



REPORTE DE INFLACIÓN

Setiembre 2015

Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2015-2017

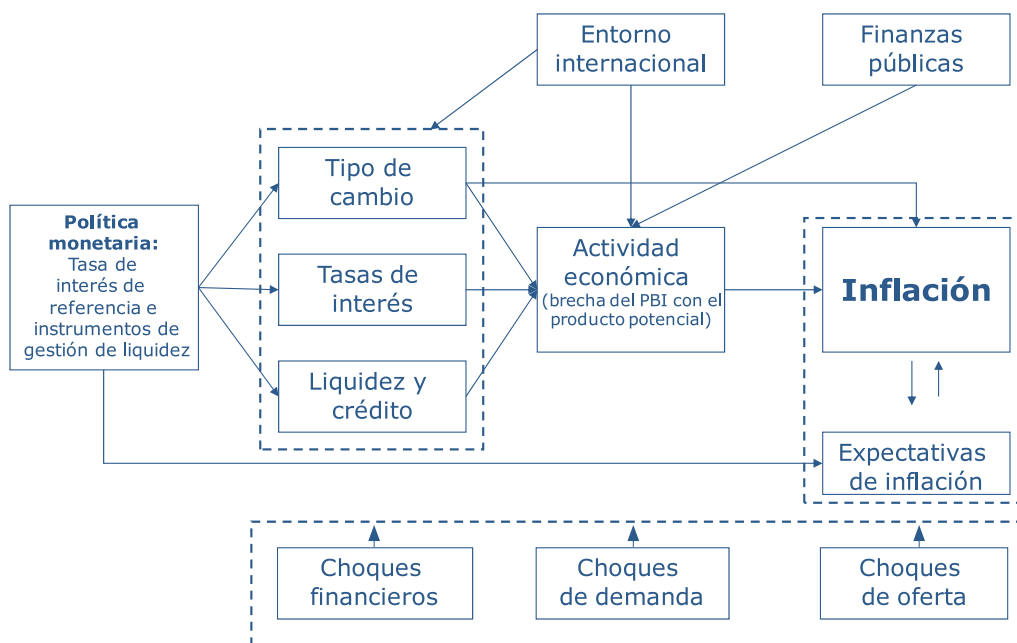


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2015-2017

Setiembre 2015



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 2015-2017

Setiembre 2015

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Actividad productiva	11
– Mercados financieros.....	20
II. Actividad económica	24
– PBI sectorial	24
– PBI gasto.....	31
III. Balanza de pagos	51
– Balanza en cuenta corriente.....	51
– Balanza comercial	53
– Términos de intercambio	58
– Financiamiento externo	67
IV. Finanzas públicas.....	70
– Resultado económico.....	70
– Impulso fiscal.....	72
– Requerimiento financiero y deuda del sector público no financiero	79
V. Política monetaria y mercados financieros.....	81
– Acciones de Política Monetaria.....	81
– Operaciones monetarias.....	82
– Encajes	85
– Liquidez y crédito.....	86
– Tasas de interés	92
– Tipo de cambio e intervención cambiaria	95
– Emisiones de bonos del sector privado	98
VI. Inflación.....	107
VII. Proyección de inflación y balance de riesgos	116
– Proyección	116
– Balance de riesgos en el horizonte 2015 - 2017	120

RECUADROS

1. Los eventos extremos “El Niño” en el Perú	47
2. Potencial agroexportador del Perú.....	69
3. Fuentes de expansión del crédito al sector privado y las operaciones de reporte del BCRP.....	101
4. La volatilidad del tipo de cambio real multilateral en el Perú	104
5. ¿Qué explica el desvío de la Inflación? Un análisis de descomposición histórica....	112
6. Situación de los precios de los gasoholes	114

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al segundo trimestre de 2015 de la Balanza de Pagos y el Producto Bruto Interno, y a agosto de 2015 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 y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el logro de este objetivo, el BCRP 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 BCRP 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 inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar la oferta de bienes y servicios, como es el caso de los originados en los precios de bienes importados o en factores climáticos. Cabe precisar además que la inflación en relación al rango meta se evalúa mes a mes y no solo en diciembre.
- Adicionalmente, el BCRP 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 en un periodo de entrada de capitales externos o altos precios de productos de exportación, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un todavía elevado porcentaje de dolarización financiera. El BCRP 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 BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.



Resumen

i. Desde el último Reporte, la economía mundial se ha caracterizado por una sostenida mejora de la economía estadounidense, lo que ha incrementado la probabilidad de un aumento de la tasa de interés de la Reserva Federal en los próximos meses. A su vez las menores perspectivas de crecimiento de la economía china ha generado una mayor caída de los precios de *commodities*. Por ello, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento mundial para 2015, de 3,2 a 3,0 por ciento, destacando la revisión a la baja de América Latina, de 0,8 a 0,2 por ciento por efecto de la caída del PBI de Brasil. Para 2016 y 2017 se estima un mayor dinamismo de la economía mundial con tasas de 3,6 y 3,7 por ciento, respectivamente.

ii. Para 2015 se proyecta para el Perú una recuperación del crecimiento del PBI con una tasa de 3,1 por ciento, la cual se basa en una reversión parcial de factores de oferta que afectaron el año pasado al sector primario (caída de 2,3 por ciento). La principal diferencia con la proyección del Reporte de mayo (3,9 por ciento) obedece al menor dinamismo de las actividades no primarias como consecuencia del menor gasto público, la caída de la inversión privada y la disminución de las exportaciones no tradicionales en la primera parte del año. Para el segundo semestre del año se espera que la economía vaya retomando gradualmente un mayor ritmo de crecimiento impulsado por las contribuciones de las exportaciones netas y del gasto público.

