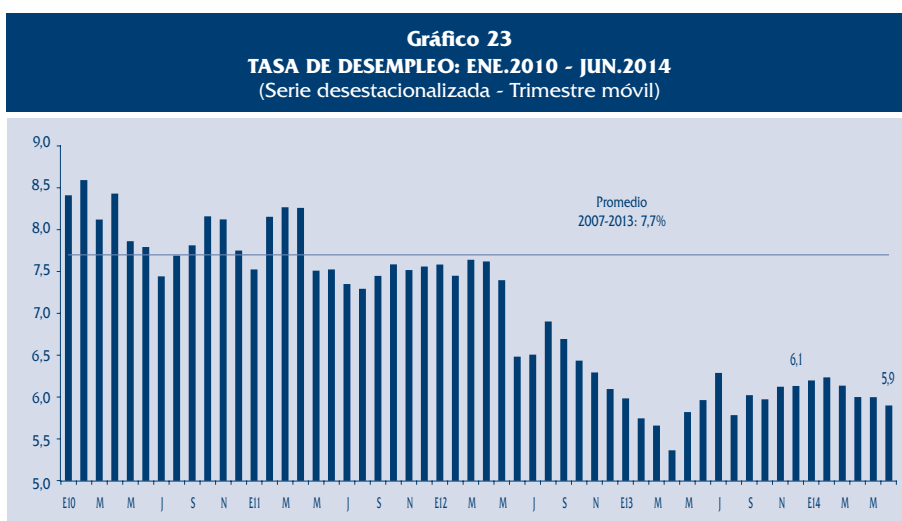
A continuación se presentan algunos indicadores que reflejan la dinámica del gasto de consumo privado.

- El Índice de Confianza del Consumidor se ubicó en junio en un nivel optimista de 58 puntos. Este indicador mantuvo un nivel de 55 puntos en promedio durante el primer semestre del año, menor al registrado en similar periodo del año anterior.





- c. La tasa de desempleo, indicador que refleja la parte de la población activa que busca empleo sin éxito, se posicionó ligeramente por debajo de la tasa del mismo período del año anterior pasando de 6,1 por ciento en diciembre de 2013 a 5,9 por ciento en junio de 2014. La tasa de desempleo desestacionalizada tuvo una tendencia ligeramente decreciente en el primer semestre del año.



- d. El crecimiento del crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, sigue moderándose con respecto a las tasas observadas durante el año 2013. Este indicador tuvo un crecimiento de 13,1 por ciento en mayo, inferior al promedio del periodo 2010-2013.

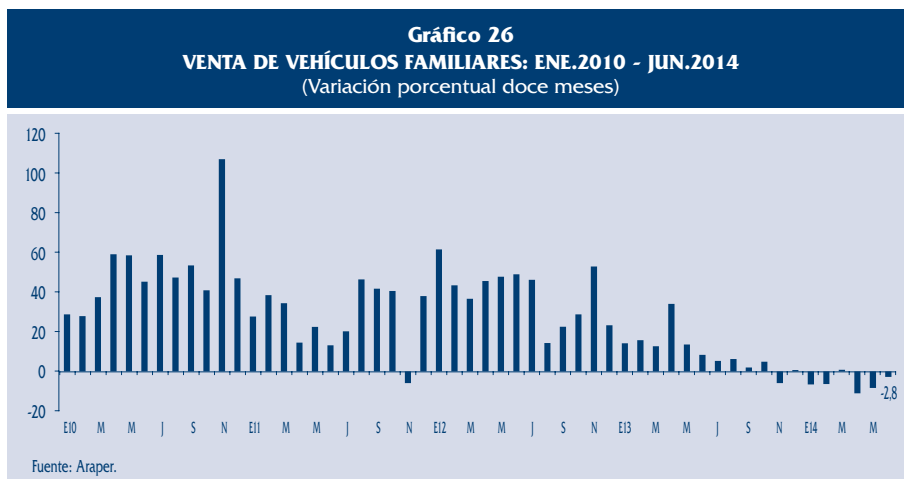




- e. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero registró una caída de 11,0 por ciento en junio.



- f. Las ventas de autos familiares nuevos registraron una caída de 2,8 por ciento en junio, acumulando una caída de 5,8 por ciento en los primeros seis meses del año.



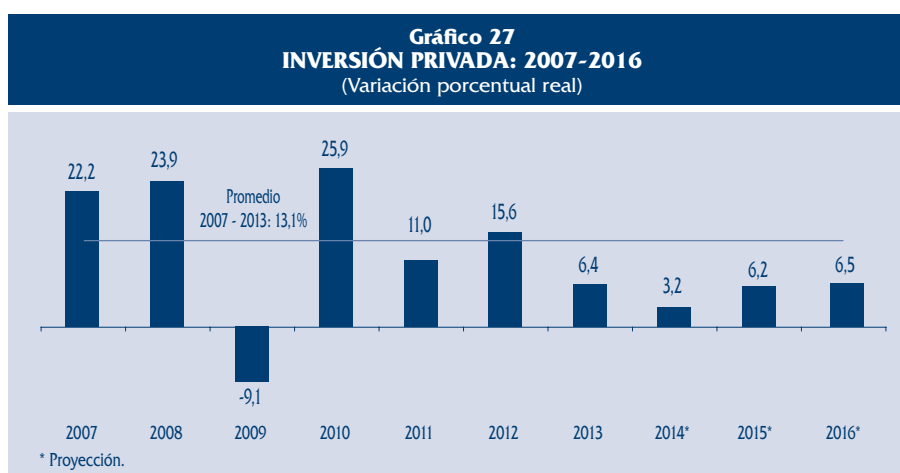
- g. El ingreso nacional disponible tendría un crecimiento de 2,5 por ciento en el primer semestre de 2014 por ciento, menor al 6,1 por ciento registrado en el mismo semestre de 2013. Para los años 2015 y 2016 se proyecta que el ingreso nacional disponible crecería 5,7 y 6,7 por ciento respectivamente, en línea con la recuperación prevista del producto.

Cuadro 16 INGRESO NACIONAL DISPONIBLE (Variación porcentual real)								
	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
1. Producto Bruto Interno	5,5	5,8	3,2	5,5	4,4	6,7	6,0	6,3
2. Producto Nacional Bruto	7,0	7,3	3,7	5,8	4,9	7,0	6,3	6,8
3. Ingreso Nacional Bruto	6,3	6,0	2,3	5,3	4,1	7,0	6,3	6,7
4. Ingreso Nacional Disponible 1/	6,1	5,9	2,5	5,8	4,6	6,5	5,7	6,7

1/ 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 5,1 por ciento a 4,9 por ciento. Para los años siguientes se espera un aumento gradual de su tasa de crecimiento en línea con la evolución prevista del ingreso.

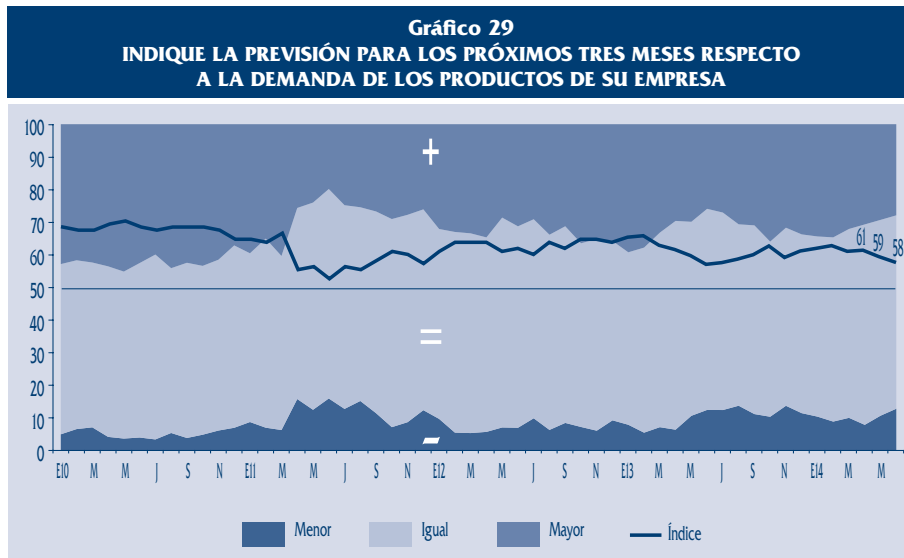
23. Se ha revisado la proyección de crecimiento de la inversión del sector privado de 6,0 a 3,2 por ciento para 2014. Para 2015 y 2016 se prevé que la inversión privada crecerá a tasas de 6,2 y 6,5 por ciento, respectivamente, considerando los proyectos anunciados y los otorgados en concesión. De esta manera, el ratio de inversión bruta fija total, que incluye a los sectores privado y público, pasaría de 28,3 por ciento en 2014 a 28,5 y 28,8 por ciento en 2015 y 2016, respectivamente.



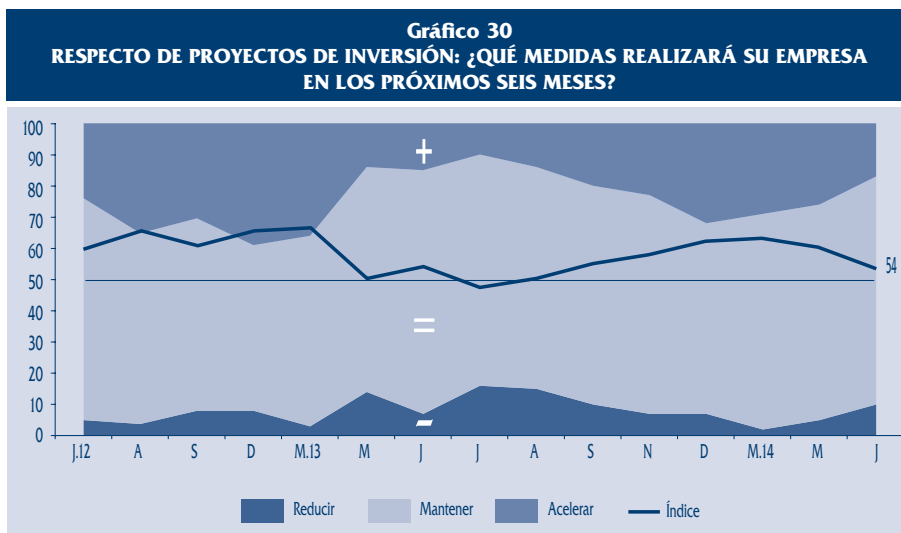


A continuación se presentan algunos indicadores que reflejan la evolución reciente de la inversión privada:

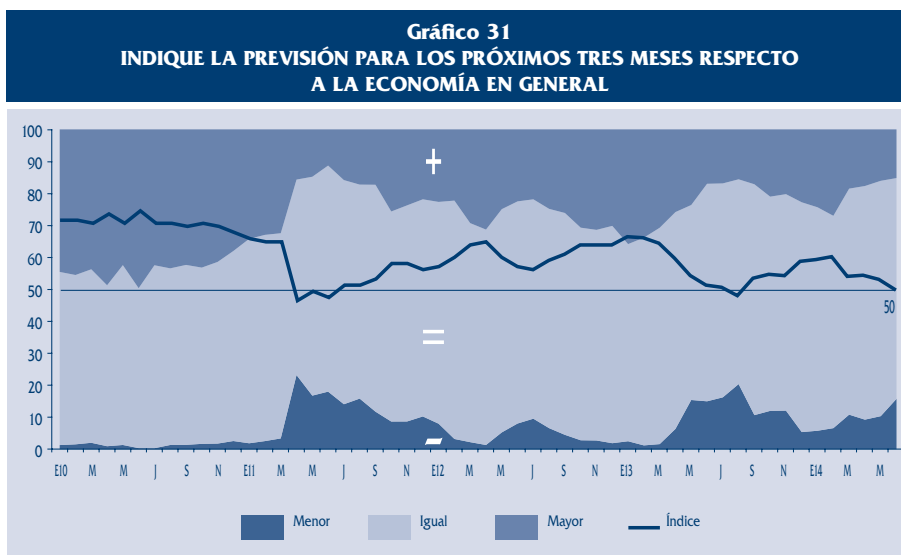
- a. Las expectativas de demanda a tres meses se mantienen en el tramo optimista, alcanzando los 58 puntos en junio y 61 puntos en promedio durante el primer semestre de 2014, nivel menor en 1 punto con respecto al valor registrado durante el primer semestre del año anterior.



- b. El indicador de expectativas de inversión a 6 meses alcanzó los 54 puntos en junio y continuó manteniéndose en el tramo optimista, aunque registra un menor nivel que en meses previos.



- c. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses disminuyeron a 50 puntos en junio, ubicándose en un nivel neutral.



- d. 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 5,4 a 4,8 por ciento entre abril y julio de 2014; en los analistas económicos de 5,4 a 5,0 por ciento, y entre los representantes de empresas no financieras de 5,2 a 5,0 por ciento.





Cuadro 17
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

	Expectativas del:		
	RI Dic.13	RI Abr.14	RI Jul.14*
Sistema Financiero			
2014	5,6	5,4	4,8
2015	5,9	5,5	5,4
2016	-,-	-,-	5,2
Analistas Económicos			
2014	5,7	5,4	5,0
2015	6,0	5,7	5,7
2016	-,-	-,-	6,0
Empresas No Financieras			
2014	5,5	5,2	5,0
2015	5,8	5,5	5,0
2016	-,-	-,-	5,5

*Encuesta realizada al 20 de junio de 2014.
RI: Reporte de Inflación.

- e. La desaceleración observada en el crecimiento de la inversión privada, la cual ha pasado de crecer 8,8 por ciento en el primer trimestre de 2013 a 1,5 por ciento en el primer trimestre de 2014, se asoció al comportamiento de los términos de intercambio, que disminuyeron 10,4 por ciento en el primer trimestre del año, manteniendo la tendencia decreciente observada desde el segundo trimestre de 2013.

Gráfico 32
INVERSIÓN PRIVADA Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Variación porcentual anual)



Los anuncios de proyectos de inversión privada para el periodo 2014-2016 alcanzan a US\$ 46 mil millones.

Cuadro 18
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA
(Millones de US\$)

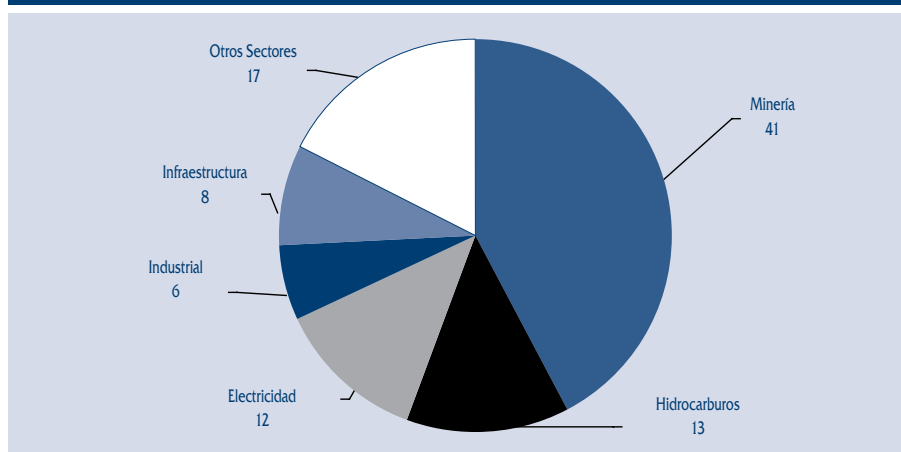
	2014 - 2016		Diferencia
	RI Abr.14	RI Jul.14	
Minería	18 989	19 031	42
Hidrocarburos	5 589	6 226	637
Electricidad	5 443	5 785	342
Industrial	2 762	2 932	170
Infraestructura	3 627	3 763	136
Otros sectores	7 425	8 192	767
Total	43 835	45 929	2 094

RI: Reporte de Inflación.

Los sectores **minería e hidrocarburos** participan con el 54 por ciento del total de anuncios para el período 2014-2016. En el sector hidrocarburos, destacan inversiones anunciadas por Repsol, operador del Lote 57 con una participación de 53,8 por ciento y en el que tiene proyectado invertir US\$ 592 millones para el quinquenio 2014-2018. Asimismo, destacan las inversiones en líneas sísmicas 2D y la sexta fase de exploración iniciada en abril del presente año en el que se prevé una inversión de US\$ 174 millones en 24 meses.

Cabe señalar que a fines de 2013 se suscribió la venta de la subsidiaria Petrobras Energía a China National Petroleum (CNPC). Los activos incluidos en esta negociación contienen el 100 por ciento de los derechos para explotar el Lote X; 46,16 por ciento en el Lote 57 y el 100 por ciento del Lote 58.

Gráfico 33
PROYECTOS DE INVERSIÓN PREVISTOS: 2014-2016
(Porcentaje de participación)





En el sector eléctrico, se adjudicó la Línea de Transmisión de 220 Kv Moyobamba-Iquitos, en el que se estima una inversión de US\$ 434 millones y su desarrollo en 55 meses, luego de definirse los trazos de la línea. La empresa adjudicataria es el Consorcio Isolux Transmisora Peruana, integrado por las empresas Isolux Ingeniería de España e Isolux de México.

En el sector infraestructura, en el mes de abril se adjudicó el Aeropuerto Internacional de Chinchero al Consorcio Kuntur Wasi, conformado por Andino Investment Holding y Corporación América. El proyecto incluye el diseño, financiamiento, construcción, operación y mantenimiento del aeropuerto y se estima una inversión de US\$ 658 millones. Adicionalmente se otorgó en concesión el Terminal Portuario General San Martín al Consorcio Paracas. La inversión de este último ascendería a US\$ 102 millones. El proyecto consiste en el diseño, construcción, financiamiento, conservación y explotación del terminal por un periodo de 30 años.

Los otros sectores incluyen anuncios de nuevos planes de inversión en viviendas y oficinas a nivel nacional, así como el inicio de nuevos proyectos de expansión y remodelación de centros comerciales.

Cuadro 19
PROYECTOS DE INVERSIÓN : CONCESIONES EN 2014
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
A. Adjudicados	9 980
Línea 2 y Ramal Av. Faucett - Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao	5 168
Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero - Cusco	658
Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto del Sur Peruano	3 600
Línea de Transmisión 220 kV Moyobamba - Iquitos y Subestaciones Asociadas	434
Terminal Portuario General San Martín	102
Telecabina Kuelap	18
B. Por Adjudicar	1 012
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	400
Sistema de Abastecimiento de LNG para el Mercado Nacional	250
Línea de Transmisión 220 kV Azángaro – Juliaca – Puno	69
Hidro vía 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
Subestación Nueva Lurín 220/60 kV y Líneas de Enlace en 220 kV y 60 kV	50
Teleférico de Choquequirao	54
Obras de Regulación del Río Chillón	45
Línea de Transmisión 220 kV Friaspata – Mollepata y Subestación Orcotuna 220/60 kV	44
Primera Etapa de la Subestación Carapongo y enlaces de Conexión a Líneas Asociadas	31
C. Total Proyectos (A) + (B)	10 992

Fuente: Proinversión.

Cuadro 20
ANUNCIOS DE EJECUCIÓN DE PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2014-2016

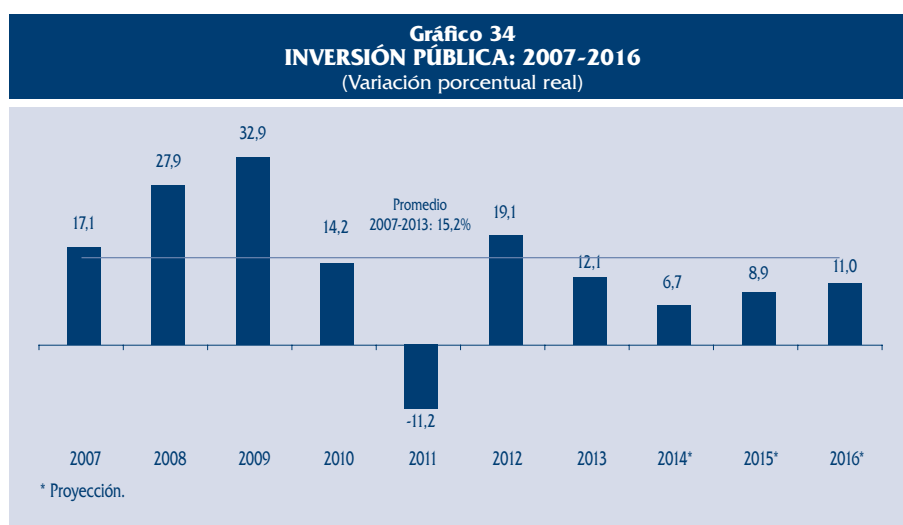
SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
Minería	Freeport-Macmoran Copper Aluminium Corp of China Ltd. Grupo Milpo Shougang Corporation Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. Volcan Compañía Minera S.A.A. Rio Alto Mining Ltd. Consorcio Mmg, Guoxin International Investment Hudbay Minerals Inc.; Norsemont Mining Inc. Anglo American Plc. Minera Irl Limited Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. Hochschild Mining S.A. Antares Minerals Inc. Sulliden Gold Corp. Andean American Mining Corp. Aqm Copper Hochschild Mining S.A. Volcan Compañía Minera S.A.A.	Ampliación de Mina Cerro Verde Ampliación Toromocho Ampliación de Minas Cerro Lindo y El Porvenir Ampliación de Mina Marcona Ampliación de Mina Colquijirca Expansión Unidad Minera Chungar La Arena (Fase II) Las Bambas Constancia Quellaveco Ollachea Yacimiento Minero Tambomayo Inmaculada Haquira Shahuindo Invicta Zafranal Crespo Oxidos: Lixiviación/Stockpiles Piritas/Alpamarca - Rio Pallanga
Hidrocarburos	Savia Perú S.A. Perenco Petrobras Energia Peru S.A; Repsol YPF S.A. Karoo Gas-Vietnam American Pluspetrol Perú Corp. S.A. Petrobras Energia Peru S.A; Repsol YPF S.A. Enagas, Transportadora de Gas del Perú S.A. Calidda Gas Natural del Perú China National Petroleum Corporation Sk Energy Gran Tierra Energy; Petrolífera Petroleum Interoil	Lote Z-2B Perforación, exploración y otras inversiones Exploración Lote 67 oleoducto Lote 39: Exploración 21 pozos Exploración Lote Z-38 Exploración Lote 88 y 56 Lote 57 - Kinteroni Ampliación capacidad de transporte de gas Masificación de gas Lote 58: Exploración y líneas sísmicas 2D Exploración Lote Z 46 Exploración: Pozo Breña Norte 95-2-1 Xd Repotenciar Lotes III y IV
Electricidad	Energía Azul S.R.L. Enersur; Kallpa Generación Odebrecht S.A.C. Quimpac S.A.; Inkia Energy Odebrecht S.A.C. Interconexión Eléctrica Consorcio Isolux Transmisora Peruana Volcan Compañía Minera S.A.A. Gdf Suez Inevante Corsán-Corviam; Engevix Y Enex Termochilca S.A.C. Mota Engil Sn Power Perú S.A. Norwind Genrent do Brasil Ltda	Central Hidroeléctrica Santa María Nodo Energético del Sur Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla Central Hidroeléctrica Cerro del Águila Ch Chadin II Línea de Transmisión 500 Kv Lt Moyobamba-Iquitos Central Hidroeléctrica Belo Horizonte Central Hidroeléctrica Quitarcasa I Central Hidroeléctrica Acco Pucará Ch Moloco Central Térmica Santo Domingo de Oleros Central Hidroeléctrica Marañón Central Hidroeléctrica Cheves Parque Eólico Cerro Chocan Suministro de energía para Iquitos
Industrial	Repsol YPF S.A. Corporación Jr Lindley Mitsubishi; Hochschild Mining S.A. Grupo Hochschild Grupo de Pilkington Limited	Ampliación de planta La Pampilla Ampliación y nuevas plantas Proyecto de fosfatos Nueva planta cementera en Piura Planta para la fabricación de vidrio flotado
Infraestructura	Consorcio Nuevo Metro de Lima Odebrecht S.A.C. Consorcio Consierra II Grupo Romero Covisol Oas S.R.L. Graña y Montero S.A. Covinca	Línea 2 de Metro de Lima Vías Nuevas de Lima Longitudinal de la Sierra Tramo 2 Ampliación Puerto Matarani Autopista del Sol Trujillo - Sullana Vía Parque Rimac Vía Expresa Sur Ampliación de Panamericana Sur
Otros Sectores	Grupo Telefónica Tv Azteca - Tedai Grupo Falabella Grupo Interbank Inversiones Centenario S.A.A.; Parque Arauco Graña y Montero Vivienda Holding Banmédica Besalco S.A. Edifica Inmobiliaria S.A Ripley Grupo San Pablo Grupo Brescia	Infraestructura e implementación del servicio 4G Red dorsal de fibra óptica Expansión y nuevos centros comerciales Expansión y nuevos centros comerciales: Real Plaza Centro comercial Camino Real Proyectos de vivienda Complejo hospitalario Clínica San Felipe Inmuebles - complejos habitacionales Proyectos residenciales: Piura, Arequipa y Lima Residencias y oficinas corporativas Ampliación y nuevos locales Expansión en nuevas clínicas: Lima y provincias Ampliación Clínica / Strip Center

Fuentes: Medios de prensa e información de empresas.



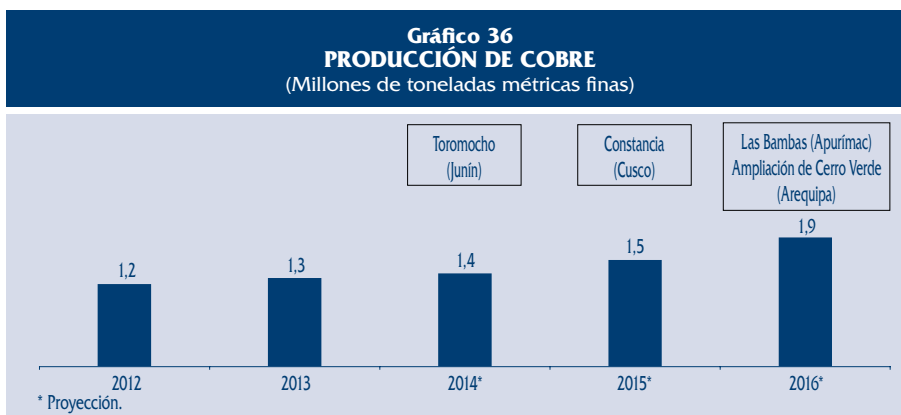


24. **La inversión pública** creció 0,5 por ciento en el primer semestre de 2014, incremento menor al registrado en el mismo semestre del año previo (22,3 por ciento). Este resultado se explica por la menor ejecución en el gasto de inversión de los gobiernos regionales y locales. Se revisa a la baja el crecimiento de la inversión pública para 2014 y 2015, considerando menores niveles de ejecución, principalmente en los gobiernos subnacionales.



25. Las **exportaciones reales** de bienes y servicios registrarían en el primer semestre de 2014 una disminución de 3,6 por ciento, por la reducción de las exportaciones de productos tradicionales principalmente por menores embarques de oro, cobre, petróleo crudo y derivados. Por su parte, los envíos de productos no tradicionales como agropecuarios y pesqueros tendrían tasas positivas, compensando parcialmente la reducción del volumen de exportación de productos tradicionales.

Para el año 2014 se proyecta una disminución de 0,4 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, pero en menor medida a lo previsto en el Reporte anterior, considerando el efecto de un posible Fenómeno de El Niño sobre las exportaciones de harina de pescado, así como el retraso del proyecto de cobre Las Bambas. Para el último año del horizonte de proyección se estima una tasa de crecimiento de 10,8 por ciento, principalmente por la expansión de la producción de cobre por la entrada en operación en dicho año del proyecto minero Las Bambas.



26. Las **importaciones** de bienes y servicios disminuirían 1,1 por ciento en el primer semestre de 2014, principalmente por un menor dinamismo de las importaciones de bienes de capital y de insumos industriales. Para el año 2014 se espera un crecimiento de las importaciones de 1,0 por ciento, el cual se recuperaría en 2015 alcanzando un crecimiento de 4,7 por ciento, menor a lo previsto en el Reporte previo y consistente con la proyección de crecimiento del PBI. Para 2016 se estima un crecimiento de 5,9 por ciento en línea con la evolución de la demanda interna.





Recuadro 1
EFFECTOS DEL FENÓMENO DE EL NIÑO

Los fenómenos de El Niño 1982-83 y 1997-98 son considerados como los eventos intensos más recientemente ocurridos en el país. Si bien ambos fenómenos son considerados de magnitud severa, el impacto del Fenómeno de El Niño 1997-98 fue menor puesto que no se produjo una sequía en el sur del país, lo que redujo las pérdidas agropecuarias. Adicionalmente, debido a la existencia de un pronóstico temprano, se realizaron obras de prevención que mitigaron parcialmente los efectos negativos del fenómeno.

I. El Niño 1982-83

El efecto del Fenómeno de El Niño 1982-83 en los sectores productivos se estimó en 5,3 por ciento del PBI. El sector agropecuario fue el más afectado por las inundaciones en el norte y la sequía en el sur del país.

CAÍDA EN PRODUCCIÓN POR EL NIÑO 1982-83			
	PBI 1983	Contribución al crecimiento	
	Var. %	Factores climáticos	Resto
Agropecuario	-7,8	-1,5	0,5
Pesca	-40,0	-0,3	-0,1
Minería	-7,4	-0,4	-0,3
Manufactura	-17,3	-1,1	-2,8
Construcción	-21,4	-,-	-1,2
Gobierno	2,3	-,-	0,2
Otros	-11,5	-2,0	-2,7
Producto Bruto Interno	-11,8	-5,3	-6,5

Fuente: BCRP.

Los daños en la infraestructura se estimaron en US\$ 456 millones, equivalente a 2,5 por ciento del PBI, siendo los sectores más afectados transportes y comunicaciones e hidrocarburos. En el primer caso, se dañaron 2 600 kilómetros de carreteras, 47 puentes y 4 aeropuertos a nivel nacional. En el caso de hidrocarburos, se destruyeron varios tramos del Oleoducto Nor Peruano y se paralizó la producción de petróleo.

DAÑOS A LA INFRAESTRUCTURA 1982-83		
Sector	Millones de US\$	% del PBI
Agropecuario	79	0,4
Pesquería	7	0,0
Industria	2	0,0
Energía	13	0,1
Hidrocarburos	113	0,6
Transporte y comunicaciones	189	1,0
Turismo	1	0,0
Salud y saneamiento	1	0,0
Educación	6	0,0
Vivienda	44	0,2
Interior	1	0,0
Total	456	2,5

Fuente: INDECI.

II. El Niño 1997-98

Según estimaciones de la Corporación Andina de Fomento (CAF), el impacto económico en los sectores productivos por los efectos del Fenómeno de El Niño 1997-98 fue de US\$ 1 625 millones, lo que equivale a 2,9 por ciento del PBI, siendo los sectores industria y agropecuario los más afectados.

EFFECTO DEL FENÓMENO EL NIÑO 1997-98 (% del PBI 1998)	
Sectores productivos	2,9
Agropecuaria	1,1
Pesca	0,0
Minería	0,1
Industria	1,2
Comercio	0,5

Fuente: CAF y CEPAL.

Según información del INEI, el impacto económico en la infraestructura básica del Estado en todos los sectores ascendió a S/. 3 608 millones (equivalente a 2,2 por ciento del PBI de 1998 y a S/. 5 400 millones de 2013).

DAÑOS EN INFRAESTRUCTURA 1997-98 (Millones de nuevos soles)	
Total	3 608
<i>Del cual:</i>	
Transportes, Comunicaciones, Vivienda y Construcción	1 266
Agricultura	702
Educación	598
Presidencia	462

Fuente: INEI.

El **sector transportes, comunicaciones, vivienda y construcción** fue el más afectado, con un monto de S/. 1 266 millones.

INFRAESTRUCTURA AFECTADA 1997-98			
	Cantidad		Valorización (Millones de S/.)
	Unidades	Kilómetros	
Total	228	6 578	1 266
I. Puentes 1/	146	-	194
II. Carreteras 1/	-	6 395	850
Asfalto en frío		441	161
Asfalto caliente		622	385
Tratamiento superficial		26	7
Afirmada		4 683	281
Sin afirmar		623	16
III. Ferrocarriles	57	183	212
IV. Aeropuertos	7	-	10
V. Comunicaciones	18	-	0

1/ La valorización corresponde a la infraestructura tal como se encontraba antes del Fenómeno El Niño (valor de reposición). La información corresponde hasta mayo de 1998.
Fuente: Ministerio de Transportes, Comunicaciones, Vivienda y Construcción e INEI.





El Fenómeno de El Niño dañó 146 puentes en todo el país por un valor de S/. 194 millones, siendo Cusco (24 puentes), Ancash (23 puentes) y Piura (19 puentes), los departamentos más afectados. Asimismo, afectó 6,4 mil kilómetros de carreteras por un monto de S/. 850 millones. Ancash fue el departamento con más kilómetros de carreteras afectados (980 kms.), seguido por Cusco (796 kms.), Junín (614 kms.) y Arequipa (536 kms.), entre otros. Sin embargo, en términos de valorización, los daños alcanzaron los niveles más altos en los departamentos de Lambayeque (S/. 291 millones), Piura (S/. 116 millones) y Cajamarca (S/. 105 millones).

En el resto de sectores, los mayores daños en infraestructura se dieron en el **sector agricultura**, con S/. 702 millones, principalmente por áreas perdidas y afectadas, y en el **sector educación**, por un total de S/. 598 millones con 2 873 locales escolares afectados.

Recuadro 2

LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, LA INVERSIÓN PRIVADA Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La inversión del sector privado es uno de los principales componentes del producto y de la demanda agregada. En términos relativos, la participación de la inversión privada en el producto se elevó desde 14 por ciento del PBI en el año 2004 a 21 por ciento en el año 2013. También es uno de los componentes más volátiles del PBI porque su evolución está asociada, tanto a las expectativas de los empresarios sobre la evolución futura de la economía, como a la disponibilidad de recursos y fuentes de financiamiento para los proyectos de las empresas.

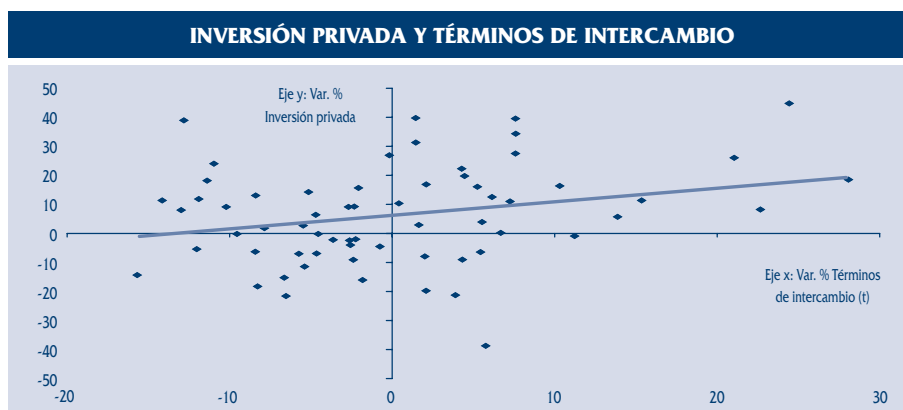
Existen varias explicaciones que relacionan el comportamiento de la inversión privada con las fluctuaciones en la actividad económica agregada. Por ejemplo, el modelo del acelerador de la inversión asume que el monto deseado de capital es una fracción constante del producto y predice que la inversión es proporcional al crecimiento del PBI. En otros enfoques se reconoce que el saldo de capital se ajusta lentamente hacia su nivel deseado, debido a que los proyectos tardan un tiempo en aprobarse, financiarse y ejecutarse.

Las fluctuaciones de los términos de intercambio también influyen sobre la inversión. Primero, los términos de intercambio determinan el poder de compra de las exportaciones y, por lo tanto, afectan el nivel de riqueza de un país. Así, esta mayor riqueza aumenta la capacidad de consumo de la economía, incluyendo sobre las decisiones empresariales de ampliación de capacidad de sus instalaciones. El segundo mecanismo opera a través de las mayores utilidades que obtendrían las empresas. Un aumento en el precio esperado de las exportaciones constituye un determinante fundamental de la rentabilidad esperada de la inversión de las empresas del sector exportador; por lo tanto, aumentos de los términos de intercambio generan también una expansión de la demanda por inversión en estos sectores. Tercero, cuando las empresas utilizan bienes de capital o insumos importados en sus procesos de producción, como por ejemplo petróleo, los aumentos en los términos de intercambio generados por una caída en los precios de las importaciones aumentan la rentabilidad de las operaciones e inversiones.

Por el contrario, en períodos con fuertes caídas en los términos de intercambio se observan disminuciones importantes en la actividad económica, lo cual reduce los ingresos de las empresas, se deterioran las expectativas de los empresarios, y se pueden incluso dificultar las condiciones de financiamiento, todo lo cual puede impactar negativamente en la inversión privada en los períodos siguientes.

Al respecto, Aquino y Espino¹ (2013) encuentran que el 25 por ciento de la volatilidad de la inversión se explica por cambios no anticipados en los precios de las exportaciones. De acuerdo a otras estimaciones, como se muestra más adelante, las elasticidades de inversión privada con respecto a los términos de intercambio se ubican en valores positivos, en el rango entre 0,2 y 0,5.

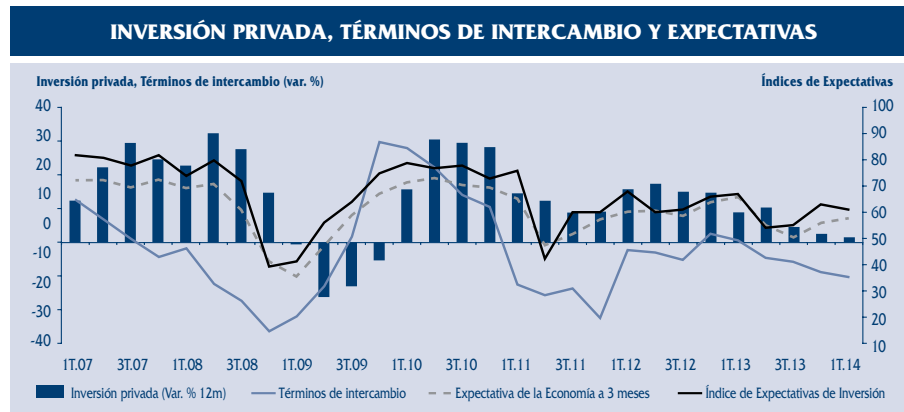
Si bien los términos de intercambio registraron un importante incremento durante la década pasada, su comportamiento es volátil, con tasas de crecimiento de hasta 28 por ciento en el año 2006 y caídas de hasta 11 por ciento en 2008. Desde el año 2011 se ha venido observando una moderación de su crecimiento y tasas de crecimiento negativas en los últimos dos años. Los siguientes gráficos muestran que existe una relación directa entre las fluctuaciones de la inversión privada y las variaciones de los términos de intercambio. La inversión privada creció en promedio 11 por ciento en el período 2002 - 2012, en un contexto de un incremento anual de 6 por ciento en los términos de intercambio. En el año 2013 la inversión privada creció 6,4 por ciento, tasa inferior al 15,6 por ciento observado en 2012, ante una caída de 4,7 por ciento en los términos de intercambio. Utilizando una regresión con datos anuales desde 1950, se estima que un aumento de un punto porcentual en la tasa de crecimiento de los términos de intercambio en un determinado año aumentaría el crecimiento de la inversión privada en aproximadamente 0,5 puntos porcentuales en el mismo año.



Cuando se utilizan datos de mayor frecuencia, la relación positiva entre la inversión privada y los términos de intercambio se mantiene. Asimismo, se pueden incorporar otras variables relacionadas con la evolución del sentimiento empresarial, como el índice de expectativas de la economía o la expectativa de la demanda a 3 meses, basado en la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP, y el índice de expectativas de inversión a 6 meses, basado en la encuesta de Apoyo. Estas mediciones son índices de difusión, cuyo valor oscila entre 0 y 100. Un valor de 50 se considera neutral, en tanto que un valor por encima (debajo) de 50 corresponde a expectativas optimistas (pesimistas) sobre la situación de la economía, en el caso del primer indicador, y una aceleración (desaceleración) de la inversión, en el caso del segundo indicador. El siguiente gráfico muestra la evolución de estas variables. En el año 2013 no sólo se ha observado una caída de los términos de intercambio, sino que también se ha sumado un deterioro de las expectativas. Estos factores se han reflejado en un crecimiento más lento de la inversión privada, luego de crecer a tasas de dos dígitos en los años previos.

1 Aquino y Espino (2013), "Terms of Trade and Current Account Fluctuations: a Vector Autoregression Approach", DT. N° 2013-008, Banco Central de Reserva del Perú.





Utilizando una regresión que incluye como variables explicativas las expectativas de la economía a 3 meses, la expectativa de inversión a 6 meses de Apoyo y la tasa de crecimiento de los términos de intercambio, se estima que un aumento de un punto porcentual en la tasa de crecimiento de los términos de intercambio aumentaría el crecimiento de la inversión privada un trimestre hacia adelante en aproximadamente 0,2 puntos porcentuales. Por su parte, la variación en los índices de expectativa de la economía a 3 meses y de inversión a 6 meses en un punto porcentual tendría efectos de 0,3 y 0,7 puntos porcentuales en el crecimiento de la inversión privada un trimestre y dos trimestres hacia adelante, respectivamente.

Los términos de intercambio también han mostrado una significativa correlación con la evolución del PBI, en particular en los últimos años. Así, Castillo y Salas² (2012) encuentran que del crecimiento promedio del PBI de 5,8 por ciento observado en el periodo 2001 al 2007; 2,2 puntos porcentuales se explicaron por el incremento de los términos de intercambio.

Los términos de intercambio afectan al PBI a través de varios canales, los más importantes operan a través del efecto ingreso que éstos generan en el consumo agregado, y a través del impacto de los términos de intercambio en la rentabilidad del sector exportador, lo que afecta la inversión privada. Estos impactos son mayores cuando los cambios observados en los términos de intercambio son más persistentes, debido a que en estos casos, el efecto riqueza que generan es más grande. También, estos efectos se amplifican en periodos de elevada volatilidad, en los que la mayor incertidumbre sobre la evolución futura de los precios de exportación hace que los agentes sean más cautos en sus decisiones de gasto e inversión, lo que amplifica el impacto de los términos de intercambio en la actividad económica.

Utilizando una metodología similar a la empleada en los trabajos de Aquino y Espino (2013), se ha re-estimado el impacto de los términos de intercambio en la actividad económica. El modelo estimado incluye además de los términos de intercambio, el PBI, la inversión bruta fija y el consumo privado en tasas de crecimiento trimestrales desestacionalizadas. Los resultados del análisis muestran que una reducción de 10 puntos porcentuales en los términos de intercambio, generaría, en el lapso de un año, un menor crecimiento del PBI en 1,4 puntos porcentuales, y de 4,6 y 0,9 puntos porcentuales, en la inversión y el consumo privado, respectivamente.

2 Ver Castillo y Salas (2012), "Los términos de intercambio como impulsores de fluctuaciones en economías en desarrollo: estudio empírico". Premio Rodrigo Gómez, 2010, CEMLA.

IMPACTO MEDIO DE UN INCREMENTO DE 10 PUNTOS PORCENTUALES EN LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

	En 1 año	2 años
PBI	1,4	1,7
Consumo	0,9	1,2
Inversión	4,6	5,9

Nota: Los resultados se generaron utilizando un modelo de Vectores autorregresivos, con las tasas de crecimientos trimestrales de los términos de intercambio, del PBI, inversión y consumo, con dos rezagos.

Adicionalmente, la metodología aplicada permite realizar una descomposición histórica del PBI y de la inversión e identificar la importancia de los términos de intercambio en su evolución. Tal como se observa en el siguiente cuadro, los términos de intercambio han contribuido positivamente a la evolución del PBI y de la inversión, en particular antes de 2008, periodo en el que contribuyeron casi con 3 puntos porcentuales al crecimiento de la inversión y con 1 punto porcentual al crecimiento del PBI, mientras que su contribución fue fuertemente negativa durante el año 2009, periodo en el cual los términos de intercambio cayeron significativamente. Para el año 2013, la estimación sugiere que la contribución de los términos de intercambio habría sido negativa en 0,5 puntos porcentuales para el PBI, y en 1,1 puntos porcentuales para la inversión.

CONTRIBUCIONES DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO AL CRECIMIENTO DEL PBI Y LA INVERSIÓN

	Inversión total		PBI	
	Observado	Contribución de los Términos de Intercambio	Observado	Contribución de los Términos de Intercambio
2004	4,6%	2,3%	5,0%	0,8%
2005	12,1%	1,9%	6,3%	0,7%
2006	18,3%	4,6%	7,5%	1,7%
2007	21,3%	2,1%	8,5%	0,6%
2008	24,6%	-2,3%	9,1%	-1,0%
2009	-1,6%	-9,6%	1,0%	-3,2%
2010	23,1%	2,0%	8,5%	0,8%
2011	6,0%	1,7%	6,5%	0,6%
2012	16,3%	-0,7%	6,0%	-0,2%
2013	7,6%	-1,1%	5,8%	-0,5%

En resumen, los estudios realizados concluyen que ante una reducción de 10 puntos porcentuales en los términos de intercambio, la inversión se contraería entre 5 y 8 puntos porcentuales, mientras que el PBI presentaría una tasa de crecimiento menor entre 1 y 2 puntos porcentuales.

**Recuadro 3
MEDIDAS PARA LA PROMOCIÓN DE LA INVERSIÓN**

En la primera quincena de julio de 2014 el Gobierno ha promulgado un conjunto de normas legales con medidas destinadas a dinamizar la actividad económica, en el marco de una estrategia multisectorial. Estas medidas buscan mejorar las condiciones de la oferta agregada, promover la inversión y reducir los sobrecostos a la actividad económica. Entre éstas destacan (i) la Ley N° 30230 (que establece medidas tributarias, simplificación





de procedimientos y de permisos para la promoción y dinamización de la inversión en el país); y (ii) la Ley N° 30222 (que modifica la Ley de Seguridad y Salud en el Trabajo).

Dentro de la Ley N° 30230 destacan las siguientes medidas:

- i. Medidas administrativas para la promoción de la inversión:
 - Se promueve la transparencia de los procedimientos administrativos de las entidades públicas a nivel nacional y subnacional.
 - Se establecen procedimientos especiales de saneamiento físico legal de predios para proyectos de inversión y facilitan la ejecución de obras de infraestructura vial. En particular, se faculta a COFOPRI y a la Superintendencia Nacional de Bienes Estatales a realizar acciones de saneamiento físico legal de predios involucrados en proyectos priorizados de inversión pública o privada.
 - Se dictan disposiciones para facilitar la inversión privada en el sector inmobiliario. Por ejemplo, se eliminan los Estudios de Impacto Ambiental (EIA) para la construcción de viviendas, oficinas y comercio.
 - Se modifica la ley marco de licencia de funcionamiento. Así, se autoriza la emisión de licencia de funcionamiento, aún cuando no se disponga del certificado de inspecciones técnicas de seguridad (ITSE), siempre y cuando el informe del inspector haya sido favorable y hubieran transcurrido 3 días hábiles sin que la municipalidad haya emitido el certificado ITSE. En el caso de los stands dentro de un mercado de abastos sólo les es exigible una inspección técnica de seguridad ex post.
 - Para la licencia de funcionamiento en inmuebles considerados monumentos, no será necesaria la autorización del Ministerio de Cultura en los casos en los que éste haya participado en las etapas de obras previas.
 - Se crea el Fondo MIPYME para fortalecer el desarrollo productivo de la micro, pequeña y mediana empresa.
 - Se dictan disposiciones para la recuperación extrajudicial de la propiedad estatal. Así, se crea un mecanismo especial para la recuperación de predios de propiedad estatal, con el auxilio de la policía. Los funcionarios están obligados a iniciar acciones para la recuperación de los inmuebles bajo responsabilidad. Además, se elimina la posibilidad de entablar demandas de expropiaciones en obras de infraestructura de interés nacional. Finalmente, se permite que continúe el procedimiento de expropiación para aquellas que se encuentren actualmente en trato directo.
 - La percepción de recursos por concepto de multas por parte de las entidades fiscalizadoras del Poder Ejecutivo ahora se considerará Recursos Ordinarios.
-

- Normas para mejorar el seguimiento y promoción de la inversión.

ii. Medidas en materia ambiental:

- Se reducen las multas del Organismo de Evaluación y Fiscalización Ambiental (OEFA). Durante 3 años, el OEFA privilegiará la corrección de conductas infractoras y las multas no podrán superar al 50 por ciento de la multa respectiva, salvo excepciones.
- Se precisa el rango legal requerido para establecer zonas protegidas. Así, la Zona Reservada se establece por Decreto Supremo, con el voto aprobatorio del Consejo de Ministros.
- Se precisa el rango legal requerido para establecer la Zonificación Ecológica Económica (ZEE), así como el carácter no excluyente de actividades. De esta manera, la política nacional de Ordenamiento Territorial (OT) es aprobada mediante decreto supremo con el voto aprobatorio del Consejo de Ministros. La ZEE y el OT no asignan usos ni exclusiones de usos.
- Todas las opiniones vinculantes y no vinculantes de otras entidades del sector público, diferentes a la entidad encargada de la aprobación del EIA, se emitirán en un periodo no mayor de 45 días hábiles.

Por otro lado, la Ley N° 30222 establece principalmente las siguientes medidas en materia laboral:

- Se reducen las multas de la SUNAFIL y se privilegia durante 3 años acciones de prevención y corrección de conductas infractoras. Durante este periodo, la multa que se imponga no será mayor al 35 por ciento de la multa respectiva.
 - Se reduce la frecuencia de exámenes médicos, a cada dos años. Se da el carácter de facultativo a los exámenes médicos de salida. Para tareas de alto riesgo, también se exigen exámenes médicos a la entrada.
 - Se reducen las sanciones penales. La responsabilidad del empleador procede si la falta es intencional y si no es culpa del trabajador.
-





III. Balanza de pagos

Balanza comercial

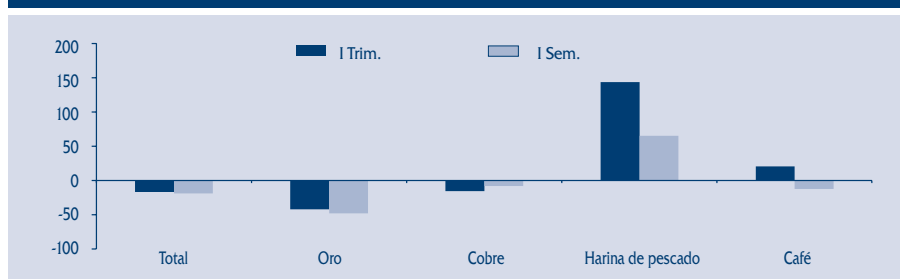
27. Entre enero y junio del presente año, la balanza comercial tuvo un déficit de US\$ 2 574 millones, mayor al de igual periodo del año pasado por una disminución de 12,5 por ciento de las exportaciones, producto tanto de menores precios como de una disminución en el volumen, parcialmente compensada por una reducción de las importaciones en 2,1 por ciento.
28. Para 2014 se revisa la proyección de la balanza comercial a un déficit de US\$ 2,6 mil millones por efecto de menores exportaciones (en 5,2 por ciento respecto a la proyección de abril), compensadas parcialmente por menores importaciones (en 1,2 por ciento respecto a la proyección de abril). 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 en abril se proyectó que aumentarían en 1,9 por ciento, y en el presente Reporte se espera que disminuyan en 3,8 por ciento tomando en consideración la ejecución observada hasta mayo. Los menores embarques de oro frente a los proyectados en el Reporte de Inflación de abril se originan en las menores leyes en importantes minas y en una menor producción informal.

Cuadro 21
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
EXPORTACIONES	20 281	42 177	17 738	42 006	39 836	45 446	41 846	46 751
<i>De las cuales:</i>								
Productos tradicionales	14 999	30 954	12 223	30 050	28 105	32 569	29 259	32 849
Productos no tradicionales	5 137	10 985	5 409	11 700	11 495	12 598	12 333	13 625
IMPORTACIONES	20 758	42 217	20 313	42 952	42 447	45 183	44 044	46 952
<i>De las cuales:</i>								
Bienes de consumo	4 154	8 837	4 248	9 084	9 113	9 646	9 569	10 278
Insumos	9 608	19 512	9 252	18 953	18 888	19 699	19 071	20 097
Bienes de capital	6 901	13 654	6 618	13 980	13 681	14 703	14 268	15 428
BALANZA COMERCIAL	-477	-40	-2 574	-945	-2 611	263	-2 198	-202

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Gráfico 38
EXPORTACIONES TRADICIONALES: 2014
(Variaciones porcentuales)



Cuadro 22
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
1. Valor:								
Exportaciones	-10,0	-9,0	-12,5	-0,4	-5,6	8,2	5,0	11,7
Productos tradicionales	-12,0	-11,1	-18,5	-2,9	-9,2	8,4	4,1	12,3
Productos no tradicionales	-3,2	-1,9	5,3	6,5	4,6	7,7	7,3	10,5
Importaciones	6,0	2,6	-2,1	1,7	0,5	5,2	3,8	6,6
2. Volumen:								
Exportaciones	-7,8	-3,8	-4,5	2,9	-1,0	8,3	5,2	11,5
Productos tradicionales	-9,5	-4,4	-8,4	1,9	-3,8	9,2	4,6	13,1
Productos no tradicionales	-2,2	-1,5	4,4	6,0	3,7	6,0	6,2	7,2
Importaciones	6,4	3,5	-1,7	2,2	0,4	5,7	4,4	5,9
3. Precio:								
Exportaciones	-2,4	-5,5	-8,4	-3,2	-4,6	-0,1	-0,2	0,2
Productos tradicionales	-2,8	-7,0	-11,0	-4,7	-5,6	-0,8	-0,5	-0,7
Productos no tradicionales	-1,0	-0,4	1,2	0,5	0,9	1,6	1,1	3,0
Importaciones	-0,4	-0,8	-0,5	-0,4	0,1	-0,5	-0,6	0,6

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

29. Para **2014** y **2015** las exportaciones alcanzarían US\$ 39,8 mil y US\$ 41,8 mil millones, respectivamente. Ambos montos son inferiores a lo previsto en el Reporte de abril (US\$ 42,0 y US\$ 45,4 mil millones, respectivamente). La revisión se explica, principalmente, por las menores exportaciones mineras para ambos años y para el año 2015 se suma el efecto de menores ventas de productos pesqueros considerando los posibles efectos de un Fenómeno de El Niño.

En particular, la proyección de 2014 considera una menor producción de oro asociada al efecto de las medidas de interdicción en Madre de Dios, así como a menores leyes del mineral en algunas minas importantes en operación. Por el lado del cobre se esperan también menores leyes; no obstante, se considera un ritmo creciente en la producción y exportación de cobre del proyecto Toromocho (Junín) a partir del segundo semestre de este año, alcanzando su plena capacidad en ese período. La





menor exportación prevista para 2015 considera que la entrada en operaciones del proyecto Las Bambas (Apuímac) se daría recién en 2016, a diferencia de lo estimado en el Reporte previo, el cual asumía el año 2015 como fecha de inicio.