Para 2016 y 2017 se espera una recuperación del crecimiento del PBI, con tasas de crecimiento de 4,2 y 5,0 por ciento, respectivamente, en línea con una recuperación de la inversión privada y pública, ante una mejora gradual en las expectativas de los agentes económicos, los anuncios de los proyectos de inversión privada y una mejor ejecución del gasto de los gobiernos subnacionales.

iii. En 2015 se espera un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 3,2 por ciento del PBI, menor al observado en 2014 (4,0 por ciento). En relación con el Reporte de Inflación previo, se estima un menor déficit principalmente por menores pagos por renta de factores debido a las menores utilidades de las empresas, lo que contrarrestaría el impacto del deterioro de los términos de intercambio sobre el déficit comercial. Para 2016 y 2017 se prevé una reducción del déficit en cuenta corriente a 3,1 y 2,3 por ciento del PBI, respectivamente, asociada a una recuperación de las exportaciones mineras por el inicio de las operaciones de Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde.

iv. Para 2015 se proyecta un déficit del sector público de 2,2 por ciento del PBI (0,3 por ciento en 2014). El incremento del déficit se explica por la proyección de menores ingresos debido al menor dinamismo de la actividad económica, la reducción de las





tasas de impuesto a la renta y la menor cobertura de retenciones y detracciones. Ello se compensa parcialmente con la menor inversión pública, como resultado de la contracción del gasto de los gobiernos subnacionales en el primer semestre del año. Para 2016 y 2017 se proyecta un incremento del déficit a 2,7 y 2,6 por ciento, respectivamente, trayectoria similar a la de las proyecciones contenidas en el Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018 Revisado.

- v. El Directorio del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) acordó en setiembre incrementar la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 25 puntos básicos a 3,50 por ciento en un contexto en el que las expectativas de inflación del próximo año se han incrementado hasta alcanzar tasas similares al tope del rango meta de inflación. Este nivel de la tasa de interés de referencia corresponde a una tasa de interés real de 0,5 por ciento que refleja una posición de política monetaria expansiva, similar a la que se tenía hace dos meses. De esta manera, el Directorio ha reiterado la importancia de la evolución futura de las expectativas de inflación en la evolución de la tasa de referencia de política.

Asimismo, el BCRP continuó disminuyendo los requerimientos de encaje en moneda nacional a fin de proveer liquidez en soles a la banca para facilitar la expansión del crédito en esta moneda, en un contexto en que los depósitos en soles han crecido a un menor ritmo que el crédito. La última reducción fue de 7,0 por ciento a 6,5 por ciento y entró en vigencia en junio de 2015. Además, ha continuado con la colocación de repos de largo plazo y la subasta de fondos públicos para satisfacer los requerimientos de liquidez en soles.

Por otra parte, durante el segundo trimestre y lo que va del tercero, con el fin de limitar la excesiva presión del mercado de derivados sobre la moneda doméstica, el Banco Central ha ajustado los encajes adicionales en moneda nacional en función a las operaciones de venta de dólares a futuro con derivados cambiarios.

- vi. En agosto de 2015 la inflación acumulada en los últimos 12 meses fue 4,0 por ciento, tasa que refleja principalmente alzas en los precios de los alimentos y las tarifas eléctricas. La inflación sin alimentos y energía fue 3,48 por ciento, principalmente por el alza en educación y tarifas de agua potable, así como de algunos rubros asociados al tipo de cambio, como compra de vehículos y alquiler de vivienda.

Para el horizonte 2015-2017 se proyecta que la inflación se aproxime gradualmente a 2,0 por ciento, mostrando una convergencia más lenta que la proyectada en el Reporte de mayo. Esto refleja principalmente una depreciación nominal mayor a la esperada, mayores expectativas de inflación y choques de oferta asociados al impacto del Fenómeno del Niño.

- vii. Con relación a la proyección de inflación, entre los eventos que con mayor probabilidad podrían desviar la tasa de inflación respecto del escenario base destacan una mayor

volatilidad de los mercados financieros internacionales, una desaceleración de la demanda interna, un menor crecimiento mundial y la ocurrencia de choques de oferta.

a. Menor crecimiento mundial.

El escenario base considera una recuperación más lenta de la economía mundial en el período 2015-2017 respecto de lo previsto en el Reporte de mayo, principalmente por economías emergentes. Sin embargo, si dicha recuperación se postergara más y los términos de intercambio siguieran deteriorándose, el menor impulso externo resultante se traduciría en una menor brecha del producto y una menor tasa de inflación.

b. Desaceleración de la demanda interna.