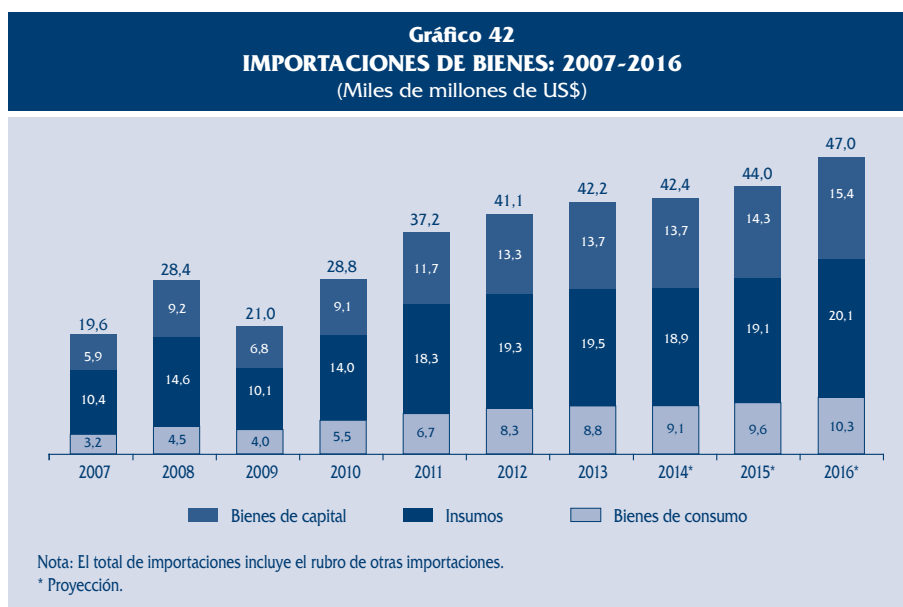
Para **2016** se espera una recuperación de las exportaciones mineras, asociada a la entrada en operación de proyectos como Las Bambas y la mayor producción cuprífera estimada de Cerro Verde producto de la ampliación de su unidad minera en Arequipa; así como a mayores embarques de productos pesqueros,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

En línea con el menor crecimiento mundial proyectado, se ha revisado a la baja la tasa de crecimiento de las exportaciones no tradicionales para **2014** destacando los menores volúmenes de exportaciones de productos sidero-metalúrgicos, textiles y químicos. Para **2015** y **2016** se espera una trayectoria creciente tanto de los volúmenes, asociado a la recuperación prevista de la demanda externa que impactaría en una recuperación de los embarques de productos textiles y sidero-metalúrgicos, como de los precios.





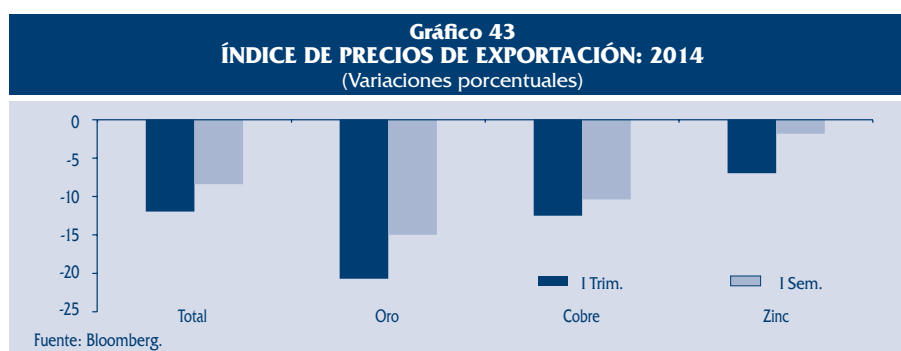
30. Para **2014** se prevé US\$ 42,4 mil millones de importaciones, lo que implicaría un crecimiento de volumen de 0,4 por ciento respecto a 2013. Este crecimiento sería menor al previsto en abril como consecuencia de un menor crecimiento en las importaciones de bienes de capital, en línea con la moderación del crecimiento de la demanda interna; esto sería parcialmente compensado por el ligero aumento previsto en los precios de importación para el año. Para **2015** se prevé importaciones por US\$ 44,0 mil millones, consistente con un crecimiento del volumen de 4,4 por ciento, menor al previsto en el Reporte de abril, debido al menor crecimiento de importaciones de insumos industriales y bienes de capital en línea con la proyección de la inversión, en tanto que para **2016** se observaría un crecimiento de las importaciones de 6,6 por ciento, totalizando US\$ 47,0 mil millones.





Términos de intercambio

31. En el primer semestre, el índice de términos de intercambio se redujo en 8,0 por ciento respecto al primer semestre del año 2013, aunque fue mayor en 3,0 por ciento al promedio del período 2004–2013. El índice de precios de exportación bajó en 8,4 por ciento y el de importaciones en 0,5 por ciento respecto a similar período del año previo. El producto de exportación con mayor reducción de precio fue el oro, debido a las menores tensiones entre Rusia y Ucrania y a la reducción en la incertidumbre en los mercados.



32. Para el año 2014, se ha revisado la proyección de la variación de los términos de intercambio de -2,8 a -4,7 por ciento y para 2015, en contraste, se proyecta un aumento de 0,4 por ciento. La proyección del precio promedio del cobre para 2014 ha sido revisada al alza, de US\$ 3,09 a US\$ 3,15 por libra, en línea con la recuperación registrada en el segundo trimestre; y el precio del oro se ha revisado a la baja de US\$ 1 310 por onza a US\$ 1 288, ya que se espera que los impactos de las tensiones geopolíticas sean temporales y una menor demanda mundial.

Los precios internacionales de importación subirían en promedio 0,1 por ciento por efecto de mayores precios del petróleo.

Cuadro 23
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2012 - 2016
(Datos promedios anuales)

	2012	2013	2014*		2015*		2016*	
			Ene-Jun	RI Abr. 14	RI Jul. 14	RI Abr. 14	RI Jul. 14	RI Jul. 14
Términos de intercambio	-2,1	-4,7	-7,9	-2,8	-4,7	0,3	0,4	-0,4
Precios de Exportaciones	-2,2	-5,5	-8,4	-3,2	-4,6	-0,1	-0,2	0,2
Cobre (ctv US\$ por libra)	361	332	314	309	315	308	315	315
Zinc (ctv US\$ por libra)	88	87	93	92	95	93	95	95
Plomo (ctv US\$ por libra)	94	97	95	95	97	96	99	99
Oro (US\$ por onza)	1 670	1 411	1 291	1 310	1 288	1 300	1 280	1 280
Precios de Importaciones	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	0,1	-0,5	-0,6	0,6
Petróleo (US\$ por barril)	94	98	101	98	101	89	93	88
Trigo (US\$ por TM)	276	266	262	276	263	278	265	266
Maíz (US\$ por TM)	273	235	175	187	175	194	181	181
Aceite de Soya (US\$ por TM)	1 125	992	865	877	877	883	902	900

* Proyección.

Gráfico 44
ÍNDICES DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: ENERO 2007 - JUNIO 2014
(2007=100)

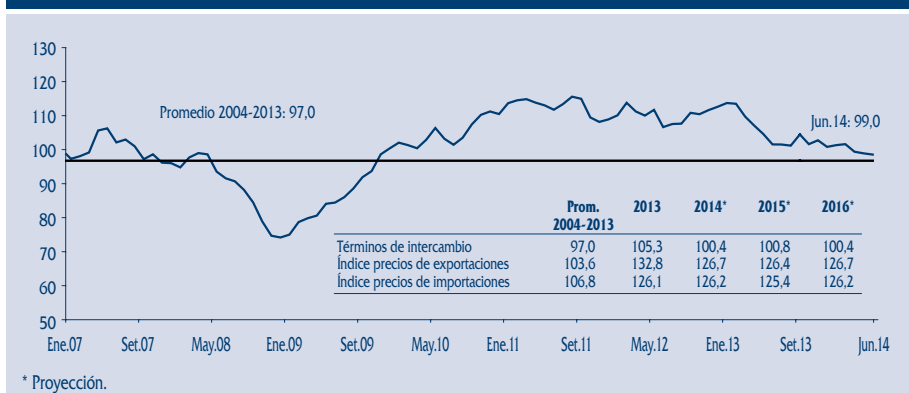
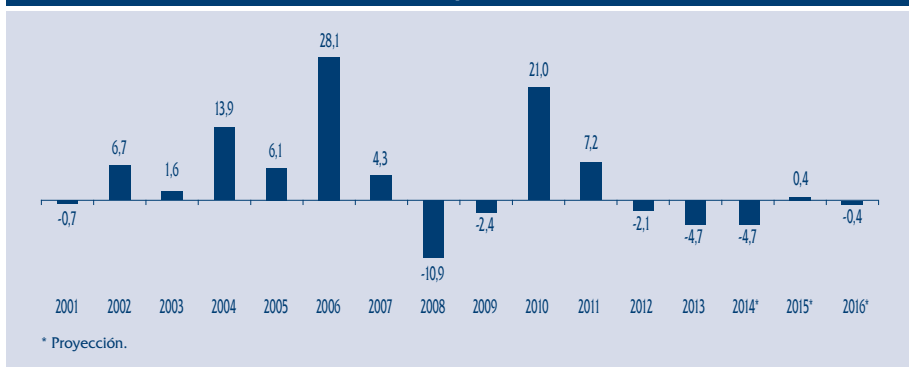


Gráfico 45
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001-2016
(Variaciones porcentuales)



Cobre

33. En los últimos tres meses la cotización del cobre recortó parte de la caída del primer trimestre, recuperándose del mínimo en el año de US\$/lb. 2,92 registrado el jueves 20 de marzo, y cerrando junio con una cotización promedio mensual de US\$/lb. 3,09.

La recuperación parcial del precio del cobre se sustenta en la falta de materialización del superávit de oferta estimado a inicios de año. Por el contrario, el mercado se mantuvo ajustado, al registrar un déficit de producción en el primer trimestre del año³ y una caída en los inventarios en las bolsas de metales mundiales. Además, se estima que el gobierno chino habría comprado cobre por el equivalente al superávit proyectado para este año, para elevar sus reservas estratégicas.

3 Según reporte del Grupo de Estudios Internacionales del Cobre (ICSG por sus siglas en inglés) del 23 de junio de 2014.





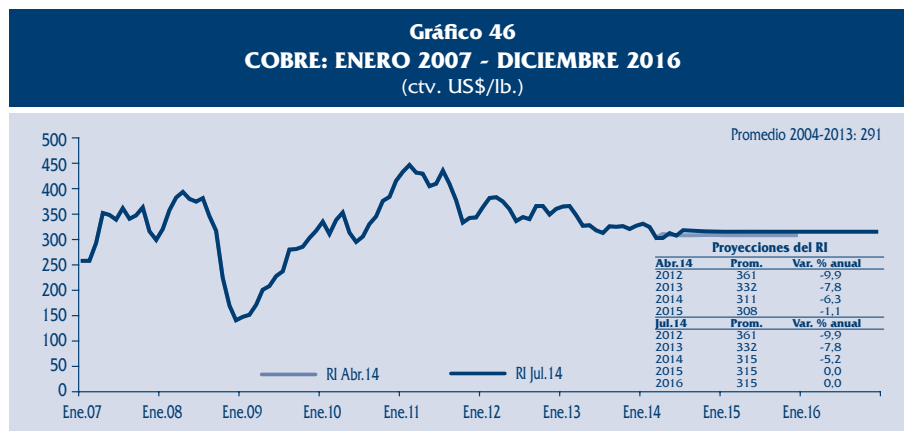
A pesar de lo ajustado del mercado, la cotización no se recuperó a los niveles de fines del año previo, debido a los temores que se liquiden los inventarios en los almacenes aduaneros de China⁴. Esta incertidumbre surgió luego de que el gobierno chino dispusiera una investigación en los almacenes del puerto de Qingdao para determinar el uso indebido del cobre como colateral en las operaciones financieras. Los bancos de inversión estiman que gran parte de los inventarios extrabursátiles mantenidos en China se trasladarían a los almacenes de la Bolsa de Metales de Londres, presionando el precio a la baja en el tercer trimestre.

Cuadro 24
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Producción Minera Global	16 054	16 077	16 711	18 080	18 904	20 283
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	18 985	19 596	20 131	20 961	22 362	23 335
Utilización Global de Refinados	19 129	19 697	20 390	21 258	21 957	22 740
Balance de Refinados 1/	-144	-101	-258	-297	405	595

1/ No incluye los inventarios no reportados de China para el cálculo de la demanda aparente.
Fuente: ICSG.

Para el horizonte de proyección se espera que la demanda proveniente de China continúe recuperándose, debido a las medidas de estímulo que iría implementando el gobierno, manteniendo el mercado ajustado. Este factor se compensaría con una mayor oferta. En línea con estos desarrollos, se mantienen los precios del cobre en el horizonte de proyección.



4 Los bancos de inversión estiman que los inventarios en los almacenes aduaneros de China ascenderían a alrededor de 800 mil toneladas de cobre refinado. Metal Bulletin estima que las liquidaciones de estos inventarios podrían estar entre las 50 mil y 600 mil toneladas, lo que genera bastante incertidumbre en el mercado.

Zinc

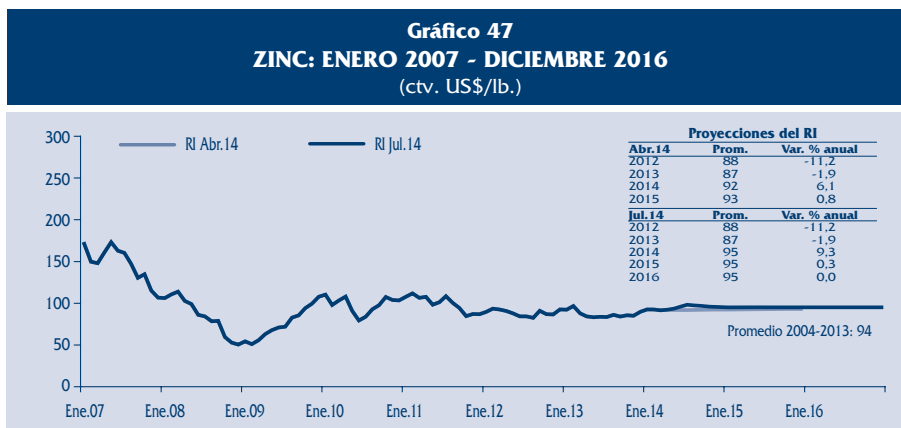
34. El precio promedio del **zinc** aumentó 7,7 por ciento en el primer semestre del año, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/lb. 0,96 en junio de 2014. Esta alza fue más acentuada en los últimos tres meses.

El alza del precio continuó siendo sostenida por las expectativas de un mercado global deficitario para los próximos 5 años, debido al cierre de minas. El déficit global de oferta se incrementó en los primeros cuatro meses del año, luego que en igual periodo del año previo se había registrado un superávit⁵. A la materialización de este déficit, mayor al esperado, también contribuyó el fuerte incremento en la demanda de China y Corea del Sur, aunque parte de esta demanda se asociaría a la acumulación de inventarios en ambos países. Asimismo, el mercado ajustado se reflejó en la reducción de los inventarios globales en el mismo periodo.

Cuadro 25 OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO (Millones de toneladas métricas de zinc)						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Producción Minera Global	11,60	12,35	12,64	13,13	13,20	13,57
Producción Global de Refinados	11,28	12,90	13,07	12,63	12,89	13,46
Utilización Global de Refinados	10,91	12,65	12,70	12,39	12,98	13,58
Balance de Refinados (en miles)	366	247	375	243	-91	-120

Fuente: ILZSG.

Los fundamentos del mercado del zinc continúan señalando un mercado un poco más ajustado en el corto plazo. Similar perspectiva se observa para el mediano plazo debido a que la producción de zinc refinado no se recuperaría al mismo ritmo que el crecimiento en el consumo, generando presiones al alza. Por ello, 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 abril.



5 Según el reporte del Grupo de Estudios Internacional del Zinc y Plomo (ILZSG por sus siglas en inglés) del 16 de junio de 2014.



**Oro**

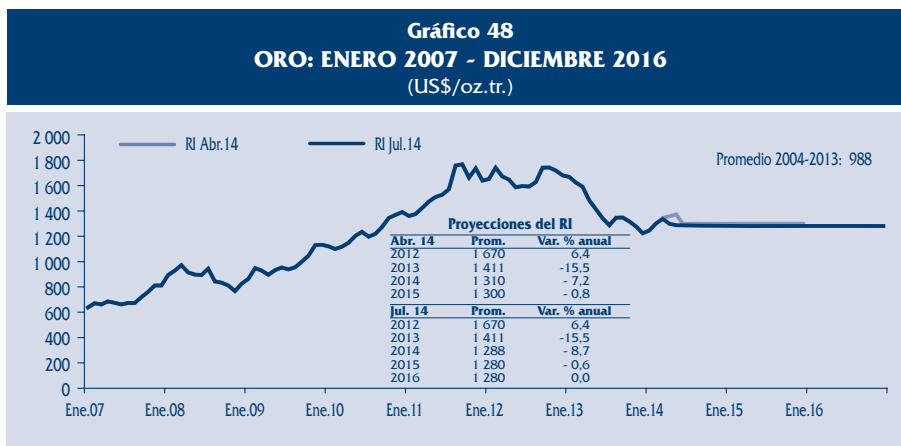
35. La cotización del oro se incrementó 4,6 por ciento en el primer semestre de 2014, cerrando junio con una cotización promedio mensual de US\$/oz.tr. 1 279. Sin embargo, luego de aumentar 9,3 por ciento en el primer trimestre del año, el precio del oro revirtió parcialmente este incremento al registrar una caída de 4,3 por ciento en el segundo trimestre del año. La caída reciente se sustentó en la reducción de posiciones de inversionistas, luego de que la Fed continuara con el *tapering* en sus reuniones de abril y junio. La caída fue limitada por los riesgos geopolíticos asociados a la crisis entre Ucrania y Rusia, y el conflicto interno en Iraq, cuyos efectos se esperan sean temporales.

Cuadro 26
OFERTA Y DEMANDA DE ORO
(Toneladas)

	2011	2012	2013
Producción global de mina	2 848,9	2 824,4	2 968,5
Oro reciclado	1 649,4	1 590,8	1 371,4
Total oferta	4 498,3	4 415,2	4 339,9
Joyería	1 975,1	1 950,7	2 197,9
Tecnología	451,7	407,5	404,8
Inversión	1 698,5	1 568,1	773,3
Bancos centrales 1/	456,8	544,1	368,6
Demanda de oro	4 582,1	4 470,4	3 744,6
Inversión OTC y flujos bursátiles 2/	-83,8	-55,2	595,4
Demanda total	4 498,3	4 415,2	4 340,0
Balance de mercado	0,0	0,0	0,0

1/ Compras netas.
2/ OTC - Operaciones sobre la mesa.
Fuente: World Gold Council.

En el mediano plazo, la cotización del oro estaría presionada a la baja por las perspectivas de un dólar más fuerte, las mejores perspectivas en los mercados bursátiles, la inflación baja en las economías desarrolladas y las expectativas de que la Fed eleve su tasa de interés el próximo año. Estos factores que afectan la demanda estarían contrarrestados por las bajas tasas de crecimiento de la oferta asociadas al agotamiento de las minas y a las dificultades de la inversión en un contexto de precios a la baja y costos al alza. Estos factores se mantendrían en el horizonte de proyección, por lo que se revisa ligeramente a la baja la proyección del oro respecto al Reporte previo.



Balanza en cuenta corriente y su financiamiento

36. En el primer semestre de 2014 se observaría un mayor déficit en cuenta corriente (6,8 por ciento del PBI) respecto al mismo período del año previo, asociado al deterioro de la balanza comercial, la cual reflejaría las menores exportaciones de productos tradicionales, en particular oro.
37. La cuenta corriente de la balanza de pagos para el presente año muestra un mayor déficit proyectado pasando de US\$ 9,0 mil millones en el Reporte de Inflación de abril a uno de US\$ 10,1 mil millones en el presente Reporte, asociado principalmente al menor resultado de la balanza comercial, lo que refleja en gran medida la ejecución observada en los primeros cinco meses del año.

De esta manera, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, como porcentaje del PBI, se incrementaría a 4,8 por ciento en 2014 y 2015; en tanto que para 2016 se proyecta un menor déficit, como consecuencia del impulso proveniente de las exportaciones en dicho año.





Cuadro 27
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
I. BALANZA EN CUENTA								
CORRIENTE	-5 289	-9 126	-6 799	-9 021	-10 116	-8 920	-10 793	-8 547
<i>Porcentaje del PBI</i>	-5,3	-4,5	-6,8	-4,3	-4,8	-3,9	-4,8	-3,5
1. Balanza comercial	-477	-40	-2 574	-945	-2 611	263	-2 198	-202
a. Exportaciones	20 281	42 177	17 738	42 006	39 836	45 446	41 846	46 751
b. Importaciones	-20 758	-42 217	-20 313	-42 952	-42 447	-45 183	-44 044	-46 952
2. Servicios	-948	-1 801	-966	-1 966	-1 802	-1 971	-1 824	-1 913
3. Renta de factores	-5 461	-10 631	-5 065	-10 430	-10 183	-10 893	-10 398	-10 218
4. Transferencias corrientes	1 597	3 346	1 806	4 321	4 481	3 681	3 627	3 786
Del cual: Remesas del exterior	1 324	2 707	1 399	3 031	2 933	3 125	3 014	3 142
II. CUENTA FINANCIERA	9 395	12 033	5 576	10 021	10 975	11 420	11 793	10 547
Del cual:								
1. Sector privado	10 319	13 378	5 635	9 498	9 625	10 146	10 493	9 515
a. Largo plazo	9 945	14 881	4 049	10 260	10 649	10 124	10 344	9 380
b. Corto plazo 1/	375	-1 503	1 586	-762	-1 023	22	148	135
2. Sector público 2/	-925	-1 345	-59	523	1 350	1 274	1 300	1 032
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	4 106	2 907	-1 224	1 000	860	2 500	1 000	2 000

Nota:

Entrada de capitales externos de largo

plazo del sector privado (% del PBI)3/	12,5	9,5	7,8	7,4	7,6	6,3	6,4	5,5
PBI (miles de millones de US\$)	100,1	202,4	99,3	211,1	209,2	229,6	225,9	244,8

1/ Incluye errores y omisiones netos.

2/ Incluye financiamiento excepcional.

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

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

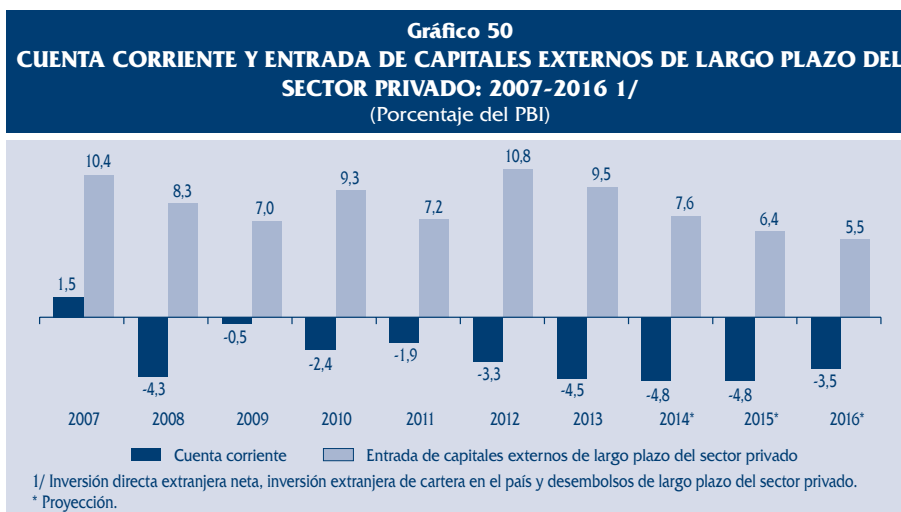
38. La inversión aumentaría su participación desde el 26,6 por ciento del PBI en 2013 a 26,8 por ciento en 2014 y 26,9 por ciento en 2015. Este incremento es cubierto principalmente por el ahorro interno de los sectores público y privado nacionales, los que en conjunto generaron un ahorro equivalente a 22,1 por ciento del PBI en 2013 y se proyecta que alcancen niveles de 21,9 y 22,1 por ciento del PBI en 2014 y 2015, respectivamente. Para 2016, se proyecta un menor déficit en cuenta corriente y que el ahorro interno aumente su participación como fuente de financiamiento de la inversión, cubriendo más del 80 por ciento de la misma.

Cuadro 28
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI)

	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
1. INVERSIÓN BRUTA FIJA	25,0	26,6	24,8	27,4	26,8	27,7	26,9	27,3
2. AHORRO INTERNO NETO 1/	19,7	22,1	17,9	23,1	21,9	23,8	22,1	23,8
a. Privada	10,2	15,4	8,8	16,4	15,7	17,4	16,3	17,8
b. Pública	9,5	6,7	9,1	6,7	6,2	6,4	5,8	6,0
3. AHORRO EXTERNO	5,3	4,5	6,8	4,3	4,8	3,9	4,8	3,5

1/ Excluye variación de existencias.
* Proyección.

39. Dada la trayectoria decreciente del déficit en cuenta corriente, se espera una tendencia similar en el financiamiento de largo plazo de fuentes privadas en el horizonte de proyección. No obstante, dicho financiamiento continuará excediendo la brecha en la cuenta corriente en el período 2014-2016, reflejando el dinamismo de la inversión principalmente en sectores asociados a la exportación.



40. El flujo neto del financiamiento externo privado de largo plazo alcanzaría la suma de US\$ 10,6 mil millones en **2014**, contándose como inversiones en el exterior por parte de residentes un total de US\$ 2,8 mil millones, destacando las inversiones en títulos realizadas por las AFP, y como inversiones en el país por parte de no residentes US\$ 13,5 mil millones. La revisión al alza de la entrada neta de capitales privados de largo plazo del presente Reporte toma en cuenta un mayor financiamiento externo por parte del sector financiero mediante préstamos y en menor medida un mayor flujo de inversión directa extranjera.





Para **2015** se proyectan flujos positivos de US\$ 10,3 mil millones y para **2016** US\$ 9,4 mil millones, equivalentes a 4,6 y 3,8 por ciento del PBI, respectivamente. La revisión es consistente con los requerimientos de financiamiento externo, principalmente del sector no financiero, asociado a la inversión requerida para grandes proyectos como la Línea II del Metro de Lima, el aeropuerto de Chinchero y la ampliación de Cerro Verde. Para 2016 se proyecta un menor flujo en un contexto en donde se espera comiencen a aumentar las tasas de interés en los mercados internacionales.

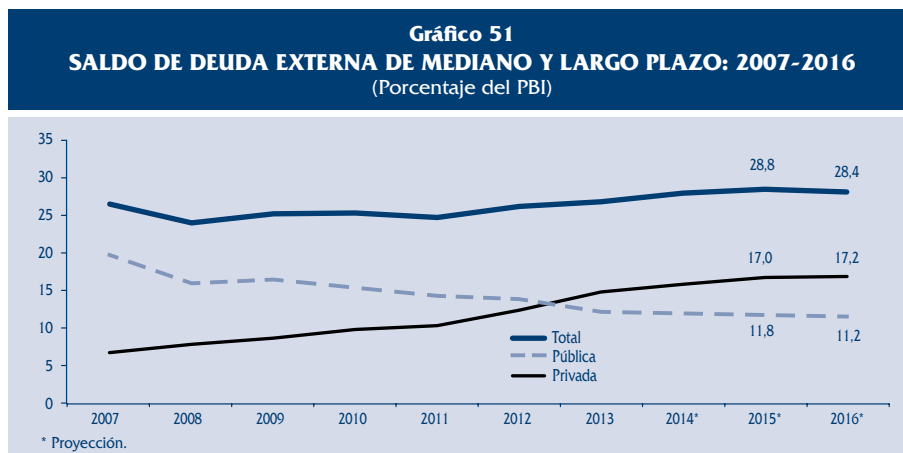
Cuadro 29
CUENTA FINANCIERA DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
1. ACTIVOS	-651	-1 291	-2 458	-3 197	-2 815	-2 895	-2 874	-2 529
2. PASIVOS	10 595	16 173	6 507	13 457	13 464	13 042	13 218	11 909
Inversión directa extranjera en el país	5 729	9 298	4 758	9 638	10 092	8 029	8 200	8 200
Sector no financiero	1 224	2 657	1 048	3 586	2 172	3 813	3 518	2 709
<i>Préstamos de largo plazo</i>	-419	651	133	985	217	1 421	1 318	626
<i>Inversión de cartera</i>	1 643	2 006	915	2 601	1 955	2 391	2 200	2 083
Sector financiero	3 643	4 217	700	232	1 200	1 200	1 500	1 000
<i>Préstamos de largo plazo</i>	88	347	-52	-738	78	400	700	500
<i>Inversión de cartera</i>	3 555	3 870	752	970	1 122	800	800	500
3. FLUJO NETO	9 945	14 881	4 049	10 260	10 649	10 146	10 344	9 380
<i>Porcentaje del PBI</i>	9,9	7,4	4,1	4,9	5,1	4,4	4,6	3,8

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

41. La **cuenta financiera del sector público** tuvo un flujo negativo de US\$ 721 millones entre enero y marzo del presente año, en gran medida explicado por la disminución de la tenencia de bonos soberanos por parte de no residentes y la amortización de deuda pública externa. En el horizonte de proyección se esperan 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 II.
42. En 2013, el endeudamiento externo del sector privado representó 15,0 por ciento del PBI y por primera vez fue mayor a aquél del sector público (11,9 por ciento del PBI). Se espera que esta tendencia se mantenga en el horizonte de proyección. Tomando ello en cuenta, la deuda externa pública, incluyendo los bonos internos en poder de no residentes, pasaría de 12,1 por ciento del PBI en 2014 a 11,8 por ciento del PBI en 2015 y se reduciría hasta 11,2 por ciento del PBI en 2016.



43. 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 30
INDICADORES DE COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Como porcentaje de	2004	2009	2014*
PBI	19,2	27,2	31,9
Deuda externa de corto plazo	171,8	297,1	821,9
Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	173,2	281,6	365,8

* Proyección.





IV. Finanzas públicas

Resultado económico

44. El resultado económico del sector público no financiero del primer semestre fue equivalente al 4,9 por ciento del PBI, ratio ligeramente inferior al registrado en el primer semestre del año 2013 (5,2 por ciento del PBI), como consecuencia de un mayor nivel de gasto no financiero que asciende a 17,9 por ciento del producto, en tanto que el ratio de los ingresos del gobierno general ascendió a 23,7 por ciento del PBI. Asimismo, el resultado económico del sector público no financiero al mes de junio en los últimos doce meses representó un 0,8 por ciento del PBI, que se obtiene con un mayor nivel de gasto no financiero que llegó a 20,8 por ciento del PBI, en tanto que se mantiene el ratio de los ingresos del gobierno general en 22,4 por ciento del producto.

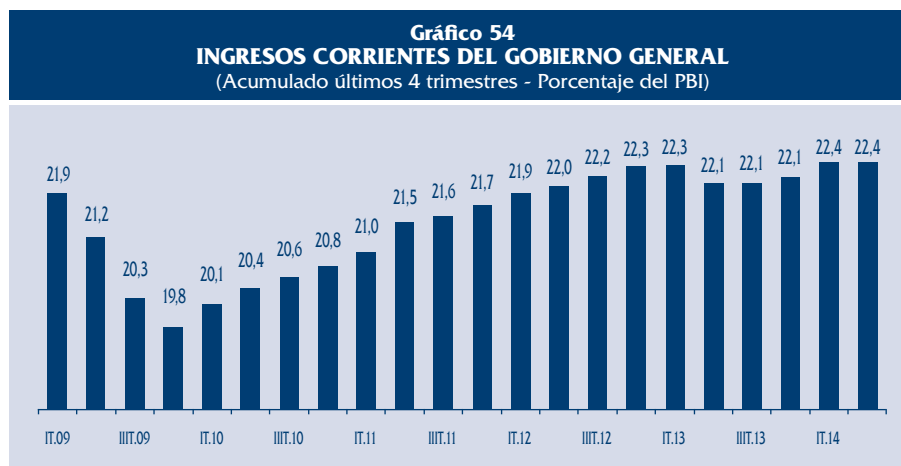
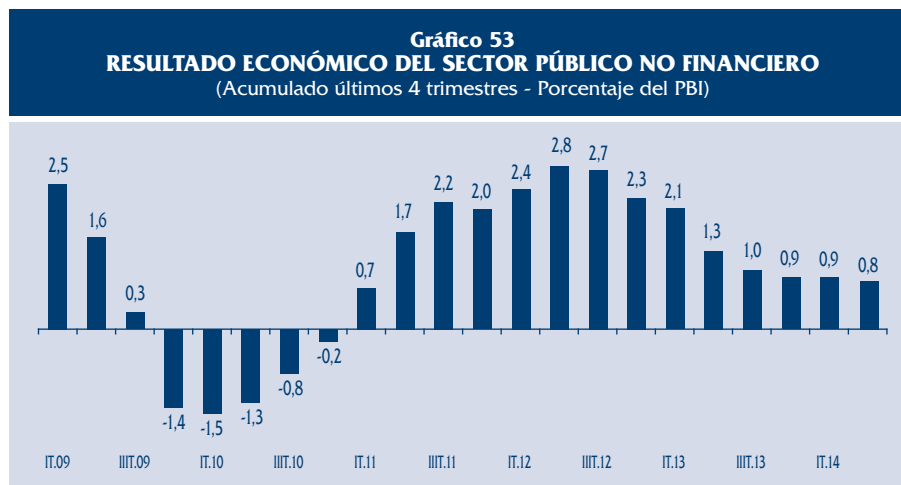


Gráfico 55
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Acumulado últimos 4 trimestres - Porcentaje del PBI)



45. Para 2014, respecto al Reporte de Inflación de abril, se ha revisado la proyección del resultado económico del sector público no financiero de 0,3 por ciento a 0,2 por ciento del producto, como consecuencia del menor crecimiento de los ingresos corrientes que pasan de aumentar 6,5 por ciento en términos reales a una variación de 5,8 por ciento. La proyección de 2014 considera, asimismo, el efecto de ingresos fiscales extraordinarios principalmente por impuesto a la renta asociado a la venta de participaciones de empresas. Se ha ajustado también la proyección del gasto no financiero de 21,0 a 21,3 por ciento del PBI.

Cuadro 31
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Porcentaje del PBI)

	2013		2014*		2015*		2016*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
1. Ingresos corrientes del gobierno general 1/	23,2	22,1	23,7	22,5	22,6	22,0	22,1	22,1
Variación % real	1,6	3,7	4,5	6,5	5,8	4,1	3,4	6,1
2. Gastos no financieros del gobierno general 2/	17,1	20,5	17,9	21,0	21,3	21,3	21,3	21,3
Variación % real	12,8	11,2	6,8	7,8	7,8	7,7	6,3	6,1
Del cual:								
Gasto corriente	12,7	14,3	13,6	14,3	15,0	14,2	15,0	14,7
Variación % real	10,5	10,6	8,9	4,2	8,7	6,1	5,6	4,4
Formación bruta de capital	4,2	5,6	4,1	6,1	5,6	6,4	5,7	6,0
Variación % real	19,2	10,0	0,0	13,6	3,4	11,9	8,5	10,6
3. Otros	0,3	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
4. Resultado primario (1-2+3)	6,4	2,0	5,9	1,3	1,2	0,6	0,7	0,5
5. Intereses	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
6. Resultado económico	5,2	0,9	4,9	0,3	0,2	-0,3	-0,3	-0,5
Nota (miles de millones de S/):								
1. Ingresos corrientes del gobierno general	61	121	66	132	132	140	139	150
2. Gastos no financieros del gobierno general	45	112	50	124	124	136	134	145
3. PBI nominal	262	547	277	588	583	639	629	682

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.





Ingresos fiscales

46. Los ingresos corrientes del gobierno general aumentaron 4,5 por ciento en el primer semestre de 2014, explicado principalmente por el crecimiento de los ingresos por Impuesto General a las Ventas -IGV- (5,2 por ciento) y el impuesto a las importaciones (6,7 por ciento), aunque a tasas menores a las alcanzadas durante el año 2013. El aumento del impuesto a la renta (3,2 por ciento) se explicó por los mayores recursos captados por regularización, que en el periodo aumentó en 19,1 por ciento, así como por algunos ingresos excepcionales por la venta de participaciones accionarias. Adicionalmente, en la variación del semestre influyeron los menores montos por devoluciones de impuestos que se contrajeron en 12,7 por ciento.

Cuadro 32
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Variaciones porcentuales reales)

	2012			2013			2014
	I Sem.	II Sem.	Año	I Sem.	II Sem.	Año	I Sem.
INGRESOS TRIBUTARIOS	6,0	9,1	7,5	0,6	6,7	3,6	5,5
Impuesto a la Renta	8,7	4,7	6,9	-7,5	-1,0	-4,7	3,2
Impuesto General a las Ventas	4,4	5,8	5,1	4,7	6,5	5,6	5,2
Impuesto Selectivo al Consumo	-6,3	8,0	0,5	11,5	5,5	8,4	-7,9
Impuesto a las Importaciones	4,8	8,4	6,7	1,8	14,8	8,7	6,7
Otros ingresos tributarios	20,5	31,8	26,2	14,8	33,5	24,7	1,7
Devoluciones de impuestos	13,5	-2,5	5,3	1,1	6,1	3,5	-12,7
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	6,7	6,1	6,4	4,9	3,4	4,2	1,8
TOTAL	6,2	8,4	7,2	1,6	5,9	3,7	4,5

47. En este escenario, los ingresos corrientes aumentarían en **2014** en 5,8 por ciento en términos reales, tasa menor a la considerada en el Reporte de Inflación de abril (6,5 por ciento), como reflejo del menor dinamismo de la actividad económica para este año. Esta variación recoge el efecto de unos pagos extraordinarios

que percibiría el fisco en el segundo semestre por ventas de participaciones accionarias que generarían ganancias de capital en diversas empresas. Con ello en 2014 se alcanzará un ratio de 22,6 por ciento. En **2015** este ratio descendería a 22,1 por ciento considerando que no se prevé ingresos extraordinarios, en tanto que para el año **2016** los ingresos registrarían un crecimiento de 6,1 por ciento, consistente con el crecimiento de la actividad económica para ese año que conllevaría a que la recaudación se mantenga en términos del producto (22,1 por ciento).

Cuadro 3 INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL (Porcentaje del PBI)								
	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
INGRESOS TRIBUTARIOS	17,4	16,8	18,0	17,2	17,2	16,8	16,8	16,9
Impuesto a la Renta	7,6	6,7	7,7	7,0	7,1	6,5	6,5	6,6
Impuesto General a las Ventas	8,8	8,7	9,1	8,8	8,8	9,0	8,9	8,9
Impuesto Selectivo al Consumo	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,9	2,1	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9
Devoluciones de impuestos	-2,2	-2,1	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,8	5,4	5,8	5,4	5,4	5,2	5,3	5,2
TOTAL	23,2	22,1	23,7	22,5	22,6	22,0	22,1	22,1

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.



En el horizonte de proyección la recaudación por el Impuesto a la Renta representaría en **2014** el 7,1 por ciento del PBI. Para el año **2014** se proyecta que la recaudación por IGV se mantendría en 8,8 por ciento del PBI, en tanto que para **2015** y **2016** se proyecta que los ingresos por este concepto aumentarían ligeramente a 8,9 por ciento en términos del producto en ambos años.



**Evolución del gasto público**

48. Los gastos no financieros del gobierno general aumentaron en el primer semestre de 2014 en 6,8 por ciento, incremento menor al registrado en los tres semestres previos. El crecimiento del semestre estuvo explicado por el aumento del gasto corriente (8,9 por ciento). Por nivel de gobierno, el crecimiento estuvo impulsado por el gasto del gobierno nacional (11,2 por ciento), tanto por gasto corriente (11,8 por ciento), cuanto por formación bruta de capital (5,0 por ciento). Sin embargo, los gobiernos regionales y locales registraron una disminución en su gasto de inversión en 2,1 y 2,3 por ciento, respectivamente. Esta última evolución se explica, en parte, por la implementación de medidas administrativas, efectivas desde enero de 2014, que mejoran la evaluación del gasto pero que generan un menor ritmo transitorio en su ejecución. En particular las medidas establecen que para la aprobación del gasto devengado se requiere que la unidad ejecutora mantenga actualizado el costo del proyecto y su viabilidad en el sistema SIAF. Asimismo, ha contribuido en la misma dirección la suspensión temporal de las cuentas de algunos gobiernos subnacionales.

Cuadro 34
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Variaciones porcentuales reales)

	2012			2013			2014
	I Sem.	II Sem.	Año	I Sem.	II Sem.	Año	I Sem.
GASTO CORRIENTE	-0,7	10,3	5,3	10,5	10,6	10,6	8,9
<i>Gobierno Nacional</i>	-7,7	10,0	1,7	10,8	14,4	12,9	11,8
<i>Gobiernos Regionales</i>	11,2	10,3	10,7	12,5	5,9	8,8	3,8
<i>Gobiernos Locales</i>	23,5	11,7	16,7	6,3	-1,2	2,1	3,2
GASTO DE CAPITAL							
Formación Bruta de Capital	16,1	15,3	15,6	19,2	5,4	10,0	0,0
<i>Gobierno Nacional</i>	-37,4	0,3	-16,5	20,4	6,2	11,0	5,0
<i>Gobiernos Regionales</i>	49,3	33,5	38,2	25,6	-5,3	4,5	2,1
<i>Gobiernos Locales</i>	115,7	18,4	39,8	15,1	10,9	12,3	-2,3
Otros	-29,6	33,0	7,0	37,1	61,3	54,7	9,3
TOTAL	2,2	12,2	8,0	12,8	10,1	11,2	6,8
<i>Gobierno Nacional</i>	-13,3	9,1	-1,2	12,3	14,9	13,8	11,2
<i>Gobiernos Regionales</i>	18,1	18,5	18,3	16,5	1,6	7,5	1,4
<i>Gobiernos Locales</i>	57,3	14,5	27,8	10,9	6,1	7,9	0,1

49. Para el año **2014** se estima un crecimiento real del gasto no financiero de 7,8 por ciento, similar a lo previsto en el Reporte de abril. Esta variación asume que la inversión del gobierno general se dinamiza en el segundo semestre del año superando las dificultades administrativas que enfrentaron los pliegos presupuestales en la primera mitad del año. La proyección considera un menor crecimiento de la inversión pública en gobiernos subnacionales.

Cabe indicar, que en el mes de mayo se aprobó una operación de endeudamiento interno por S/. 700 millones (Decreto Supremo N° 098-2014-EF) bajo la modalidad de bonos soberanos para apoyar el financiamiento de proyectos de inversión pública

a cargo de los gobiernos regionales que cuentan con la viabilidad del SNIP y que se encuentre en ejecución. Esta medida se toma con el propósito de mitigar el efecto de los menores recursos transferidos a este nivel de gobierno por canon, sobrecanon, renta de aduanas, entre otros.

Para dinamizar el gasto público en el segundo semestre se han dictado algunas medidas como las contenidas en el Decreto de Urgencia N° 001-2014 (11 de julio 2014) que aumentarían el gasto corriente. Se dispone 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 (S/. 1 360 millones) y el pago de un aguinaldo extraordinario que se abonará en el mes de julio (S/. 200 por servidor público, activos y pensionistas con un costo total de S/. 376 millones). La misma norma establece que las entidades del gobierno nacional, regional y local, podrán, hasta el 15 de agosto de 2014, reasignar presupuesto de inversiones a gastos de mantenimiento. Se autoriza, 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.

Cuadro 35
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
GASTO CORRIENTE	12,7	14,3	13,6	14,3	15,0	14,2	15,0	14,7
<i>Gobierno Nacional</i>	8,3	9,7	9,1	9,4	10,3	9,5	10,3	10,1
<i>Gobiernos Regionales</i>	2,6	2,8	2,7	3,0	2,8	2,9	2,9	2,9
<i>Gobiernos Locales</i>	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,9	1,8
GASTO DE CAPITAL								
Formación Bruta de Capital	4,2	5,6	4,1	6,1	5,6	6,4	5,7	6,0
<i>Gobierno Nacional</i>	1,3	1,7	1,3	1,9	1,8	1,9	2,0	2,0
<i>Gobiernos Regionales</i>	1,0	1,3	1,0	1,4	1,3	1,5	1,2	1,3
<i>Gobiernos Locales</i>	1,9	2,6	1,8	2,8	2,5	3,0	2,5	2,7
Otros	0,2	0,5	0,3	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6
TOTAL	17,1	20,5	17,9	21,0	21,3	21,3	21,3	21,3
<i>Gobierno Nacional</i>	9,8	11,9	10,7	12,0	12,7	12,0	12,8	12,7
<i>Gobiernos Regionales</i>	3,7	4,1	3,7	4,4	4,1	4,5	4,1	4,1
<i>Gobiernos Locales</i>	3,6	4,5	3,6	4,6	4,4	4,8	4,4	4,5

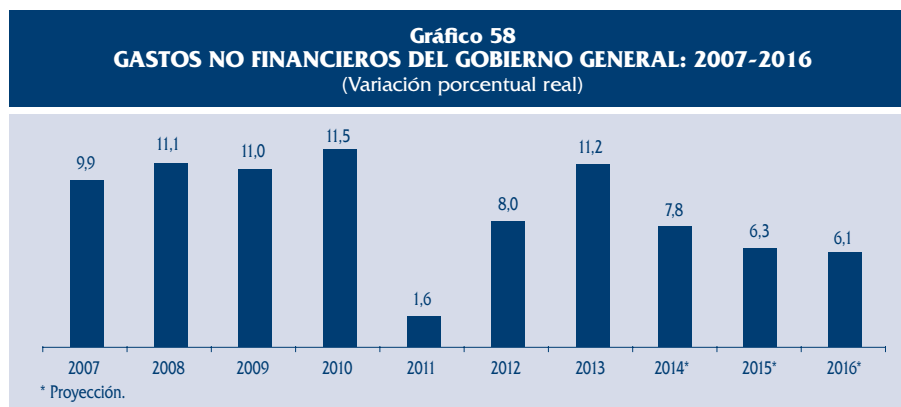
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

50. Para el **año 2015** se prevé que los gastos no financieros del gobierno general se eleven a 21,3 por ciento del PBI, como consecuencia principalmente del incremento en los gastos de capital, cuya participación aumenta de 6,2 por ciento del PBI en 2014 a 6,4 y 6,6 por ciento en 2015 y 2016, respectivamente. Cabe indicar que la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (Ley N° 30099 del 31 de octubre de 2013) 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”.



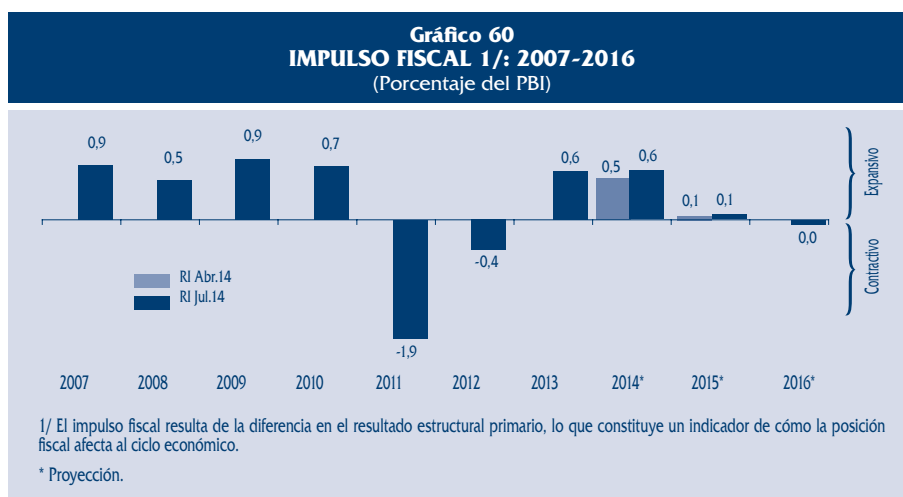
51. Cabe señalar que en el mes de junio se realizó la transferencia al Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) por S/. 1 529 millones, equivalente a US\$ 547 millones. El monto transferido al FEF corresponde al saldo presupuestal de libre disponibilidad del Tesoro Público en la fuente de financiamiento Recursos Ordinarios del año 2013, que fue afectado por la Ley N° 30191 que asignaba recursos por S/. 3 301 millones a los distintos niveles de gobierno (crédito suplementario por S/. 3 101 millones y transferencia al Fondo de Promoción del Riego en la Sierra -Mi Riego- por S/. 200 millones). El saldo del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) a fines de junio es de US\$ 9 149 millones, equivalente a 4,4 por ciento del PBI proyectado para 2014. Los recursos que exceden el 4,0 por ciento pueden destinarse al prepagos de deuda.

Impulso fiscal

52. El **resultado económico estructural** es un indicador que se define como el resultado que se obtendría en las cuentas fiscales si el nivel de actividad económica se mantuviese en su nivel de tendencia y los precios internacionales de los principales minerales de exportación y del petróleo correspondiesen a sus niveles de referencia. El resultado económico estructural sería deficitario en 0,6 por ciento del PBI en 2014, en tanto que para 2015 y 2016 se proyecta un déficit estructural de 0,7 y 0,6 por ciento, respectivamente.

El **impulso fiscal**, medido por el cambio del resultado primario estructural, muestra en 2014 y en las proyecciones para 2015 y 2016 una posición anticíclica en la política fiscal que compensaría el debilitamiento del gasto privado en un escenario con una mayor incertidumbre en la economía internacional.

53. Cabe señalar que la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (Ley N° 30099 del 31 de octubre de 2013) establece que para el año **2014** 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. Las proyecciones fiscales consideradas en este Reporte son consistentes con el cumplimiento de estas reglas.



Deuda pública

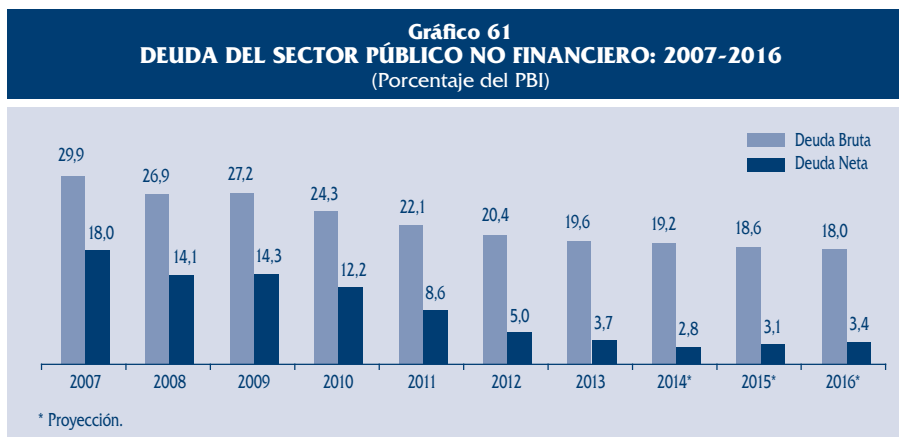
54. El resultado económico de 0,2 por ciento del producto, genera una necesidad de financiamiento de S/. 2,9 mil millones, monto que sería ligeramente superior a la proyección del Reporte de Inflación de abril. Para atender esta necesidad de financiamiento se cuentan con desembolsos externos y colocaciones de bonos, los cuales cubren en exceso el requerimiento financiero del sector público, situación





que fortalecería la posición financiera del fisco. Así se espera que el saldo de la deuda bruta del sector público no financiero se reduzca en el horizonte de proyección.

Cuadro 36 REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Millones S/.)								
	2013		2014*			2015*		2016*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Abr.14	RI Jul.14	RI Jul.14
I. USOS	-7 600	3 028	-12 069	2 033	2 880	8 149	8 088	8 244
1. Amortización	5 969	7 859	1 388	4 053	4 030	5 916	5 916	5 129
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-13 569	-4 832	-13 457	-2 020	-1 150	2 233	2 172	3 115
II. FUENTES	-7 600	3 028	-12 069	2 033	2 880	8 149	8 088	8 244
1. Externas	244	954	664	3 040	3 306	5 681	5 795	4 154
2. Bonos 1/	3 190	4 025	1 878	2 404	3 682	2 350	2 350	5 220
3. Internas 2/	-11 034	-1 952	-14 612	-3 412	-4 108	118	-57	-1 131
Nota:								
<u>Saldo de deuda pública bruta</u>								
Miles de millones S/.	99,2	107,0	103,6	111,6	111,9	116,8	117,3	123,1
Porcentaje del PBI	18,9	19,6	18,4	19,0	19,2	18,3	18,6	18,0
<u>Saldo de deuda pública neta 3/</u>								
Miles de millones S/.	11,6	20,4	7,5	19,5	16,2	22,8	19,3	23,0
Porcentaje del PBI	2,2	3,7	1,3	3,3	2,8	3,6	3,1	3,4
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.								



Recuadro 4
MEDIDAS FISCALES RECIENTES

Recientemente el Poder Ejecutivo ha aprobado un conjunto de normas de naturaleza multisectorial destinadas a favorecer el clima de inversiones y a dinamizar la actividad económica. En estas normas también se incluyó una serie de medidas tributarias para mejorar la eficiencia del sistema tributario, así como medidas de gasto público para estimular la demanda agregada. Entre las medidas aprobadas destacan:

Medidas tributarias

Actualización de deudas tributarias: Se elimina la capitalización anual de intereses sobre deudas tributarias desde el 31 de diciembre de 1998 hasta el 31 de diciembre de 2005.

Contratos de Estabilidad Tributaria: Se elevaron los requisitos de inversión para acceder a los Convenios de Estabilidad Tributaria (CET) otorgados por la Ley General de Minería, tanto a la nueva inversión como a las ampliaciones. Adicionalmente, se creó un nuevo tipo de CET para inversiones mayores a US\$ 500 millones y ampliaciones mayores a US\$ 250 millones, estabilizando las condiciones de la inversión inicial y otorgándoseles un plazo de 15 años.

Suspensión de la Norma Antielusiva General: SUNAT no aplicará la Norma Antielusiva General sobre actos producidos con anterioridad a la aprobación del Decreto Supremo que establezca los criterios y parámetros para su aplicación.

Intereses moratorios durante apelación y garantías por medida cautelar: No se aplicarán intereses moratorios a la deuda tributaria que se encuentra apelada ante el Tribunal Fiscal, luego que haya vencido el plazo para resolver la apelación. Con ello, se elimina un costo al contribuyente que surgía por causas ajenas a su accionar. Asimismo, cuando se soliciten medidas cautelares, será necesario presentar garantías por 60 por ciento de la deuda tributaria si esta supera las 15 UIT. Anteriormente se requería garantías por el 100 por ciento de toda deuda que supere las 5 UIT.

Régimen de Deduciones y Percepciones: SUNAT redujo la tasa de Dedución de 12 a 10 por ciento a dos rubros: "Otros servicios empresariales" y "Demás servicios gravados con el IGV", como una medida orientada a reducir el costo financiero de este régimen sobre los contribuyentes. Ello reduciría las deducciones en alrededor de S/. 1 800 millones a favor del contribuyente.

En cuanto a las Percepciones, se incorporaron como criterios adicionales para la designación de Agentes de Percepción a la participación en el mercado y su ubicación dentro de la cadena de producción y distribución y se permite a la SUNAT fijar importes diferenciados por tipo de bien, para ser considerado como consumidor final y se faculta al MEF establecer los casos en que se elimina la percepción a las compras con boleta. Esto busca reducir el costo del régimen para los contribuyentes.

Tasas, derechos y licencias municipales: Se establece que las tasas en exceso al costo del servicio prestado y las que se impongan por fiscalización y control de actividades son pagos indebidos sujetos a devolución. Asimismo, las tasas en exceso son barreras burocráticas ilegales sancionable por el INDECOPI y fiscalizadas por la Contraloría.





Ley de Aduanas: Se reduce el costo de mantenimiento y conservación de documentación, al permitir a los agentes de aduana destruir documentación una vez cumplido el plazo de conservación de 5 años establecido por Ley. Anteriormente los documentos se enviaban a SUNAT.

Medidas de Gasto Público y de mayores recursos para el gasto privado

Pago de deudas judiciales y aguinaldo extraordinario para el sector público: Se aprobó un Crédito suplementario (D.U. 001-2014) hasta por S/. 1 736 millones, que está destinado para el pago de deuda laboral a servidores públicos originada por el D.U 037-94 hasta por S/. 1 360 millones; y para el pago de un aguinaldo extraordinario de S/. 200 a los servidores públicos (activos y pensionistas) y de los pensionistas de la ley 19990 con un costo de S/. 376 millones.

Aumento en la Disponibilidad de la CTS: Hasta el 31 de diciembre de 2014 los trabajadores comprendidos dentro de la Ley de Compensación por Tiempo de Servicios (CTS) dispondrán libremente del 100 por ciento del excedente de 4 remuneraciones brutas que se encuentren depositados en sus cuentas CTS en las entidades financieras.

Gastos en Mantenimiento: Todas las entidades del gobierno nacional, regional y local, podrán, hasta el 15 de agosto de 2014, reasignar presupuesto de inversiones a gastos de mantenimiento. Asimismo, se reasignan S/. 400 millones del Ministerio de Educación para la reparación de instalaciones sanitarias y pintado de locales escolares a nivel nacional, y el Ministerio de Salud, con cargo a su presupuesto, realizará los procesos de contratación para asegurar el mantenimiento de infraestructura y reposición de equipos de los establecimientos de salud.

Ambos ministerios podrán utilizar el procedimiento de compras simplificado establecido en la Ley de Prevención de Desastres (Ley 30191 publicado el 9 de mayo de 2014) para la adquisición de módulos prefabricados para instituciones educativas públicas y establecimientos de salud, en procesos de selección convocados hasta el 31 de diciembre de 2014.

Ejecutoras temporales en gobiernos subnacionales: En cada gobierno regional o local, cuyas operaciones en cuentas bancarias fueron temporalmente suspendidas, se crea una Unidad Ejecutora Extraordinaria, Transitoria y Especial por un plazo prorrogable de 60 días hábiles, que administrará sus recursos para asegurar la prestación de los servicios a la población.

Nueva Ley de Compras Estatales: Se aprobó una nueva Ley de Compras estatales que busca centrar la supervisión y control en los resultados de la gestión de compras y dar menor peso a los procedimientos. Para ello introduce una serie de cambios, como nuevos procedimientos de selección, un mayor umbral para compras fuera del ámbito de la Ley (de 3 a 8 UIT), la eliminación del valor referencial en las compras de bienes y servicios, y mayor discrecionalidad para los funcionarios públicos.

V. Política monetaria

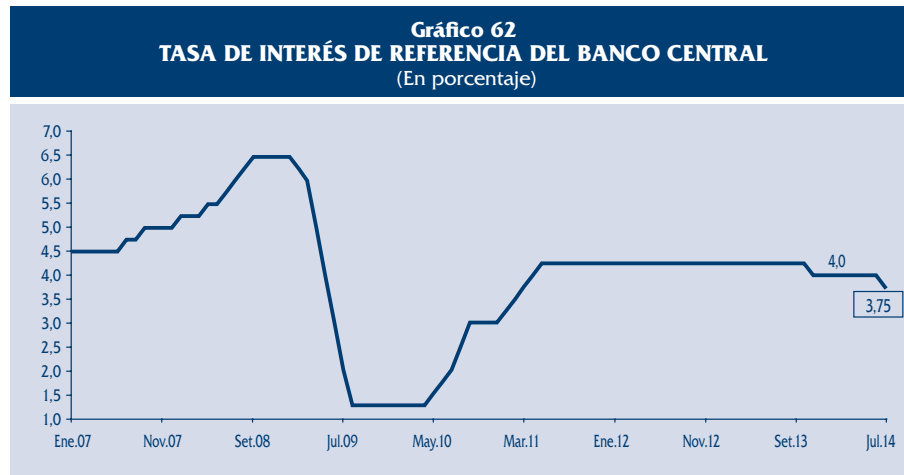
55. Desde el último Reporte de Inflación los riesgos al alza en la proyección de inflación han disminuido de manera importante. Por un lado, la inflación importada se ha moderado debido a la reducción observada en los precios internacionales de los principales *commodities* alimenticios y se prevé que se mantenga baja en el horizonte de proyección. Por otro, la brecha producto muestra ausencia de presiones inflacionarias de demanda, y se estima que será más negativa que lo contemplado en el Reporte de Inflación de abril, debido a una evolución menos dinámica de la inversión y las exportaciones. Asimismo, los factores de oferta que afectaron la inflación en el primer trimestre se vienen disipando y el riesgo de un Fenómeno del Niño fuerte se ha reducido.

En este contexto, el Directorio acordó reducir la tasa de interés de referencia de 4,0 a 3,75 por ciento en julio. Este nivel de la tasa de referencia es consistente con la convergencia de la inflación a 2,0 por ciento en el 2015, en un contexto de un ciclo económico más débil que el esperado.

Además, el BCRP ha seguido adoptando medidas de flexibilización de su régimen de encaje en moneda nacional a fin de proveer liquidez en soles a la banca para financiar la expansión del crédito en esta moneda, en un contexto en que los depósitos en soles venían creciendo a un menor ritmo. La última reducción fue de 12,0 a 11,5 por ciento y entró en vigencia en julio. Asimismo, y de manera complementaria al encaje, el BCRP ha continuado inyectando liquidez a plazos mediante subastas de *FX-swaps* a 24 meses y repos a 3 meses. Estas operaciones permiten un mejor calce de plazos entre activos y pasivos de la banca.

56. 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 convergerá a este rango en los próximos meses en la medida que las condiciones temporales de oferta que elevaron la inflación se normalicen. 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

57. Las tasas de interés del mercado de dinero durante el segundo trimestre estuvieron influenciadas por: (a) una mayor demanda de depósitos en soles por parte de la banca para satisfacer la creciente demanda por crédito en esta moneda, (b) una mayor disponibilidad de liquidez de corto plazo, particularmente a partir de junio, por el vencimiento de CDRs asociado a la menor volatilidad cambiaria, (c) y las medidas de inyección de liquidez a plazos por parte del BCRP mediante subastas de *FX-swaps* y reducciones en la tasa de encaje.

Las medidas de inyección de liquidez antes mencionadas, permitieron reducir el impacto de la mayor demanda por créditos en soles sobre el conjunto de tasas de interés a plazos en esta moneda, en un contexto de bajo crecimiento de los depósitos en soles. En tanto, el vencimiento de los CDRBCRP contribuyó a una mayor disponibilidad de liquidez de la banca en el corto plazo, lo que se reflejó en menores tasas de interés en el mercado monetario.

Así, la tasa de interés interbancaria se mantuvo muy cerca al nivel de referencia. Por su parte, la tasa preferencial corporativa a 90 días luego de subir hasta 5,0 por ciento en abril y mayo, se ha reducido 8 puntos básicos, a 4,92 por ciento a fines de junio.

58. Las tasas de interés activas en moneda nacional para el segmento de grandes empresas se incrementaron entre marzo y junio de este año en 53 puntos básicos en promedio, de 6,96 a 7,49 por ciento, mientras que las tasas de interés para los créditos hipotecarios y corporativos lo hicieron en 15 y 9 puntos básicos, respectivamente. Esta tendencia se explica principalmente por la mayor

demanda por créditos en moneda nacional en un entorno de desdolarización crediticia.

Cuadro 37
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL 1/
(Porcentaje)

	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	5,05	6,12	10,14	23,68	31,52	37,78	9,46
Dic.11	6,02	7,36	11,15	23,15	33,02	38,45	9,39
Dic.12	5,78	7,36	10,96	22,45	33,15	41,16	8,76
Mar.13	5,79	7,43	10,82	22,04	31,40	39,33	9,22
Jun.13	5,30	7,21	10,60	21,20	31,58	41,34	9,11
Set.13	5,53	7,07	10,86	21,46	31,59	41,65	9,29
Dic.13	5,41	7,05	10,14	21,03	33,10	42,26	9,03
Mar.14	5,82	6,96	10,80	21,21	32,50	42,93	9,20
Abr.14	5,84	7,01	10,74	21,19	32,32	42,50	9,18
May.14	5,85	7,55	10,80	21,16	32,48	43,65	9,31
Jun.14	5,91	7,49	10,76	21,06	32,12	42,69	9,35
Variación Acumulada (pbs)							
Jun.14-Mar.14	9	53	-4	-15	-38	-24	15
Jun.14-Dic.13	50	44	62	3	-98	43	32
Jun.14-Jun.13	61	28	16	-14	54	135	24

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

Fuente: SBS y BCRP.

La liquidez en moneda extranjera continuó siendo holgada en el segundo trimestre de 2014, asociada a una menor demanda por crédito en dólares y una mayor preferencia por ahorrar en esta moneda, en particular de los inversionistas institucionales y de empresas. La mayor liquidez en moneda extranjera se reflejó en una tendencia decreciente en las tasas de interés activas y pasivas en dólares. Así, la tasa de interés preferencial corporativa a 90 días se redujo en 1 punto básico respecto a marzo, alcanzando un nivel de 0,62 por ciento, y la tasa de interés del mercado interbancario disminuyó en 4 puntos básicos en el segundo trimestre.

En el caso de las tasas de préstamos se observó una reducción de las tasas destinadas a los segmentos hipotecarios (78 puntos básicos), de grandes empresas (43 puntos básicos) y pequeñas empresas (33 puntos básicos). En contraste, las tasas del sector consumo continuaron incrementándose, debido al incremento de la morosidad en el segundo trimestre de 15 puntos básicos. En el caso de las tasas de créditos a las medianas empresas se observó una ligera disminución.





Cuadro 38
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA 1/
(Porcentaje)

	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Consumo	Hipotecario
Dic.10	3,3	5,5	8,5	14,2	19,3	8,1
Dic.11	3,0	5,4	8,9	16,0	22,0	8,2
Dic.12	4,1	6,4	9,0	15,5	22,4	8,0
Mar.13	4,6	7,5	10,1	14,8	24,1	8,2
Jun.13	2,9	6,2	9,2	14,0	25,1	8,6
Set.13	3,0	6,0	8,8	13,7	25,5	8,8
Dic.13	2,4	5,5	8,3	13,2	26,1	8,5
Mar.14	2,3	5,2	8,6	13,3	26,7	8,5
Abr.14	2,0	5,1	8,2	13,7	26,5	8,0
May.14	2,0	5,1	8,5	13,2	26,7	7,8
Jun.14	2,3	4,8	8,5	13,0	27,1	7,7
Variación Acumulada (pbs)						
Jun.14-Mar.14	-1	-43	-6	-33	40	-78
Jun.14-Dic.13	-11	-70	23	-20	101	-72
Jun.14-Jun.13	-60	-142	-73	-97	194	-81

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

59. Por su parte, las tasas de interés pasivas en moneda nacional con plazo menor a 30 días se redujeron en 34 puntos básicos, mientras que las tasas de interés a plazos mayores se incrementaron entre 37 y 27 puntos básicos, dependiendo del plazo. Esta evolución refleja principalmente el comportamiento de las tasas de interés para depósitos de empresas, que son más volátiles que las tasas de interés de los depósitos de personas naturales. En este periodo estas últimas se han mantenido relativamente estables.

Cuadro 39
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES
(Porcentaje)

	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.12	3,6	3,8	4,2
Mar.13	3,1	3,6	4,1
Jun.13	3,3	3,4	3,9
Set.13	3,7	3,5	3,8
Dic.13	3,8	3,5	3,9
Mar.14	4,1	3,7	3,9
Abr.14	4,0	3,8	4,0
May.14	3,8	4,0	4,1
Jun.14	3,7	4,0	4,2
Variación Acumulada (pbs)			
Jun.14-Mar.14	-34	37	27
Jun.14-Dic.13	-4	51	32
Jun.14-Jun.13	39	62	29

Fuente: BCRP.

En cuanto a las tasas de interés pasivas en moneda extranjera se observa una reducción para los plazos entre 31 y 360 días (3 y 11 puntos básicos, respectivamente) y un ligero incremento en la tasa de interés a 30 días.

Cuadro 40
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
Mar.13	2,6	1,3	1,7
Jun.13	0,4	1,3	1,7
Set.13	0,2	1,0	1,5
Dic.13	0,2	0,7	1,3
Mar.14	0,1	0,5	1,1
Abr.14	0,1	0,5	1,0
May.14	0,1	0,5	1,0
Jun.14	0,1	0,5	1,0
Variación Acumulada (pbs)			
Jun.14-Mar.14	1	-3	-11
Jun.14-Dic.13	-4	-24	-33
Jun.14-Jun.13	-26	-78	-70
Fuente: BCRP.			

60. Las operaciones del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez y a garantizar la fluidez de las operaciones en el mercado monetario. Esto en un contexto de mayor disponibilidad de liquidez en moneda nacional de corto plazo, debido a los vencimientos de CDRBCRP, que fueron parcialmente compensados con la colocación neta de CDBCRP. Así, entre abril y junio se realizaron colocaciones netas de CDBCRP por S/. 1 483 millones y vencimientos netos de CDRBCRP por S/. 3 171 millones.

El BCRP continuó realizando operaciones de compra de dólares con compromiso de recompra (*fx-swaps*) por un total de S/. 3 200 millones con plazos de 3 a 24 meses. Estas son operaciones de inyección de liquidez en las que el BCRP pone a disposición de la banca soles aceptando como garantía dólares, a un tipo de cambio pre-establecido. De esta forma, no afectan la posición de cambio de la banca, por lo que no constituyen operaciones cambiarias, sino operaciones de inyección de liquidez. Asimismo, en la medida que son a plazos largos permiten a los bancos un mejor calce de plazos de sus activos y pasivos, a la vez que facilitan el manejo de liquidez de la banca. Anteriormente, el BCRP utilizó estas operaciones en el 2009 con plazos hasta doce meses.

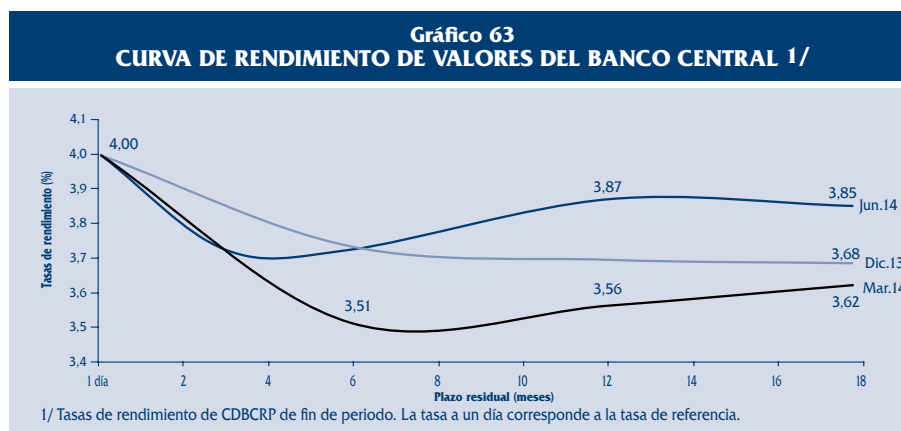




Cuadro 41
COLOCACIÓN DE SWAPS
(Millones de Nuevos soles)

Fecha	Plazo	Monto	Tasa promedio
21.Mar.14	18 meses	300	4,28%
4.Abr.14	18 meses	300	4,43%
16.Abr.14	18 meses	300	4,51%
2.May.14	2 años	300	4,83%
9.May.14	3 meses	100	4,31%
16.May.14	18 meses	300	4,64%
30.May.14	2 años	300	4,22%
13.Jun.14	2 años	300	4,37%
27.Jun.14	2 años	300	3,99%
3.Jul.14	3 meses	200	3,91%
4.Jul.14	3 meses	200	3,83%
11.Jul.14	24 meses	300	3,67%
TOTAL		3 200	

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 el volumen de estos certificados y darle más liquidez al mercado secundario de CDs. Con ello, la curva de rendimiento de los CDBCRP de junio mostró tasas menores a 4 por ciento en todos los plazos, sin embargo respecto de marzo aumentó en promedio 25 puntos básicos en los plazos entre 6 y 18 meses.



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 9,6 por ciento para junio de 2014. Por su parte, la participación del encaje pasó de 31,0 a 28,2 por ciento en el mismo periodo. El encaje en soles se redujo de 9,1 a 7,0 por ciento

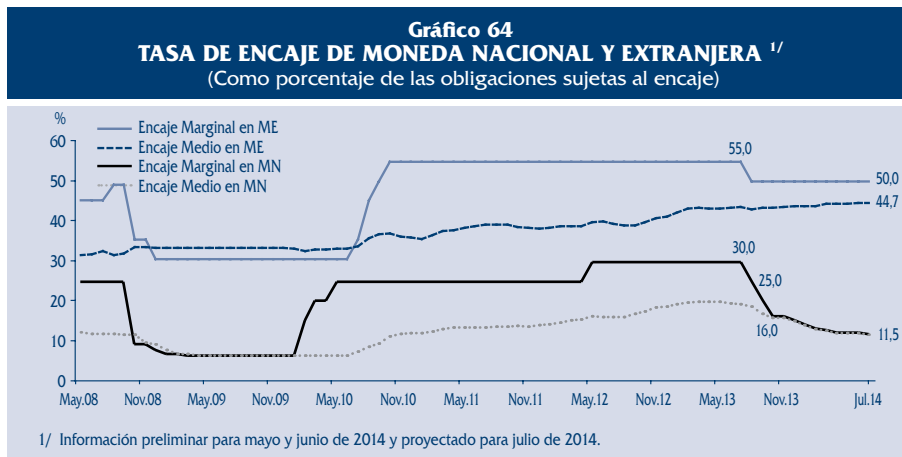
de las RIN mientras que el encaje en dólares cayó de 21,9 a 21,2 por ciento. Los depósitos del sector público siguieron siendo la mayor fuente de esterilización. Estos pasaron de representar 36,3 por ciento de las reservas internacionales en diciembre de 2013 a 40,5 por ciento en junio.

Cuadro 42		
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP		
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)		
	Dic.13	Jun.14
Activos netos		
I. Reservas Internacionales Netas	100,0%	100,0%
	(US\$ 65 663 mills)	(US\$ 64 581 mills)
Pasivos netos		
II. Depósitos totales del Sector Público	36,3%	40,5%
En moneda nacional	19,9%	24,0%
En moneda extranjera	16,4%	16,5%
III. Depósitos totales por encaje	31,0%	28,2%
En moneda nacional	9,1%	7,0%
En moneda extranjera	21,9%	21,2%
IV. Instrumentos del BCRP	13,2%	9,6%
CD BCRP	10,3%	9,0%
CDR BCRP	1,7%	0,4%
Depósitos <i>overnight</i>	1,7%	1,7%
Depósito a Plazo	0,0%	0,0%
Swaps	0,0%	-1,4%
Repos	-0,5%	-0,1%
V. Circulante	19,2%	18,6%
VI. Otros	0,3%	2,1%

Encajes

61. 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 financiar la expansión del crédito en esta moneda, en un contexto en que los depósitos en soles venían creciendo a un menor ritmo. Así, el Banco Central ha reducido gradualmente el encaje medio desde 20,0 por ciento en mayo de 2013 hasta 11,5 por ciento en julio de 2014, lo que ha permitido liberar liquidez por alrededor de S/. 9 000 millones. En abril se redujo el encaje medio en moneda nacional de 12,5 a 12,0 por ciento, y en julio, la tasa de encaje pasó de 12,0 a 11,5 por ciento.
62. Asimismo, con el objetivo de incentivar el fondeo de largo plazo en soles, en mayo con vigencia a partir de julio, se aumentó el límite de adeudados y bonos de largo plazo exonerado de encaje de 2,5 a 3,0 veces el patrimonio efectivo al 31 de diciembre de 2012 o S/. 400 millones, el monto mayor, siempre y cuando los pasivos en moneda extranjera de la institución financiera no superen el equivalente a 2 veces el patrimonio efectivo.





Cuadro 43
MEDIDAS DE ENCAJE

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

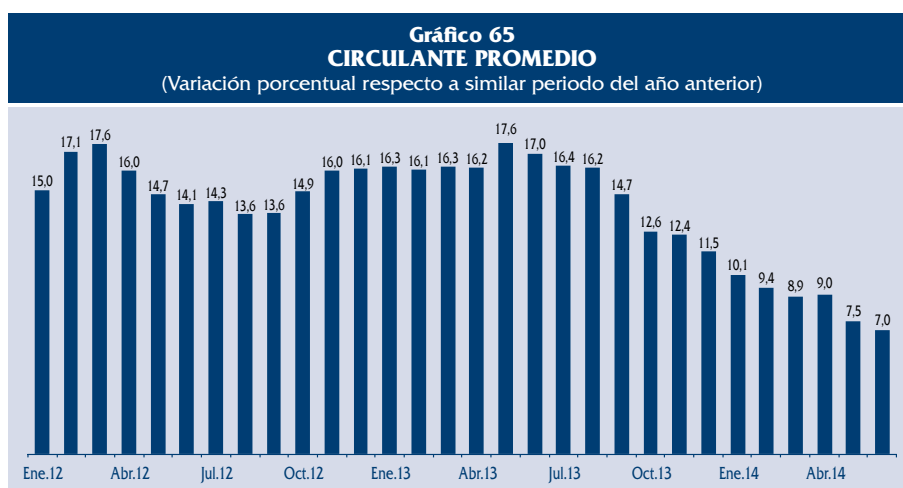
Liquidez y crédito

63. El circulante promedio creció entre marzo y junio 2014 a un ritmo menor, pasando de 8,9 a 7,0 por ciento anual, reflejando la moderación de la actividad y la dolarización observada en los depósitos, principalmente de empresas. Para los siguientes meses se prevé que la demanda por circulante se incremente a niveles más cercanos a 10 por ciento, como reflejo tanto de una recuperación en el ritmo de crecimiento de la actividad económica, como de una reversión del proceso de dolarización de los depósitos.

La liquidez en moneda nacional mantuvo su menor dinamismo en el segundo trimestre, así en mayo registró un crecimiento anual de 4,1 por ciento (5,7 por ciento en marzo). Esto se dio como resultado de la caída de la tasa de crecimiento de los depósitos en moneda nacional, principalmente de los depósitos de empresas.

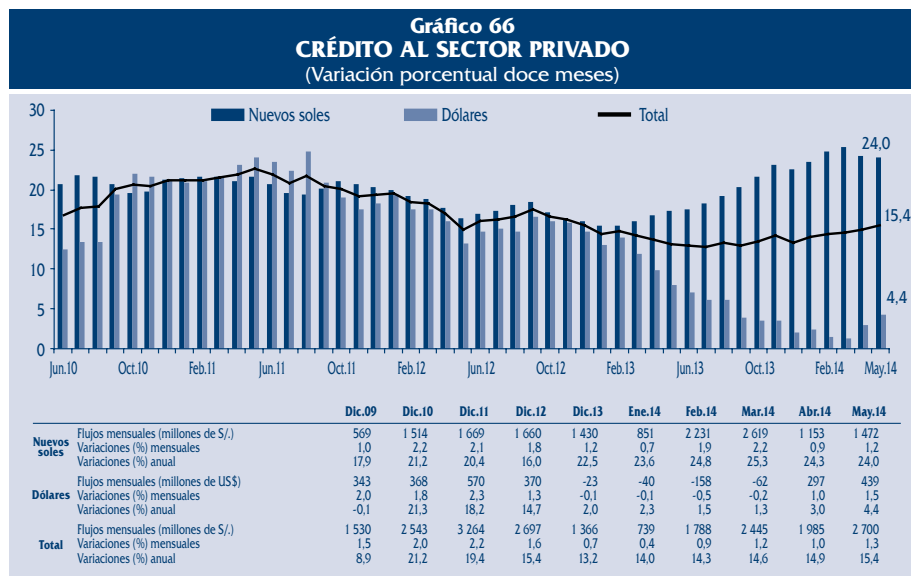
Cuadro 44											
AGREGADOS MONETARIOS (FIN DE PERIODO)											
(Variación porcentual doce meses)											
	Dic.09	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Dic.13	Mar.14	Abr.14	May.14
Circulante	11,0	25,4	13,0	18,3	17,6	16,2	13,3	9,3	8,5	7,5	7,8
Depósitos en moneda nacional	16,3	32,4	17,8	24,7	23,9	21,7	13,8	10,8	4,1	3,5	2,2
Liquidez en moneda nacional	14,4	30,7	16,6	23,1	22,7	20,3	14,1	10,8	5,7	5,1	4,1
Liquidez total 1/	10,9	23,2	16,8	14,1	13,9	13,8	13,8	11,3	10,2	8,8	8,6
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	24,3	24,0
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	15,4

1/ Incluye moneda extranjera.



64. En lo que va del segundo trimestre se observa un mayor ritmo de expansión del crédito al sector privado. En mayo el crédito al sector privado creció 15,4 por ciento anual, registrando un mayor dinamismo con respecto a lo observado en marzo (crecimiento de 14,6 por ciento). El crédito en moneda nacional registró una expansión anual de 24,0 por ciento a mayo (25,3 por ciento en marzo), mientras que en dólares el crédito se expandió 4,4 por ciento (1,3 por ciento en marzo). La mayor expansión del crédito en dólares refleja principalmente una mayor demanda de crédito en el sector corporativo.





65. Por tipo de colocación, el crédito a empresas mostró un mayor dinamismo que el crédito a personas. Así, el crédito a empresas creció 16,8 por ciento en mayo, comparado al mismo mes del año anterior (14,9 por ciento en marzo). Dentro de este segmento, el crédito corporativo y a grandes empresas es el que mostró la mayor expansión.

Cuadro 45
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual doce meses)

	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Dic.13	Mar.14	May.14
Empresas	13,3	12,5	10,9	11,9	13,2	14,9	16,8
Corporativo y Gran Empresa	8,5	8,8	10,6	17,2	21,6	22,8	27,8
Mediana Empresa	18,4	18,4	11,7	9,2	10,4	15,6	14,5
Pequeña y Micro Empresa	16,7	12,8	10,6	5,8	2,3	1,8	1,3
Personas	19,4	17,1	16,2	14,5	13,4	14,0	13,1
Consumo	15,3	12,8	12,1	11,3	11,4	12,6	12,4
Vehicular	25,2	26,8	23,2	18,7	14,5	10,6	8,1
Tarjeta	13,4	8,9	7,5	8,2	8,2	10,2	11,2
Hipotecario	25,7	23,5	22,3	19,0	16,2	15,9	14,1
Total	15,4	14,1	12,8	12,8	13,2	14,6	15,4

El crédito al sector de la pequeña y micro empresa continuó desacelerándose en el segundo trimestre del año. La tasa de crecimiento 12 meses del crédito total a este sector alcanzó 1,3 por ciento en mayo (1,8 por ciento en marzo y 2,3 por ciento en diciembre de 2013). Las entidades bancarias han sido las que más han contraído el crédito en este segmento (-7,8 por ciento en mayo). La caída en el crédito en este sector financiero ha sido tanto en moneda nacional como moneda

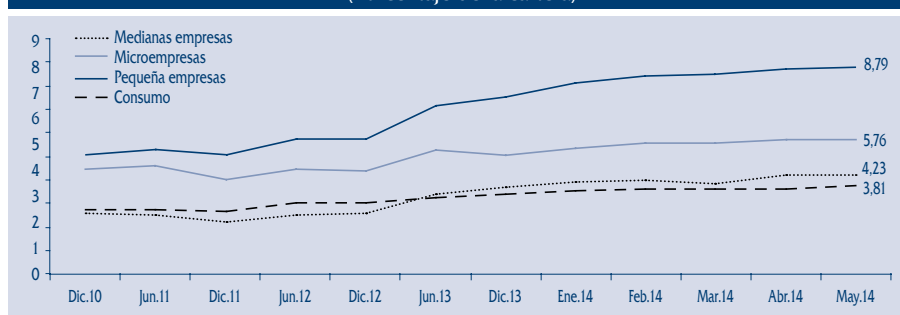
extranjera, siendo la caída en moneda extranjera la más pronunciada, asociada a la mayor percepción de riesgo crediticio que la banca tiene sobre esta cartera por el incremento de la morosidad.

Cuadro 46
CRÉDITOS A PEQUEÑA Y MICRO EMPRESAS POR MONEDAS

	Flujos Anuales			Tasas de crecimiento %		
	Dic.13	Mar.14	May.14	Dic.12/Dic.13	Mar.13/Mar.14	May.13/May.14
PEQUEÑA Y MICRO EMPRESA						
Bancos	-698	-1 168	-1 234	-4,4	-7,4	-7,8
MN	141	-255	-541	1,1	-2,1	-4,3
ME	-300	-326	-248	-23,8	-26,8	-21,4
Resto	1 436	1 724	1 654	9,0	10,8	10,2
MN	1 640	1 795	1 718	11,3	12,3	11,6
ME	-73	-25	-23	-13,7	-5,1	-4,7
Total	738	556	420	2,3	1,8	1,3
MN	1 781	1 540	1 178	6,6	5,7	4,3
ME	-373	-351	-270	-20,8	-20,6	-16,5

En mayo 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 a 3,19 por ciento en mayo de un nivel de 3,10 por ciento en marzo. Dentro del crédito a empresas, el crédito a empresas medianas tuvo el mayor incremento en el ratio de morosidad desde marzo pasando de 3,88 a 4,23 por ciento. Por su parte, el crédito a pequeñas empresas pasó de 8,54 por ciento en marzo a 8,79 por ciento en mayo, mientras que el crédito a la microempresa pasó de 5,57 por ciento en marzo a 5,76 por ciento en mayo. El ratio de morosidad del crédito a personas también siguió aumentando y se ubicó en 2,63 por ciento en mayo, un nivel superior al 2,51 por ciento registrado en marzo de este año.

Gráfico 67
MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(Porcentaje de la cartera)

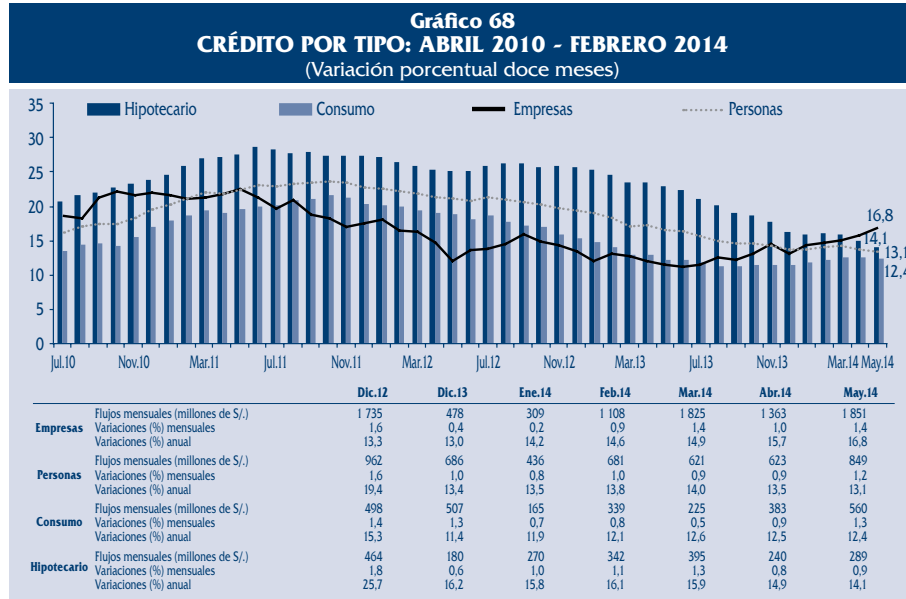


Tanto en abril como en mayo la tasa de crecimiento anual de los créditos a personas mostró una ligera desaceleración, lo que refleja una mayor cautela por parte de las personas para tomar créditos. Así, el crédito hipotecario registró un crecimiento anual de 14,1 por ciento a mayo (15,9 por ciento en marzo), mientras que el crédito de

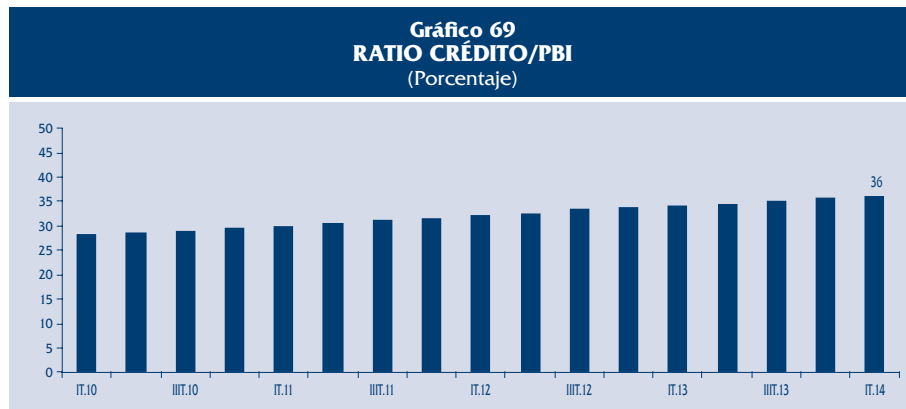




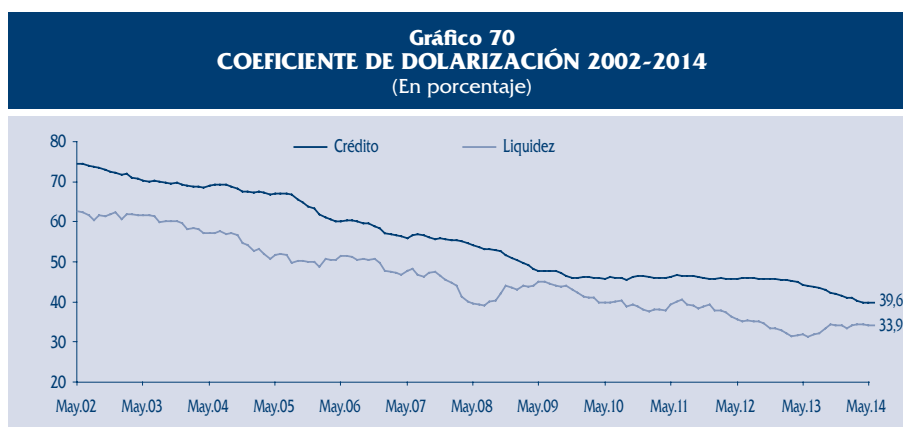
consumo registró un crecimiento anual de 12,4 por ciento (12,6 por ciento en marzo). En particular, se observó un menor crecimiento del crédito vehicular que se expandió 8,1 por ciento en mayo frente a un crecimiento anual de 10,6 por ciento en marzo.



66. Para el año 2014 se proyecta crecimiento del crédito alrededor de 14,0 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 4,4 por ciento para el 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. Con ello, se prevé que el ratio de crédito sobre PBI continuará incrementándose durante el 2014.



67. La dolarización del crédito pasó de 39,5 por ciento en marzo a 39,6 por ciento en mayo; en línea con la tendencia en el año. La dolarización de la liquidez se redujo de 34,1 a 33,9 por ciento en similar periodo. Con esto se revierte la tendencia que se observó en el primer trimestre, pero se mantiene por encima del nivel observado en diciembre (33,0 por ciento).



Por tipo de crédito, el crédito hipotecario muestra un mayor ritmo de desdolarización, (de 36,5 a 35,4 por ciento entre marzo y mayo de 2014) lo cual reflejaría 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, mientras que en el caso del crédito a empresas este indicador pasó de 49,6 a 50,1 por ciento en similar periodo, siendo mayor la desdolarización del crédito a la mediana empresa.

Cuadro 47
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Dic.12	Dic.13	Mar.14	May.14
Empresas	56,1	51,2	49,6	50,1
Corporativo y Gran Empresa	74,2	65,7	62,6	63,2
Mediana Empresa	68,0	62,3	61,0	60,2
Pequeña y Microempresa	15,8	12,2	11,8	11,9
Personas	25,6	22,0	21,1	20,5
Consumo	10,5	9,8	9,6	9,6
Vehiculares	78,1	74,8	72,8	72,0
Tarjeta	7,0	6,8	6,8	7,0
Hipotecario	47,1	38,5	36,5	35,4
TOTAL	45,3	40,8	39,5	39,6

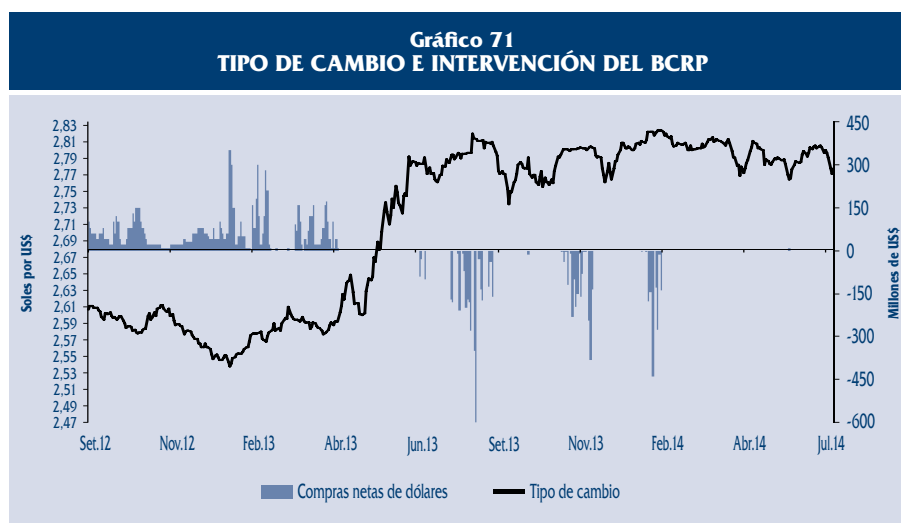
Tipo de cambio e intervención cambiaria

68. Durante el segundo trimestre del año, el tipo de cambio ha fluctuado en línea con la evolución de los mercados internacionales que han reflejado una menor aversión



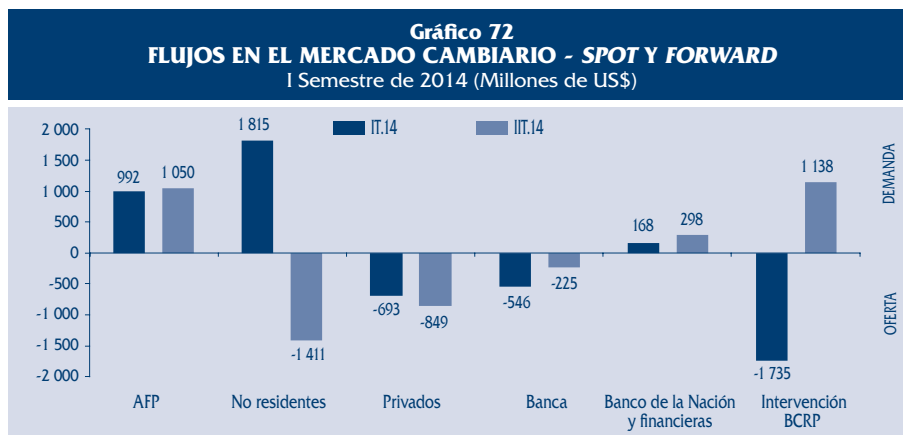


al riesgo sobre las economías emergentes. Entre abril y junio, el tipo de cambio se apreció 0,4 por ciento, pasando de un nivel de S/. 2,81 por dólar al cierre de marzo a S/. 2,80 por dólar al cierre de junio, esto en línea con las apreciaciones observadas en economías emergentes de la región (Brasil, México, Colombia y Chile). Durante junio sin embargo, se observa una tendencia depreciatoria en la moneda local, pasando de un nivel de S/. 2,77 por dólar al cierre de mayo a S/. 2,80 por dólar en junio. En la primera semana de julio esta tendencia se ha revertido reflejando el impacto de la mejora en la calificación de riesgo por parte de la agencia calificadora Moodys, de Baa2 a A3.



En el segundo trimestre, a diferencia del primer trimestre, se registró una oferta neta de dólares por US\$ 1 138 millones, la cual provino principalmente de agentes no residentes quienes modificaron una posición de mercado compradora en el primer trimestre (US\$ 1 815 millones, de los cuales US\$ 1 497 millones se reflejaron en demanda neta *spot*) a una vendedora durante el segundo trimestre (US\$ 1 411 millones). Esta oferta se observó principalmente en el mercado de derivados por US\$ 1 961 millones que reflejaron los mayores vencimientos de *forwards* compra. Ello ha inducido una caída del ratio de cobertura de no residentes (saldo neto de *forwards* sobre portafolio de Bonos Soberanos) de alrededor de 50 por ciento al cierre de marzo a 26 por ciento en lo que va de junio. Por otra parte, los demás agentes (AFP, Privados, Bancos y Financieras) han mantenido su posición en ambos trimestres con montos similares.

En este contexto, el BCRP intervino en el mercado cambiario con menor frecuencia y con menores montos (compras *spot* por US\$ 10 millones y vencimientos netos de CDRBCRP por US\$ 1 128 millones).



69. La encuesta de expectativas del tipo de cambio muestra que todos los agentes económicos esperan una depreciación moderada del Nuevo Sol para este año y el próximo, pero menor que la esperada en el Reporte de Inflación anterior. En el caso del sistema financiero, estos agentes disminuyeron sus expectativas de tipo de cambio para el cierre del 2014 de S/. 2,85 por dólar en marzo (Reporte de Inflación de abril) a S/. 2,83 por dólar a fines de junio (actual Reporte de Inflación), consistente con la dinámica observada en el mercado cambiario en el segundo trimestre.

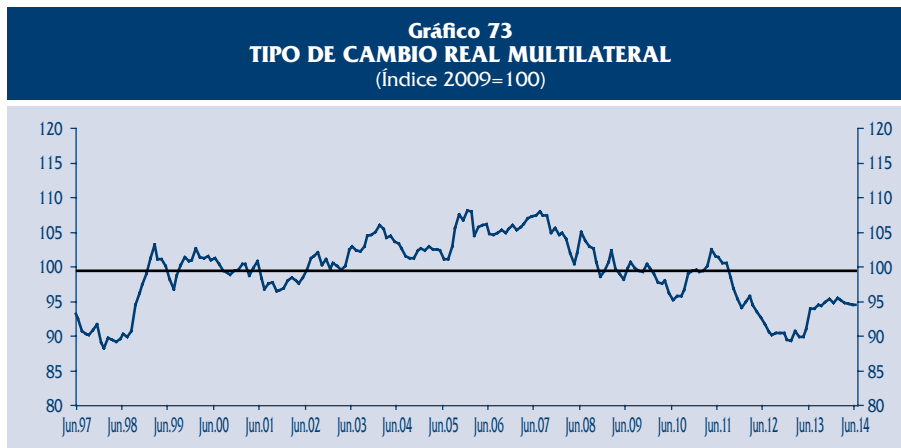
Cuadro 48
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO
(Nuevos soles por US Dólar)

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

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

70. El índice de tipo de cambio real multilateral entre diciembre de 2013 y junio de 2014 se mantuvo estable, en alrededor de 95. En los últimos 12 meses se ha registrado una depreciación real de 0,6 por ciento.

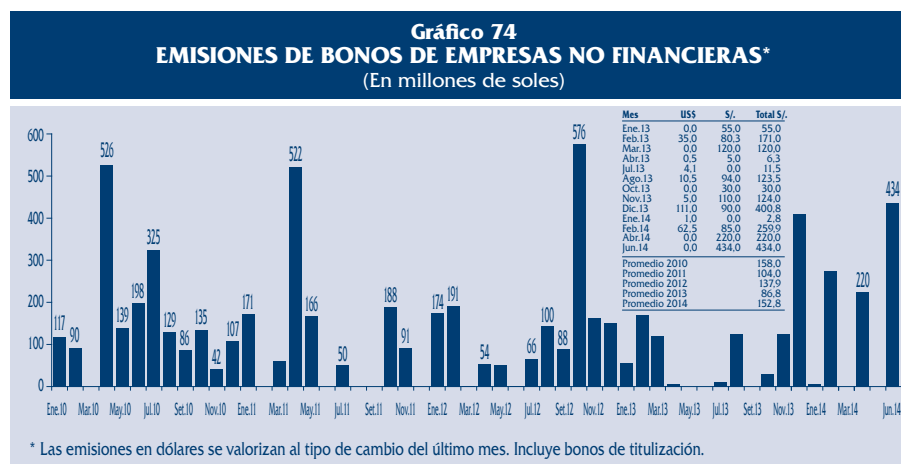




Mercado de capitales

71. Entre marzo y junio de 2014, las empresas no financieras realizaron emisiones de valores por S/. 654 millones. No se emitieron valores denominados en moneda extranjera. En lo que va del año se ha observado un mayor dinamismo en el ritmo de colocaciones de empresas no financieras en el mercado local.

De otro lado, las emisiones en el mercado internacional presentaron un menor dinamismo al registrado en el primer trimestre del 2014. Así, entre abril y junio se emitieron US\$ 1 306 millones a tasas cupón entre 6,88 y 9,88 por ciento en dólares, en 1,25 por ciento en francos suizos, en 8,38 por ciento en nuevos soles, y en 5,25 por ciento en nuevos soles VAC; y a plazos entre 3 y 29 años. En los primeros días de julio, la empresa peruana InRetail Shopping Mall emitió bonos por US\$ 350 millones al plazo de 7 años y tasa cupón de 6,5 por ciento, el Banco de Crédito realizó una emisión por US\$ 225 millones a 4 años (tasa cupón de 2,75 por ciento), y COFIDE realizó dos emisiones por US\$ 300 millones cada una (a plazos de 5 y 15 años, y tasas de 3,25 y 5,25 por ciento, respectivamente).



Cuadro 49
EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

Empresa	Fecha de emisión	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
AÑO 2013		6 389		
Sector no Financiero		4 153		
Copeinca	11-ene	75	5	9,00%
Exalmar	25-ene	200	7	7,38%
Cementos Pacasmayo	1-feb	300	10	4,63%
Alicorp	15-mar	450	10	3,88%
Gas Natural de Lima y Callao - Cálidda	21-mar	320	10	4,38%
Compañía Minera Milpo	21-mar	350	10	4,63%
Corporacion Lindley	9-abr	260	10	4,63%
Ferreyrcorp	19-abr	300	7	4,88%
Transportadora de Gas del Perú	23-abr	850	15	4,25%
Consortio Transmantaro	30-abr	450	10	4,38%
Inkia Energy	9-sep	150	8	8,38%
San Miguel Industrias	30-oct	200	7	7,75%
Andino Investment Holding	7-nov	115	7	11,00%
Planta de Reserva Fría de Generación de Eten	28-nov	133	20	7,65%
Sector Financiero		2 236		
BBVA Banco Continental	22-ene	300	4	2,31%
Fondo MiVivienda	24-ene	500	10	3,50%
Banco de Crédito	25-mar	716	10	4,25%
BBVA Banco Continental	3-abr	500	5	3,25%
Banco de Crédito	5-abr	170	14	6,13%
AÑO 2014		4 081		
Sector no Financiero		2 177		
Compañía Minera Ares	15-ene	350	7	7,75%
Minsur	31-ene	450	10	6,25%
Abengoa Transmisión Sur	8-abr	432	29	6,88%
Camposol	24-abr	75	3	9,88%
Rutas de Lima**	27-jun	370	22	8,38%
Rutas de Lima***	27-jun	150	25	5,25%
InRetail Shopping Mall	1-jul	350	7	6,50%
Sector Financiero		1 904		
Banco de Crédito	15-ene	200	13	6,13%
Interbank	11-mar	300	15	6,63%
Fondo MiVivienda	26-mar	300	5	3,38%
Fondo MiVivienda*	15-may	279	4	1,25%
Banco de Crédito	1-jul	225	4	2,75%
COFIDE	8-jul	300	5	3,25%
COFIDE	8-jul	300	15	5,25%

* Emisión en Francos suizos.

** Emisión en Nuevos Soles.

*** Emisión en Nuevos Soles VAC.





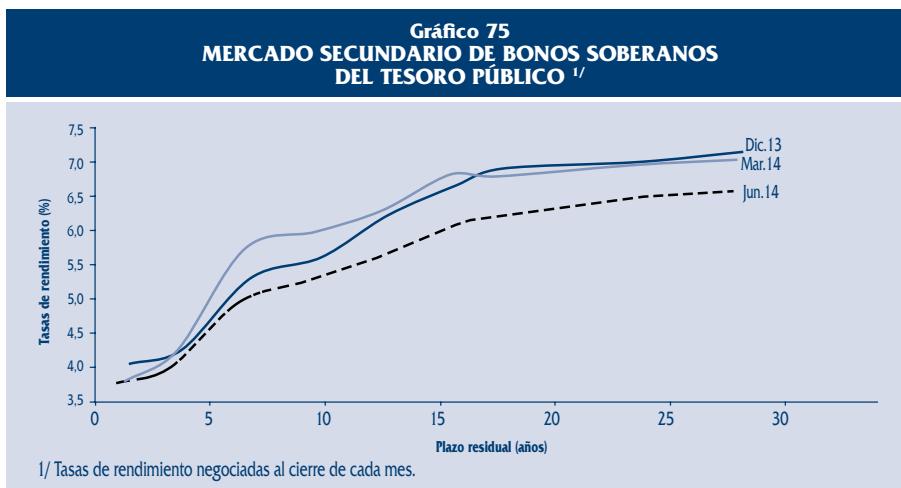
72. Las tasas de rendimiento de los bonos soberanos disminuyeron considerablemente en el segundo trimestre del año (53 puntos básicos), en línea con la tendencia descendente de las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro Americano y bonos globales peruanos, y una mayor estabilidad en los mercados financieros por expectativas que la Reserva Federal mantendrá las tasas de interés en sus niveles mínimos históricos por un periodo más prolongado, y menor riesgo de economías emergentes ante la disipación de los temores de una desaceleración rápida de la economía china. Así, entre marzo y junio de 2014, las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro Norteamericano se redujeron en promedio 9 puntos básicos, mientras que las tasas de los bonos globales lo hicieron en 30 puntos básicos.

Cuadro 50
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS Y GLOBALES DE PERÚ
Y BONOS DEL TESORO AMERICANO SEGÚN FECHA DE MADURACIÓN
(Datos fin de periodo, porcentaje)

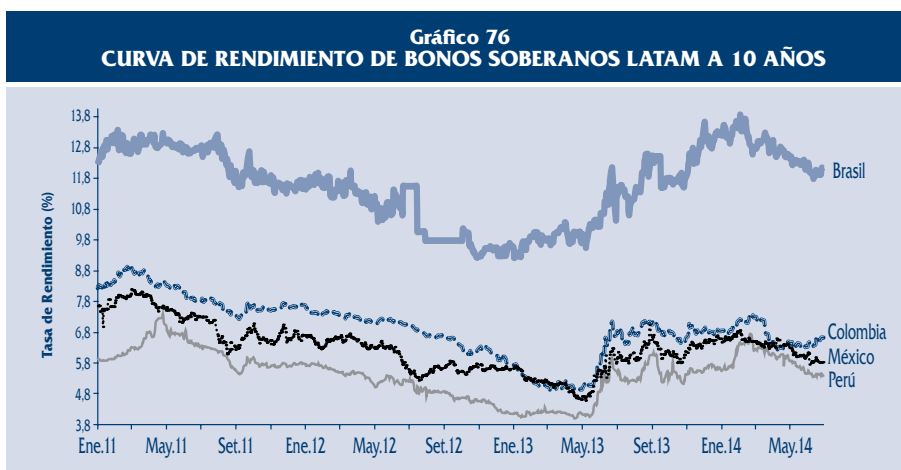
	Dic.12 (4)	Dic.13 (3)	Mar.14 (2)	Jun.14 (1)	Variación (En puntos básicos)	
					Jun.14 / Dic.13 (1)-(2)	Jun.14 / Mar.14 (1)-(3)
Bonos Soberanos (S/.)						
PERU 2013	2,61					
PERU 2015	2,75	4,00	3,75	3,77	-23	2
PERU 2017	3,05	4,22	4,20	4,00	-22	-20
PERU 2020	3,83	5,29	5,74	4,96	-33	-78
PERU 2023	4,10	5,60	5,99	5,28	-32	-71
PERU 2026	4,24	6,23	6,31	5,61	-62	-70
PERU 2029		6,68	6,85	6,04	-64	-81
PERU 2031	4,79	6,93	6,82	6,23	-70	-59
PERU 2037	4,91	7,03	6,99	6,49	-54	-50
PERU 2042	5,09	7,18	7,07	6,59	-59	-48
Bonos Globales (US\$)						
PERU 2015	1,05	0,67	1,02	0,87	21	-15
PERU 2016	1,24	1,53	1,46	1,09	-44	-37
PERU 2019	1,93	2,85	2,63	2,32	-52	-30
PERU 2025	3,06	4,50	4,13	3,78	-71	-35
PERU 2033	3,70	5,36	4,99	4,67	-69	-31
PERU 2037	3,72	5,48	5,06	4,76	-72	-29
PERU 2050	4,11	5,69	5,31	4,96		-35
Bonos del Tesoro Americano						
Bono a 2 años	0,25	0,38	0,42	0,46	8	4
Bono a 3 años	0,35	0,77	0,87	0,87	10	0
Bono a 5 años	0,72	1,74	1,72	1,63	-11	-9
Bono a 10 años	1,76	3,03	2,72	2,53	-50	-19
Bono a 30 años	2,95	3,97	3,56	3,36	-61	-20

Fuente: Bloomberg.

73. De esta forma, la curva de rendimiento a cierre de junio de 2014 respecto de marzo de 2014 se ha aplanado en todos sus tramos.

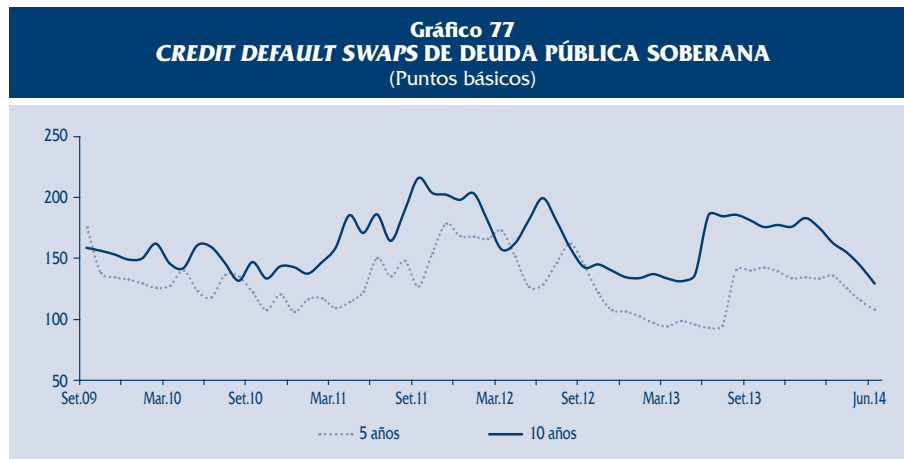


74. Entre las tasas de rendimiento de Bonos Soberanos de la región, el Perú continúa presentando las tasas más bajas. Así, el rendimiento del bono peruano a 10 años se ubicó en 5,28 por ciento, mientras que en el caso de los Bonos Soberanos de Brasil, Colombia y México para los mismos plazos los rendimientos fueron 12,10, 6,58 y 5,77 por ciento, respectivamente.

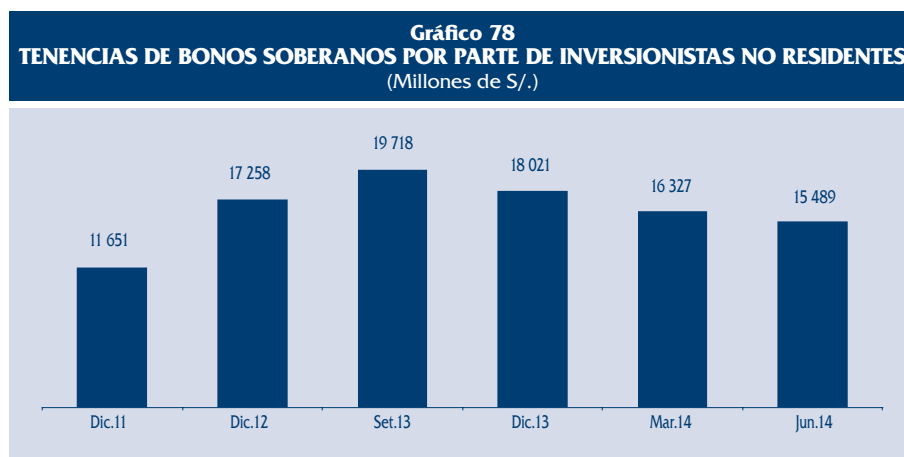


75. La Prima por Riesgo de Moratoria (CDS por sus siglas en inglés) continuó descendiendo en el segundo trimestre del 2014. Así, los *spreads* de deuda soberana de Perú a 5 y 10 años disminuyeron en 33 y 34 puntos básicos a 82 y 128 puntos básicos, respectivamente, comportamiento similar al EMBIG Perú, el cual descendió en 17 puntos básicos. Los CDS alcanzaron el 2 de julio sus valores mínimos históricos desde julio de 2007 (inicio de la crisis *sub prime*) por la mejora en la calificación de deuda en moneda extranjera otorgada por la agencia Moodys desde Baa2 hasta A3 con perspectiva estable.



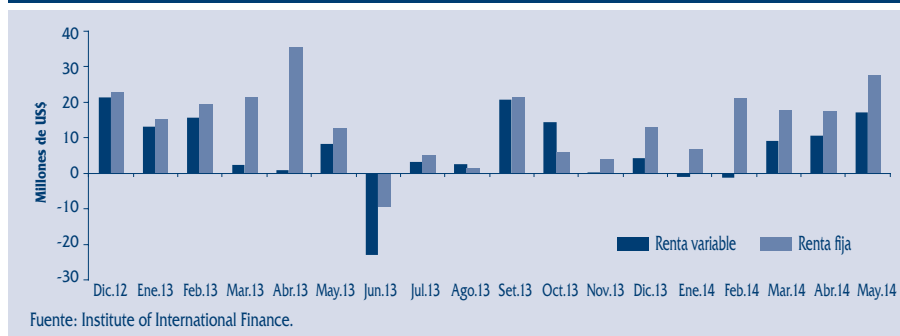


76. La tenencia de bonos soberanos por no residentes pasó de S/. 16 327 millones en marzo a S/. 15 489 millones en junio, en línea con los menores flujos de inversión a la región. Con ello la tenencia de BTPs en poder de inversionistas no residentes pasó de 46 a 44 por ciento del saldo total, lo que no ha afectado el continuo descenso de las tasas de rendimiento de los bonos soberanos.



77. Los flujos de fondos de renta fija y renta variable hacia mercados emergentes crecieron entre marzo y mayo de 2014 en US\$ 9,7 millones y US\$ 7,9 millones, respectivamente. Desde setiembre de 2013 se observa una recuperación de los flujos de fondos hacia la región, luego de la salida importante de fondos en mayo y junio de 2013 tras el anuncio de la Reserva Federal de una reducción en el ritmo de compra de activos, y de la reciente disminución que hubo a comienzos de este año.

Gráfico 79
FLUJOS NETOS DE FONDOS EN MERCADOS EMERGENTES



78. El valor del fondo de pensiones se incrementó de S/. 103 157 millones a S/. 106 119 millones entre marzo y mayo. En el mismo periodo, las inversiones en el exterior se incrementaron en US\$ 1 073 millones respecto a marzo de 2014 y en \$ 1 793 millones respecto al cierre de 2013. Con ello, el porcentaje de inversiones en el exterior de las AFP se elevó de 35,2 por ciento en diciembre de 2013 a 38,2 por ciento en mayo de 2014, en tanto que el límite establecido por el BCRP aumentó de 36,5 por ciento a 39,0 por ciento. A julio, este límite se ha elevado a 40 por ciento.

Cuadro 51
CONSOLIDADO DE LAS CARTERAS ADMINISTRADAS
POR INSTRUMENTO FINANCIERO Y AFP
(Millones de nuevos soles)

	Dic.13		Mar.14		May.14	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%
I. INVERSIONES DOMÉSTICAS	66 461	65,1	64 835	62,9	65 358	61,6
1. Gobierno	13 746	13,5	13 130	12,7	13 900	13,1
Certificados y Depósitos a Plazo del BCRP 1/	2 191	2,1	861	0,8	501	0,5
Bonos del Gobierno Central	11 555	11,3	12 252	11,9	13 384	12,6
2. Sistema Financiero	22 672	22,2	22 919	22,2	22 540	21,2
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	2 934	2,9	2 626	2,5	2 174	2,0
3. Empresas no Financieras	20 207	19,8	18 923	18,3	19 025	17,9
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	13 965	13,7	12 341	12,0	12 768	12,0
4. Administradoras de Fondos	4 308	4,2	4 220	4,1	4 281	4,0
5. Sociedades Titulizadoras	5 528	5,4	5 643	5,5	5 611	5,3
II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR	35 920	35,2	38 108	36,9	40 506	38,2
1. Gobierno	1 341	1,3	1 481	1,4	1 750	1,6
2. Sistema Financiero	2 732	2,7	2 909	2,8	3 351	3,2
3. Empresas no Financieras	6 752	6,6	5 596	5,4	4 831	4,6
4. Administradoras de Fondos	25 095	24,6	28 122	27,3	30 575	28,8
5. Sociedades Titulizadoras	-	-	0	-	0	-
III. OPERACIONES EN TRÁNSITO	-304,3	-0,3	213,2	0,2	255,3	0,2
TOTAL	102 077	100,0	103 157	100,0	106 119	100,0
Inv. en el Exterior / Cartera Administrada	35,2%		36,9%		38,2%	

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





También durante este periodo, las AFPs continuaron incrementando el porcentaje de sus inversiones en dólares. Así, el ratio de dolarización pasó de 58,0 por ciento en marzo de 2014 a 60,6 por ciento en mayo 2014.

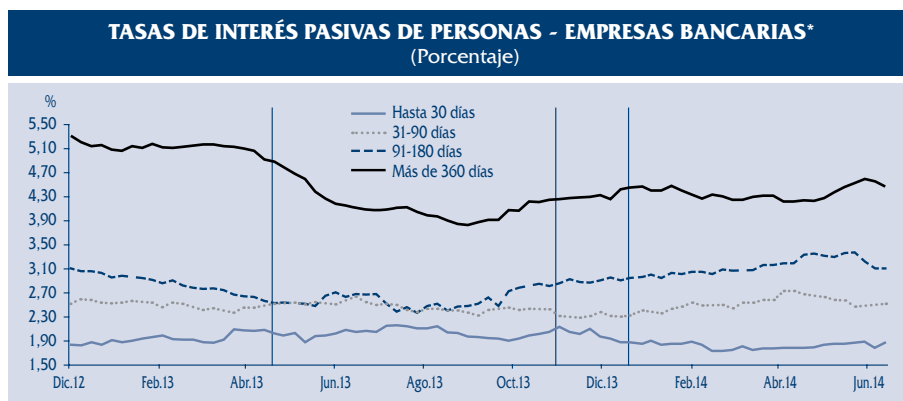
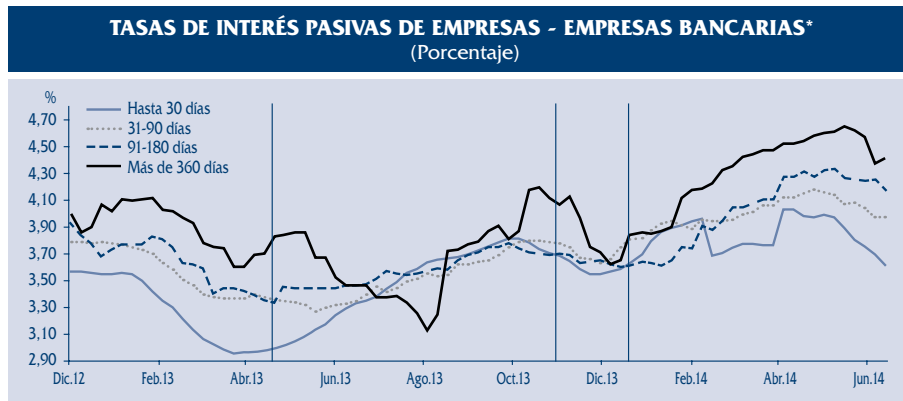
Cuadro 52
INVERSIONES DE LAS AFP
(Millones de US\$)

Fecha	Total			
	En el exterior		En dólares	
	Monto	Porcentaje de la cartera	Monto	Porcentaje de la cartera
Dic.12	11 177	29,4	19 646	51,7
Ene.13	11 814	30,6	20 113	52,1
Mar.13	12 230	31,6	20 684	53,4
Jun.13	12 091	35,2	19 841	57,6
Jul.13	12 080	34,6	20 626	59,0
Ago.13	11 594	33,8	20 013	58,3
Set.13	11 874	33,7	20 478	58,1
Oct.13	12 661	34,8	21 226	58,4
Nov.13	12 474	34,8	21 476	59,9
Dic.13	12 852	35,2	19 872	54,4
Ene.14	12 442	34,8	20 174	56,4
Feb.14	13 173	35,9	21 591	58,9
Mar.14	13 571	36,9	21 295	58,0
Abr.14	13 989	37,4	22 731	60,7
May.14	14 644	38,2	23 255	60,6

Recuadro 5

DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS Y LA EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS PASIVAS EN EL SISTEMA FINANCIERO

Como resultado de la mayor percepción de riesgo cambiario, producto del recorte del programa de compra de activos de la Fed, desde mayo de 2013 se ha observado un cambio en la composición de los depósitos, con mayor preferencia por los depósitos en dólares, y un incremento en la demanda por crédito en soles que ha afectado las tasas de interés pasivas del sistema financiero en moneda nacional. La menor disponibilidad de fondeo para el crédito en soles de los últimos trimestres, se ha reflejado en la evolución de las tasas de interés pasivas en moneda nacional en el sistema financiero. Tal como se observa en el siguiente gráfico, las tasas de interés que pagan los bancos a las empresas jurídicas alcanzaron sus niveles mínimos entre diciembre de 2012 a abril de 2013, periodo en el que existía un flujo de depósitos soles que excedía la demanda por crédito en esta moneda, sin embargo a partir de mayo de 2013 esta tendencia se comienza a revertir, observándose un incremento paulatino de las tasas de interés pasivas en soles y un flujo de crédito en soles mayor al correspondiente de los depósitos en la misma moneda.



Sin embargo, desde inicios de diciembre de 2013, se apreció una reversión de la tendencia descendente de las tasas de interés pasivas, especialmente en el caso de las tasas de las empresas. Cabe precisar, que durante este último periodo, el *spread* entre las tasas de interés de plazos a más de 360 días y 30 días mostró su mayor incremento, alrededor de 50 puntos básicos, lo que ha reflejado adicionalmente, la mayor demanda por fondeo a plazos mayores a 30 días por parte de la banca, en línea con los nuevos requerimientos de liquidez establecidos por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs, vigentes desde enero 2014, que incentivan a los bancos a mantener fuentes de fondeo de mayor plazo.

Esta evolución de las tasas de interés pasivas para los depósitos de empresas, no se observó en el caso de las tasas de interés de depósitos a personas, las cuales han presentado una menor volatilidad en todos sus plazos (promedio de 0,20 por ciento), mientras que las tasas de las empresas han presentado una mayor volatilidad (promedio 0,32 por ciento).

DESVIACIÓN ESTÁNDAR DE TASAS DE INTERÉS PASIVAS				
	< 30 días	31-90 días	91-180 días	> 360 días
Personas	0,28%	0,14%	0,11%	0,28%
Empresas	0,29%	0,28%	0,30%	0,41%





La diferencia en el comportamiento entre las tasas de interés a empresas y a personas refleja principalmente el diferente comportamiento que han mostrado estos dos tipos de agentes frente a la mayor percepción del riesgo cambiario observado a partir de mayo de 2013. Mientras que las empresas e inversionistas institucionales reaccionaron dolarizando sus depósitos, este no ha sido el caso de los depósitos de las personas naturales, que continuaron creciendo durante los últimos meses. Así, los depósitos en moneda nacional de las empresas pasaron de un flujo positivo de S/. 602 millones promedio mensual entre abril de 2013 y diciembre de 2012 a un flujo negativo de S/. 450 millones promedio mensual entre mayo y diciembre de 2013, mientras que en el caso de las personas naturales, el flujo de depósitos promedio mensual pasó de S/. 939 millones a S/. 873 millones, para el mismo periodo.

DEPÓSITOS POR TIPO DE DEPOSITANTE EN MONEDA NACIONAL			
Flujos promedios mensuales en millones de nuevos soles			
	Abr.13/Dic.12	Dic.13/Abr.13	May.14/Dic.13
TOTAL	1 541	423	-7
Depósitos de personas	939	873	508
Vista	74	45	-67
Ahorro	433	285	14
Plazo	432	543	561
De los cuales: C.T.S.	-66	340	173
Depósitos de empresas	602	-450	-515
AFP - Fondos Mutuos	257	-274	9
Resto	345	-177	-524

Cabe precisar, que el efecto de la dolarización de los depósitos de las empresas e inversionistas institucionales en las tasas de interés pasivas se ha moderado debido a las medidas de inyección de liquidez adoptadas por el BCRP, que desde abril de 2013 ha recortado la tasa de encaje media desde 20 por ciento a 11,5 por ciento, con lo que ha liberado S/. 9 000 millones de soles. Más recientemente, el BCRP ha iniciado subastas regulares, dos veces al mes, de operaciones de compra de dólares con compromiso de recompra hasta el plazo de 2 años, con el objetivo de contribuir a un mejor calce de plazos entre los activos y pasivos de la banca.

Recuadro 6 **DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO, MEDIDAS DE ENCAJE Y VOLATILIDAD CAMBIARIA**

Desde el año 2002 la economía peruana ha experimentado un continuo proceso de desdolarización del crédito, el cual se frenó en el 2012. Ante ello, el Banco Central decidió tomar medidas para revertirlo, a través de encajes adicionales vinculados con la expansión del crédito. En marzo de 2013 se implementó una medida que vincula los requerimientos de encaje con la evolución del crédito hipotecario y vehicular en dólares con la finalidad de moderar la expansión del crédito en estas categorías e incentivar su sustitución por créditos en soles. Para reforzar esta medida, en octubre de 2013 el BCRP implementó una medida adicional que vincula los encajes con la evolución de los créditos totales en dólares.

Estas medidas están orientadas a reducir la dolarización del crédito; y con ello el riesgo latente de un deterioro de la situación financiera de las empresas y las familias ante un exceso de volatilidad del tipo de cambio. Así, la dolarización del crédito ha retomado la senda decreciente tras la intervención del Banco. Así, se observa que todos los componentes del crédito han reducido su coeficiente de dolarización durante el 2013 y esta tendencia se ha mantenido en lo que va de 2014. Para los créditos totales dicho indicador pasó de 45,3 por ciento en diciembre de 2012 a 39,6 por ciento en mayo de 2014.

	CRÉDITOS AL SECTOR PRIVADO POR SEGMENTOS Y MONEDAS							
	Flujos Anuales				Tasa de crecimiento % 12 meses			
	Dic.12	Dic.13	Abr.14	May.14	Dic.12	Dic.13	Abr.14	May.14
CORPORATIVOS, GRAN y MEDIANA EMPRESA								
Total	8 789	14 194	17 626	18 905	12,1	17,4	21,2	22,7
MN	1 445	11 063	13 405	13 658	6,7	48,2	54,0	54,5
ME	2 623	1 118	1 507	1 874	14,3	5,3	7,3	9,0
Dolarización	71,9	64,5	62,0	62,1				
PEQUEÑA y MICROEMPRESA								
Total	4 564	738	395	420	16,7	2,3	1,2	1,3
MN	4 213	1 781	1 278	1 178	18,6	6,6	4,7	4,3
ME	125	-373	-315	-270	7,5	-20,8	-18,8	-16,5
Dolarización	15,8	12,2	11,8	11,9				
TOTAL CRÉDITO EMPRESAS								
Total	13 353	14 932	18 020	19 325	13,3	13,2	15,7	16,8
MN	5 657	12 844	14 683	14 836	12,8	25,8	28,2	28,3
ME	2 748	746	1 192	1 603	13,7	3,3	5,3	7,1
Dolarización	56,1	51,2	49,6	50,1				
CONSUMO								
Total	4 889	4 188	4 685	4 728	15,3	11,4	12,5	12,4
MN	4 254	4 032	4 627	4 680	14,8	12,3	13,8	13,8
ME	227	56	21	17	19,6	4,0	1,5	1,2
Dolarización	10,5	9,8	9,6	9,6				
HIPOTECARIO								
Total	5 278	4 188	4 055	3 901	25,7	16,2	14,9	14,1
MN	3 402	4 800	5 063	4 965	33,2	35,1	33,8	32,2
ME	670	-218	-360	-380	18,2	-5,0	-8,2	-8,7
Dolarización	47,1	38,5	36,5	35,4				
TOTAL CRÉDITO A PERSONAS								
Total	10 167	8 376	8 740	8 629	19,4	13,4	13,5	13,1
MN	7 655	8 832	9 690	9 646	19,7	19,0	20,0	19,5
ME	897	-163	-339	-363	18,6	-2,8	-5,9	-6,2
Dolarización	25,6	22,0	21,1	20,5				
CRÉDITO TOTAL								
Total	23 520	23 308	26 760	27 954	15,4	13,2	14,9	15,4
MN	13 313	21 675	24 372	24 482	16,0	22,5	24,3	24,0
ME	3 646	583	853	1 240	14,7	2,0	3,0	4,4
Dolarización	45,3	40,8	39,5	39,6				





Con la finalidad de determinar el impacto de las **medidas de política tomadas por el BCRP desde marzo de 2013** se usó la metodología de vectores autorregresivos (VAR) donde se estimó el impacto de las medidas mediante una variable *dummy* (activada a partir de marzo de 2013) sobre el flujo de crédito hipotecario y vehicular tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, controlando por la volatilidad del tipo de cambio. En las especificaciones para ambos tipos de créditos, se procedió a estimar el coeficiente asociado a la medida y a evaluar su significancia estadística en los modelos.

Los resultados muestran que para ambos tipos de crédito, las medidas de política tuvieron un impacto positivo en las colocaciones en nuevos soles y negativo en las colocaciones en moneda extranjera. Como se observa en la tabla, el análisis empírico revela que la variable *dummy* asociada a la política explica 7,7 puntos porcentuales en la reducción de la dolarización del crédito hipotecario y 2,2 puntos en el caso del crédito vehicular.

DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO: MAYO 2013		
	Hipotecario	Vehicular
Ejecutado	35,4	72,0
Contrafactual 1/	43,1	74,2

1/ Simulación de los resultados en caso no se hubieran efectuado las medidas de encaje anunciadas por el BCRP a finales de febrero de 2013.

Asimismo, se realizó una estimación adicional, considerando la variación anual del coeficiente de dolarización del crédito privado total y a la varianza anual de la tasa de depreciación del tipo de cambio. A su vez, se incorporó al modelo el impacto de las medidas de política de encaje que apuntan a propiciar la desdolarización del crédito tomadas por el Banco Central en marzo de 2013, a través de una variable *dummy* que captura el período de dicha intervención. A partir de este modelo se encontró el aumento de la volatilidad cambiaria observado desde 2013 explicaría una menor dolarización del crédito total de 2 puntos porcentuales, mientras que las medidas de política implementadas por el BCRP habrían generado un menor coeficiente de dolarización en 3 puntos porcentuales.

En conclusión, las modificaciones en los regímenes de encaje adoptadas por el Banco Central han permitido mitigar los riesgos financieros favoreciendo un proceso de desdolarización del crédito más rápido, ya que desincentivan la intermediación en moneda extranjera en favor de la moneda nacional lo que reduce las vulnerabilidades financieras derivadas de la dolarización financiera.

VI. Inflación

Ejecución a junio

79. El Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana (IPC) registró en el mes de junio una variación de 3,45 por ciento respecto al índice de junio de 2013 y de 2,23 por ciento respecto al de diciembre de 2013.
80. La inflación, tanto la acumulada en los 12 últimos meses como en el primer semestre del año, reflejó principalmente alzas en los precios de alimentos, combustibles y tarifas eléctricas. El incremento en el componente de alimentos y energía tuvo una contribución de 1,94 por ciento en la inflación 12 meses y de 1,44 por ciento en el semestre. La inflación sin alimentos y energía, es decir descontando el impacto de estos rubros de alta volatilidad de precios, ascendió a 2,77 por ciento en el año y a 1,45 por ciento en el primer semestre de 2014.



Cuadro 53
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
							Junio	Ene.-Jun.	12 meses
IPC	100,0	0,25	2,08	4,74	2,65	2,86	0,16	2,23	3,45
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,71	1,38	2,42	1,91	2,97	0,11	1,45	2,77
a. Bienes	21,7	2,31	1,07	2,37	1,60	2,62	0,16	1,49	2,81
b. Servicios	34,8	1,24	1,58	2,45	2,10	3,18	0,07	1,42	2,75
2. Alimentos y energía	43,6	-0,86	2,98	7,70	3,55	2,73	0,22	3,18	4,26
a. Alimentos y bebidas	37,8	0,57	2,41	7,97	4,06	2,24	0,28	3,00	3,55
b. Combustibles y electricidad	5,7	-10,40	6,80	6,01	0,22	6,09	-0,19	4,34	9,08
Combustibles	2,8	-12,66	12,21	7,54	-1,48	5,95	-0,60	2,02	6,71
Electricidad	2,9	-4,56	1,36	4,30	2,19	6,23	0,24	6,90	11,70





Cuadro 54
INFLACIÓN
(Contribuciones ponderadas)

	Peso	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
							Junio	Ene.-Jun. 12 meses	
IPC	100,0	0,25	2,08	4,74	2,65	2,86	0,16	2,23	3,45
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	0,74	0,78	1,36	1,05	1,62	0,06	0,79	1,51
a. Bienes	21,7	0,43	0,23	0,51	0,34	0,54	0,03	0,31	0,58
b. Servicios	34,8	0,30	0,55	0,85	0,71	1,08	0,02	0,48	0,93
2. Alimentos y energía	43,6	-0,49	1,30	3,38	1,60	1,24	0,10	1,44	1,94
a. Alimentos y bebidas	37,8	0,28	0,91	3,03	1,59	0,89	0,11	1,18	1,41
b. Combustibles y electricidad	5,7	-0,77	0,38	0,35	0,01	0,35	-0,01	0,26	0,53
Combustibles	2,8	-0,68	0,34	0,23	-0,05	0,18	-0,02	0,06	0,20
Electricidad	2,9	-0,09	0,04	0,12	0,06	0,17	0,01	0,20	0,32

81. En el período enero-junio los rubros que en mayor medida contribuyeron a la inflación fueron matrículas y pensión de enseñanza, comidas fuera del hogar, cebolla y electricidad.

El rubro **matrículas y pensión de enseñanza** aumentó 4,2 por ciento por el aumento del mes de marzo al inicio del año lectivo. Se registraron alzas en las matrículas tanto de colegios particulares (6,3 por ciento) como estatales (1,5 por ciento), así como en las pensiones de colegios particulares (6,6 por ciento) y universidades privadas (3,7 por ciento). En los últimos doce meses este rubro alcanzó una variación de 4,3 por ciento.

El rubro **comidas fuera del hogar** presentó una variación acumulada de 2,6 por ciento mayor que el del índice general de precios (2,2 por ciento). En los últimos doce meses, los precios de comidas fuera del hogar han aumentado 5,2 por ciento por encima del incremento en los precios de alimentos dentro del hogar (2,8 por ciento).

También destacó el alza del precio de la **cebolla** (102,4 por ciento) que explica el 0,25 puntos porcentuales de la inflación acumulada. En los últimos doce meses su precio aumentó 62,1 por ciento. Los mayores incrementos se registraron en los meses de marzo y abril debido a alteraciones climáticas en Arequipa, principal zona abastecedora. El déficit de humedad y las condiciones diurnas más cálidas afectaron las siembras (-11 por ciento en la campaña agosto-enero con respecto a la campaña anterior). Esta situación se atenuó a partir de mayo, registrándose en junio una variación negativa, en lo que influyó el inicio de las cosechas en Camaná.

El precio de los **huevos** aumentó 18,4 por ciento en el período enero-junio, y 8,1 por ciento en los últimos doce meses. Los mayores incrementos se observaron en marzo y abril, por la mayor demanda para la preparación de loncheras al inicio del año escolar y por su menor precio relativo en comparación al resto de alimentos de alto contenido proteico.

El rubro “**otras hortalizas**” que agrupa productos como lechuga y brócoli, aumentó 21,3 por ciento en el período enero-junio y 16,6 por ciento en los últimos doce meses. Las condiciones térmicas más cálidas en los valles de Lima afectaron el

abastecimiento de estos productos, que requieren de climas templados para su desarrollo.

El alza del precio de la **carne de pollo** (3,0 por ciento) estuvo relacionada al abastecimiento irregular de un producto sustituto como el pescado, afectado por condiciones climáticas variables, y al encarecimiento del maíz, principal componente del costo de producción. La cotización internacional de este insumo pasó de US\$ 161,4 por TM en diciembre de 2013 a US\$ 170 por TM en junio de 2014. No obstante, en los últimos doce meses el precio de la carne de pollo registró una disminución de 2,7 por ciento, resultado en el que influyó el aumento de la oferta por las mayores colocaciones de pollos bebé (3,5 por ciento), y la mejora de la oferta de pescado en determinados meses.

Las **tarifas eléctricas** aumentaron 6,9 por ciento en el periodo enero – junio y 11,9 por ciento en los últimos doce meses, observándose las mayores alzas en los meses de febrero y abril. Los reajustes respondieron a la incorporación de nuevas líneas de transmisión, así como a la actualización de los costos de generación en los contratos licitados.

Entre los rubros con mayor contribución negativa a la inflación destacaron los cítricos y el transporte nacional.

La caída de los precios de los **cítricos** reflejó el menor precio de la mandarina por la mayor oferta estacional de la variedad satsuma procedente de los valles de Lima.

Las **tarifas de transporte interprovincial** cayeron en promedio 11,9 por ciento, resultado similar al período enero-junio de 2013 (-11,7 por ciento). En los últimos doce meses alcanzaron un aumento de 4 por ciento. A lo largo del período presentaron una serie de fluctuaciones. Se registraron alzas por aumento de demanda, principalmente en abril durante la Semana Santa, y caídas en el precio por la normalización posterior de las tarifas.

Cuadro 55
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
ENERO - JUNIO 2014

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,2	0,40	Cítricos	0,5	-17,2	-0,12
Comidas fuera del hogar	11,7	2,6	0,34	Transporte nacional	0,3	-11,9	-0,05
Cebolla	0,4	102,4	0,25	Palta	0,1	-25,1	-0,04
Electricidad	2,9	6,9	0,20	Pasaje de avión	0,4	-3,8	-0,01
Huevos	0,6	18,4	0,10	Tomate	0,2	-6,4	-0,01
Otras hortalizas	0,4	21,3	0,10	Uva	0,1	-10,3	-0,01
Carne de pollo	3,0	3,0	0,09	Refrescos fluidos	0,2	-4,6	-0,01
Compra de vehículos	1,6	4,2	0,06	Camote	0,1	-9,7	-0,01
Otras frutas frescas	0,4	15,1	0,06	Olluco y similares	0,1	-9,5	-0,01
Artículos del cuidado personal	4,9	1,2	0,06	Servicio de internet y otros	0,8	-1,0	-0,01
Total			1,66	Total			-0,28





Cuadro 56
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
JULIO 2013 - JUNIO 2014

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	5,2	0,66	Carne de pollo	3,0	-2,7	-0,08
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,5	0,42	Zanahoria	0,1	-34,2	-0,08
Electricidad	2,9	11,7	0,32	Teléfonos	2,9	-1,7	-0,04
Pasaje urbano	8,5	3,1	0,26	Pescado fresco y congelado	0,7	-2,6	-0,02
Cebolla	0,4	62,1	0,19	Legumbres frescas	0,2	-7,5	-0,02
Gasolina y lubricantes	1,3	9,0	0,14	Choclo	0,1	-11,4	-0,02
Productos medicinales	2,1	5,1	0,10	Especias y sazónadores	0,5	-2,7	-0,02
Compra de vehículos	1,6	5,5	0,08	Fréjol	0,1	-6,8	-0,01
Otras hortalizas	0,4	16,6	0,08	Ajos	0,1	-9,4	-0,01
Artículos del cuidado personal	4,9	1,7	0,08	Servicio de internet y otros	0,8	-1,0	-0,01
Total			2,33	Total			-0,31

Proyección de precios internacionales

82. Se prevé que el precio del petróleo se reduzca durante el período de proyección alcanzando una cotización promedio de US\$/bl. 101 en 2014, de US\$/bl. 93 en 2015 y de US\$/lb. 88 en 2016, en un contexto de crecimiento de la oferta de crudo, especialmente en EUA. La cotización parte de niveles por encima de los estimados en el Reporte previo debido a factores geopolíticos que incrementaron el precio del crudo.

Por otro lado, se ha revisado a la baja maíz y trigo. Esto porque se estima un incremento de sus inventarios finales globales debido al clima favorable en EUA que mejoran perspectivas de rendimientos.

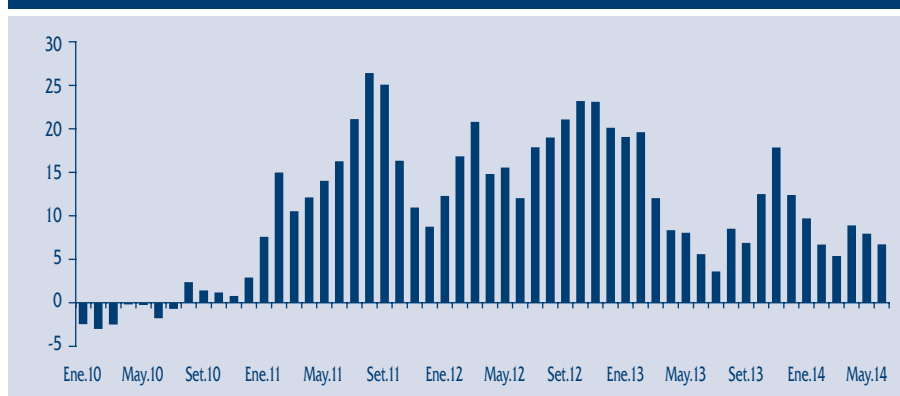
a. Energía

El precio del **petróleo** WTI se incrementó 7,6 por ciento en el primer semestre de 2014, promediando una cotización mensual de US\$/bl. 105,2 en junio. Con ello, acentuó el alza registrada en el primer trimestre.

El comportamiento ascendente del precio del petróleo se asoció a los crecientes recortes no planeados en la producción y a los mayores riesgos geopolíticos relacionados a los temores que generó la crisis entre Rusia y Ucrania, a la restricción en las exportaciones de Libia y a la crisis interna en Iraq. A ello se suma el crecimiento estacional de la demanda en el tercer trimestre. Lo ajustado del mercado se reflejó en la caída en los inventarios de petróleo de la OECD.

Cabe señalar que la cotización Brent fue más afectada por estos eventos geopolíticos lo que ha llevado a que el diferencial entre ambas cotizaciones se amplie de US\$/br. 5,4 en marzo de 2014 a US\$/br. 7,95 en mayo de 2014, para luego reducirse a US\$/br. 6,72 en junio de 2014.

Gráfico 81
DIFERENCIAL ENTRE LOS PRECIOS DEL BRENT Y EL WTI
 (US\$ por barril)



Cuadro 57
OFERTA Y DEMANDA INTERNACIONAL DE PETRÓLEO Y LÍQUIDOS COMBUSTIBLES
 (Millones de barriles por día)

	2011	2012	2013	2014	2015
Oferta	87,53	89,15	90,25	91,78	93,18
OPEP	35,25	36,59	36,14	36,13	36,30
No OPEP	52,28	52,56	54,11	55,66	56,88
Consumo	88,88	89,07	90,48	91,79	93,12
OECD	46,79	46,13	46,02	46,00	45,99
No OECD	42,10	42,94	44,46	45,79	47,12
Balance de Mercado	-1,35	0,08	-0,23	-0,01	0,06
Inventarios fdp (millones de barriles por día)					
Inventarios Estados Unidos	1 026	1 055	1 064	1 085	1 095
Inventarios OECD	2 606	2 664	2 548	2 563	2 577

Fuente: Energy Information Agency (EIA).

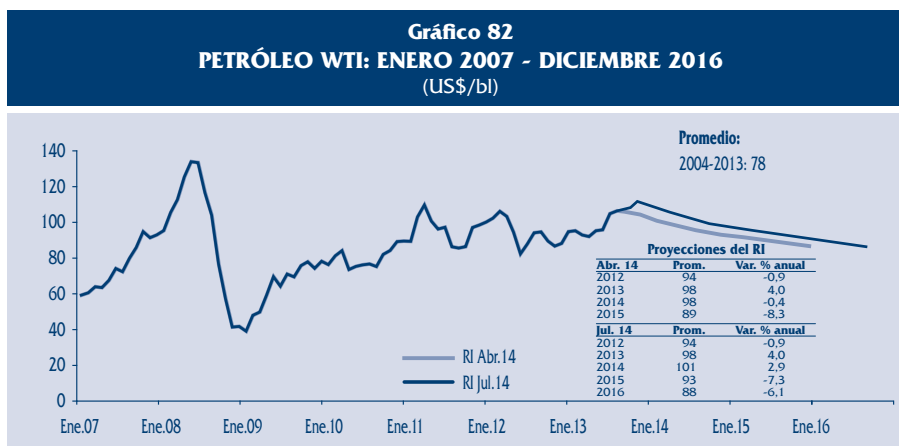
En este contexto, se prevé que el precio del petróleo WTI se reduzca durante el periodo de proyección (aunque se corrige al alza los niveles respecto a los estimados en el Reporte de Inflación de abril). La tendencia a la baja se explica por el crecimiento esperado de la producción de crudo de los países no miembros de la OPEP que superará el crecimiento del consumo en los próximos dos años⁶. La mayor parte de este crecimiento provendría del incremento en la producción de petróleo de Estados Unidos. Con ello, se estima que la necesidad de crudo de la OPEP disminuirá en 2015.

6 Según el reporte Short Term Energy Outlook de junio de 2014 publicado por U.S. Energy Information Administration.





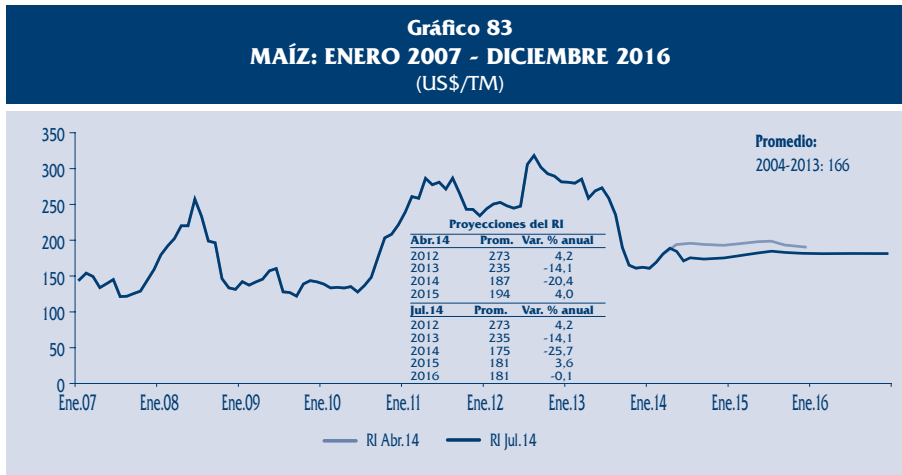
Se mantienen elevados los factores de riesgo, tanto al alza, como a la baja. La probabilidad de incrementos de los precios se mantiene elevada debido a las recurrentes tensiones políticas presentes en el Medio Oriente, en especial en Iraq (el conflicto interno afectaría las inversiones en el sector perjudicando las proyecciones de crecimiento de la producción). Por el contrario, la probabilidad de caída de los precios se asocia a un crecimiento de la producción de Estados Unidos mayor a la esperada y a la imposibilidad de poder refinar la creciente producción doméstica con el consiguiente incremento en los inventarios en el Golfo de México. En este contexto, se revisa al alza la proyección del precio del petróleo respecto al Reporte de Inflación previo.



b. Maíz

En junio, la cotización internacional promedio del **maíz** fue de US\$/TM 170, menor en 5,9 por ciento al cierre promedio de marzo de 2014. Esta variación refleja, principalmente, la caída de los precios en el mes de junio (7,5 por ciento respecto a mayo). La tendencia a la baja de los precios estuvo impulsada por lluvias en el Cinturón del Maíz en EUA que mejoraron las perspectivas de rendimiento de la cosecha.

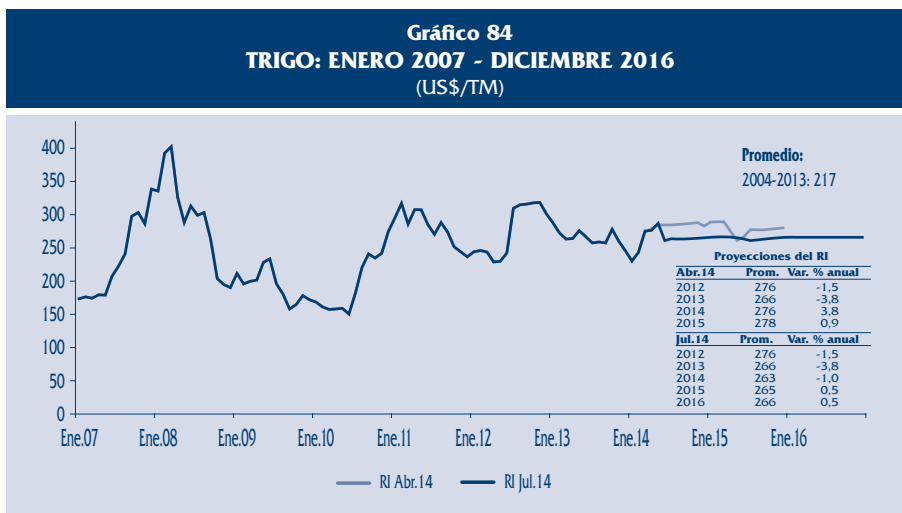
Entre marzo y junio, el Departamento de Agricultura de EUA (USDA) revisó al alza los inventarios finales globales de la campaña 2013/2014 de maíz pasando de 158,5 millones de TM en marzo a 169,1 millones de TM en junio debido a la mayor producción mundial asociado a las mejores condiciones climáticas. Para la campaña 2014/2015, el USDA estima inventarios finales récord de alrededor de 182 millones de TM. Considerando lo anterior, se estima que el precio del maíz se cotice a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo.



c. Trigo

Al mes de junio, el precio internacional del **trigo** presentó un retroceso de 5,1 por ciento respecto a marzo, cerrando en un nivel promedio de US\$/TM 262. Este menor precio refleja, principalmente, la caída de la cotización en junio (-8,9 por ciento respecto a mayo) luego del incremento de abril y mayo.

La cotización de trigo cayó en junio debido a la revisión al alza de la producción e inventarios finales para la campaña 2014/2015 por parte de USDA. Además, las lluvias en la zona productora en EUA generan expectativas de mejora de rendimientos. Debido a estos factores, se estima que el precio del trigo se cotice a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo.



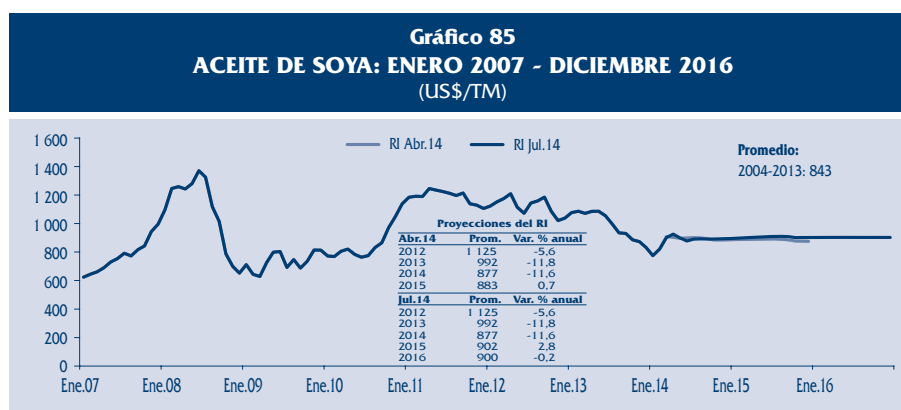


d. Aceite de Soya

La cotización promedio de junio del **aceite de soya** fue US\$/TM 878, nivel inferior en 2,4 por ciento al promedio del mes de marzo. La cotización promedio retrocedió los meses de mayo y junio asociado al clima favorable en EUA lo que llevó al USDA a elevar su estimación de inventarios finales de soya para la nueva campaña 2014/2015.

Sin embargo, desde inicios de junio la cotización del aceite de soya ha registrado una tendencia al alza debido al incremento del precio del petróleo tras las tensiones geopolíticas en Iraq y menores inventarios físicos en los mercados estadounidenses.

Considerando lo anterior, en el horizonte de proyección se espera que los precios se estabilicen en línea con los mayores precios proyectados del petróleo.



Proyección de inflación

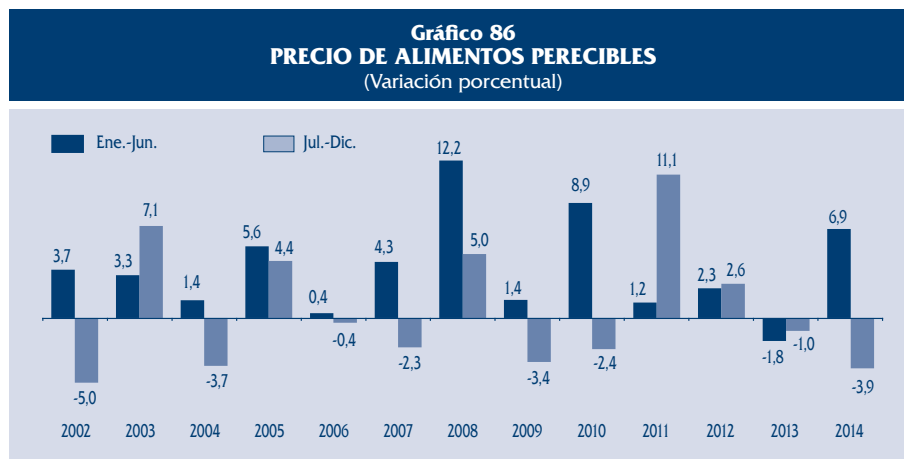
83. Para fines de 2014 se espera que la inflación anual ascienda a 2,8 por ciento, con lo que se ubicaría dentro del rango meta. Los principales aumentos se estarían dando en energía (6,3 por ciento), que incluye combustibles y tarifas de electricidad, en tanto que el precio de los alimentos crecería 3,0 por ciento. Con ello la inflación sin alimentos y energía se ubicaría en 2,3 por ciento.

Cuadro 58
INFLACIÓN
(Variación porcentual anual)

	Peso	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
							Junio	RI Abr.14	RI Jul.14
IPC	100,0	0,2	2,1	4,7	2,6	2,9	3,4	2,9	2,8
Alimentos y energía	43,6	-0,9	3,0	7,7	3,6	2,7	4,3	3,3	3,4
a. Alimentos	37,8	0,6	2,4	8,0	4,1	2,2	3,6	2,8	3,0
b. Energía	5,7	-10,4	6,8	6,0	0,2	6,1	9,1	6,9	6,3
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,7	1,4	2,4	1,9	3,0	2,8	2,5	2,3

Entre los alimentos se contemplan alzas en los precios de arroz y papa. En el caso del arroz se considera que la producción no alcanzará los niveles del año anterior debido al retraso de la campaña grande en la costa norte. El precio de la papa aumentaría a fines de año debido a la postergación de las siembras en la costa, por efecto de las mayores temperaturas en el segundo trimestre del año.

En el caso de los alimentos agrícolas perecibles se espera una caída en sus precios entre julio y diciembre, por reversión de choques internos y estacionalidad. Asimismo se contempla la atenuación de las alteraciones climáticas derivadas de un evento El Niño moderado, ello según lo anunciado por el Comité Multisectorial Encargado del Estudio del Fenómeno de El Niño (Enfen).



84. La tasa de inflación en el segundo trimestre de 2014 se ubicó transitoriamente por encima del rango meta, influenciada por la evolución de factores de oferta, que incidieron en el alza de los precios principalmente de algunos alimentos. Se mantiene la previsión que la inflación continuaría reduciéndose en los próximos meses hasta alcanzar el 2 por ciento en el horizonte de proyección 2014-2016. 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.
85. Tal como se había previsto en el Reporte de Inflación anterior, la **inflación de alimentos y energía**, que en el segundo trimestre fue de 0,4 por ciento en promedio mensual, disminuiría hasta alcanzar niveles alrededor de -0,1 por ciento en promedio mensual durante el último trimestre del año, en línea con la estacionalidad de los precios de alimentos, con lo que el aumento de precios de este rubro en el año se ubicaría en el límite superior del rango meta.

La **inflación sin alimentos y energía** se encuentra en niveles cercanos a 2,8 por ciento en los últimos 12 meses, sin embargo, ya en el segundo trimestre se observó



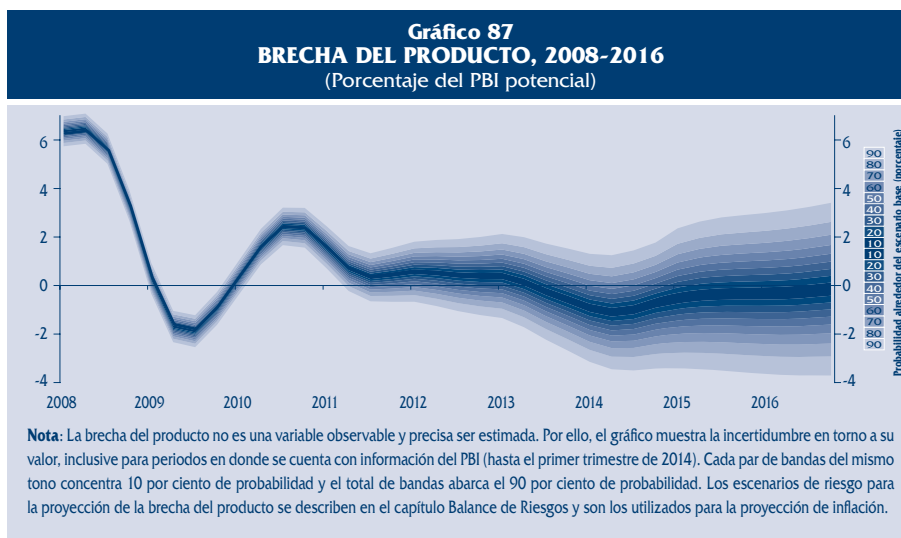


una tasa promedio mensual de 0,15 por ciento lo que equivale a 1,8 por ciento en términos anuales. Por ello se espera que se ubique entre 2,0 y 2,5 por ciento a fines de este año, y en 2,0 por ciento para el 2015. Esta convergencia al rango meta estará influenciada por una brecha producto negativa, debido al deterioro de los términos de intercambio, y el crecimiento de los socios comerciales por debajo de su nivel potencial, expectativas de inflación que se reducirían en los próximos meses y una evolución moderada de la inflación importada.

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

En el frente externo se prevé un menor impulso que el considerado en el Reporte de Inflación de abril debido a la revisión a la baja en el crecimiento de nuestros socios comerciales y una reducción más pronunciada a la esperada en los términos de intercambio. Además, este escenario de proyección incorpora para el segundo semestre de 2014 un impulso fiscal positivo y una recuperación de las condiciones de confianza de consumidores y empresarios.

Finalmente, el escenario base de proyección contempla condiciones monetarias que se mantienen flexibles. Una posición adecuada de política monetaria contribuye a mantener las expectativas inflacionarias ancladas, en particular en un contexto de choques persistentes e importantes en los productos sensibles de la canasta del IPC.



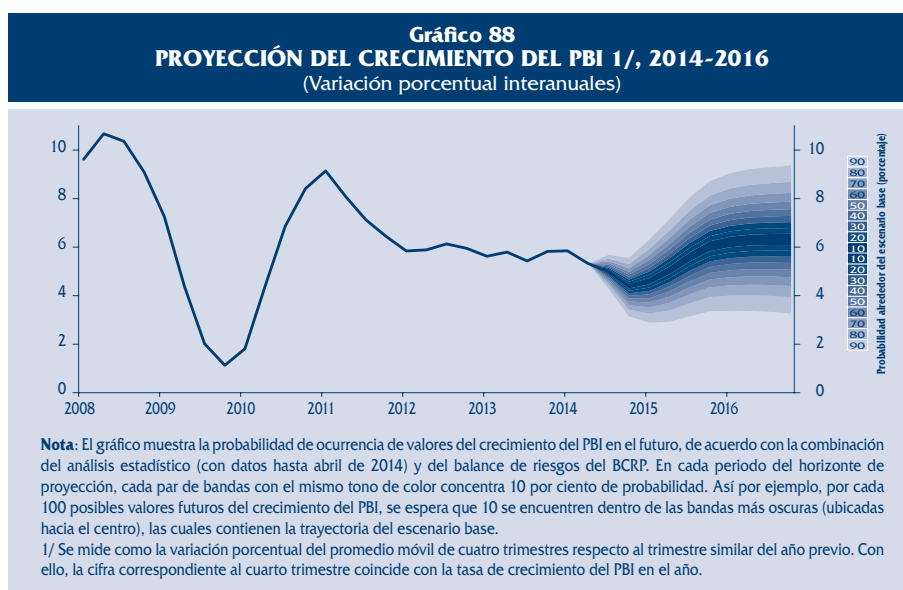
87. Para el año 2014 el escenario base de proyección contempla un crecimiento de la economía peruana de 4,4 por ciento. Esta proyección se explica por la moderación del crecimiento de la inversión privada y de las exportaciones, lo que generó una

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. 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. Para 2015, la proyección de crecimiento del PBI se ubicaría en 6,0 por ciento.

88. 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.





Recuadro 7
DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LA INFLACIÓN

En el primer semestre de 2014, la inflación total de los últimos doce meses se ha encontrado por encima del límite superior del rango meta de inflación. En las últimas notas informativas, se ha comunicado oportunamente que el alza temporal de los precios, por encima del 3 por ciento, se ha debido en parte a los choques de oferta, que se espera se vayan moderando en el futuro.

A partir del modelo propuesto por McCarthy (2007)⁷ estudiamos, entre enero de 2002 y junio de 2014, la sensibilidad de los precios al consumidor a lo largo de la cadena distributiva de la economía, que nos permite luego descomponer la inflación total observada en cada uno de sus componentes (por ejemplo, expectativas de inflación, choques de oferta, depreciación nominal de la moneda doméstica, inflación de bienes importados y choques de demanda).

En el siguiente cuadro presentamos la descomposición histórica de los desvíos de la inflación, con respecto a la meta de inflación de 2 por ciento, para los años 2011 al 2014. Al mes de junio de 2014, observamos que el desvío de la inflación total de los últimos doce meses es 1,5 por ciento, que se explica principalmente por los choques de oferta, la inflación importada, las expectativas de inflación y la depreciación nominal. Asimismo, en línea con los comunicados del BCRP, el bajo dinamismo de la actividad económica se refleja en una contribución negativa a la inflación en el primer semestre del año.

**DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LOS DESVÍOS DE LA INFLACIÓN ÚLTIMOS 12 MESES
RESPECTO DE LA META DE INFLACIÓN**
(Fin de período)

Año	Desvío de la inflación ^{1/}	Expectativas de inflación	Choques de oferta	Depreciación nominal	Inflación Importada	Choques de demanda
2011	2,7	1,0	0,5	-0,3	1,0	0,5
2012	0,6	0,4	1,1	-0,1	-0,8	0,1
2013	0,9	0,6	0,5	0,9	-0,6	-0,5
2014 2/	1,5	0,5	0,6	0,3	0,5	-0,5

1/ Respecto a 2 por ciento.

2/ A junio de 2014.

7 McCarthy, J. (2007). "Pass-through of exchange rates and import prices to domestic inflation in some industrialized economies". *Eastern Economic Journal*, 33(4), 511-537.

VII. Balance de riesgos

89. Los principales riesgos que podrían desviar la tasa de inflación del escenario base de proyección son similares a los contemplados en el Reporte de Inflación de abril, y están asociados a un menor crecimiento mundial, una posible desaceleración de la demanda interna mayor a la considerada en el escenario base, y la ocurrencia de choques de oferta. Adicionalmente, el presente Reporte considera como nuevo riesgo una mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales.

a. Volatilidad de los mercados financieros internacionales.

El escenario base de proyección incluye un retiro progresivo del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Sin embargo, existe el riesgo de que se pueda generar una alta volatilidad en las tasas de interés internacionales como ocurrió a mediados de 2013. Bajo esta contingencia se generarían movimientos en los flujos de capitales y depreciaciones en las monedas de países emergentes, y al mismo tiempo se incrementaría el riesgo percibido para dichas economías.

b. Menor crecimiento mundial.

El escenario base considera una recuperación de la economía mundial en el período 2014-2016. Sin embargo, existe el riesgo de una postergación o recuperación más lenta de la economía y de un mayor deterioro de los términos de intercambio. Ello se traduciría en un menor impulso externo y generaría reducciones de la brecha del producto y una tasa de inflación menor a la contemplada en el escenario base.

c. Choques de demanda.

La actividad económica podría demorarse en su recuperación si es que se produce un aplazamiento de proyectos de inversión, lo que incidiría en una brecha producto más negativa y por tanto en una menor inflación en el horizonte de proyección.

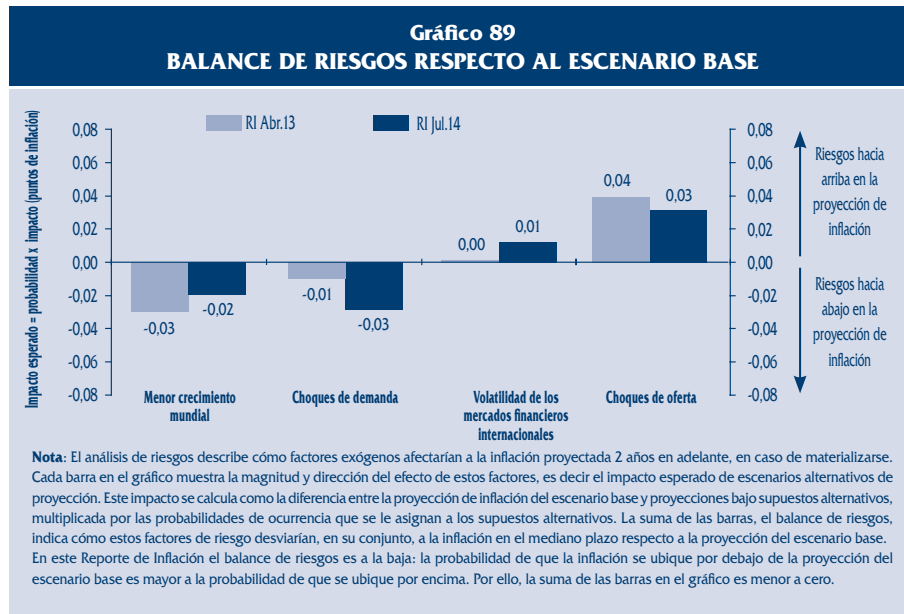
d. Choques de oferta.

Se mantiene como riesgo la posibilidad de un Fenómeno de El Niño más fuerte del contemplado en el escenario base, aunque este riesgo ha disminuido.

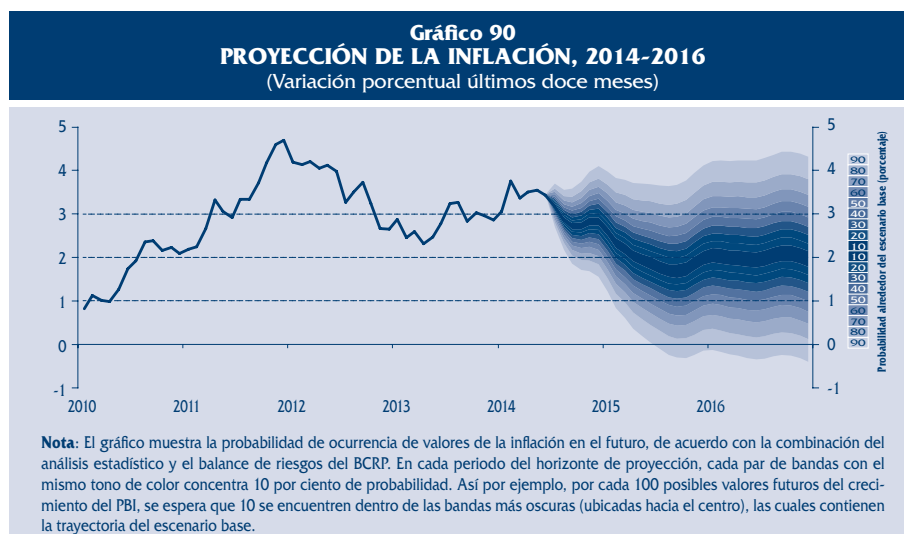




90. Los efectos sobre la inflación de factores de riesgo que la presionan a la baja se estiman mayores que los efectos de factores de riesgo que la presionan al alza. Así, **el balance de estos riesgos tiene un sesgo a la baja** para la proyección de la inflación en el horizonte de proyección.



91. La incidencia de los riesgos antes mencionados en la proyección de inflación para el horizonte 2014-2016 se presenta en el siguiente gráfico, que con la información disponible a junio de 2014, indica que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo de 3 por ciento es de 79 por ciento.



Conclusiones

92. 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. El balance de riesgos tiene un sesgo a la baja y es consistente con un crecimiento del PBI a tasas menores a su nivel potencial, influenciadas por una menor demanda externa que la esperada, un menor impulso fiscal y condiciones monetarias flexibles.

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 convergencia y permanencia de la inflación en el rango meta.