La recuperación económica podría demorarse si se produjera un aplazamiento en la ejecución de proyectos de inversión tanto públicos como privados, lo que generaría una brecha del producto más negativa (junto con una reducción del crecimiento del PBI potencial) y, por tanto, una menor inflación en el horizonte de proyección.

c. Volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Este riesgo podría materializarse si el retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos generara volatilidad en los mercados financieros internacionales. En tal caso, se podrían generar presiones depreciatorias que afectarían al alza mediante el efecto traspaso a la inflación.

d. Choques de oferta.

El escenario base supone un Niño de moderado a fuerte. Un Fenómeno de El Niño más severo que el contemplado podría presionar los precios de algunos alimentos al alza.

- viii. El balance de los riesgos antes mencionados se mantiene neutral en la proyección de la inflación; sin embargo se prevé un mayor impacto negativo debido al menor crecimiento mundial, que sería compensado por mayores choques de oferta.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2014	2015 ^{1/}		2016 ^{1/}		2017 ^{1/}
		RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
Var. % real						
1. Producto bruto interno	2,4	3,9	3,1	5,3	4,2	5,0
2. Demanda interna	2,2	3,8	2,7	4,4	3,1	3,7
a. Consumo privado	4,1	3,7	3,5	4,1	3,5	3,8
b. Consumo público	10,1	8,3	6,5	4,0	5,3	4,0
c. Inversión privada fija	-1,7	1,0	-5,5	4,4	2,0	4,4
d. Inversión pública	-2,4	4,0	-2,0	7,2	8,5	5,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	-1,0	1,7	0,1	8,4	7,0	9,5
4. Importaciones de bienes y servicios	-1,5	1,5	-1,3	4,5	2,6	4,2
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,4	2,3	1,9	2,8	2,6	2,8
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	-1,0 ; 0,0	-2,5 ; -1,0	-1,5 ; 0,0	-1,0 ; 0,0	-1,5 ; 0,0	-1,0 ; 0,0
Var. %						
6. Inflación	3,2	2,0 - 3,0	3,5 - 4,0	1,5 - 2,5	2,5 - 3,0	2,0 - 2,5
7. Precio promedio del petróleo	-4,9	-40,9	-46,5	12,7	-3,6	8,5
8. Tipo de cambio nominal esperado ^{3/}	6,4	8,8	12,5	1,3	3,0	0,5
9. Tipo de cambio real multilateral	-0,6	4,0	3,2	0,4	4,2	1,4
10. Términos de intercambio ^{4/}	-5,4	-2,0	-4,4	-0,6	-4,5	0,2
a. Precios de exportación	-6,9	-9,0	-13,4	1,9	-4,5	2,3
b. Precios de importación	-1,5	-7,2	-9,4	2,5	-0,1	2,0
Var. % nominal						
11. Circulante	11,2	9,0	8,0	9,0	8,0	8,0
12. Crédito al sector privado ^{5/}	10,4	10,5	9,0	11,5	9,5	9,5
% PBI						
13. Inversión bruta fija	25,9	25,4	24,2	25,2	24,2	24,2
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,0	-3,9	-3,2	-3,3	-3,1	-2,3
15. Balanza comercial	-0,6	-0,8	-1,1	-0,2	-1,0	0,0
16. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{6/}	7,2	5,3	3,9	4,5	3,8	3,9
17. Ingresos corrientes del gobierno general	22,2	20,3	20,0	20,4	20,0	20,0
18. Gastos no financieros del gobierno general	21,5	21,4	21,3	21,0	21,5	21,2
19. Resultado económico del sector público no financiero	-0,3	-2,0	-2,2	-1,8	-2,7	-2,6
20. Saldo de deuda pública total	20,1	20,7	22,4	21,0	24,2	24,2

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

4/ Promedio.

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

6/ 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

- Desde el último Reporte de Inflación, la economía mundial ha estado afectada por la incertidumbre respecto tanto al inicio del ciclo de elevación de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) cuanto a las perspectivas de crecimiento de China, lo que generó una caída adicional en los precios de los *commodities*. Todo ello ha estado acompañado de un menor dinamismo en el comercio global: durante el segundo trimestre, el volumen de comercio mundial ha registrado una contracción de 0,5 por ciento, el peor desempeño desde 2009.



- Consistente con estos desarrollos, la proyección de crecimiento mundial se ha revisado a la baja de 3,2 a 3,0 por ciento para 2015 y de 3,7 a 3,6 por ciento para 2016. La mayor revisión a la baja corresponde a América Latina mientras que la proyección de crecimiento de los socios comerciales ha disminuido de 2,3 a 1,9 por ciento para 2015 y de 2,8 a 2,6 por ciento para 2016.





Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP %	Comercio Perú %	2013	2014	2015*		2016*		2017*
	2013	2013			RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
Economías desarrolladas	43,8	50,0	1,1	1,8	2,1	2,0	2,4	2,3	2,2
<i>De los cuales</i>									
1. Estados Unidos	16,3	19,1	1,5	2,4	2,4	2,4	2,9	2,9	2,7
2. Eurozona	12,5	11,7	-0,3	0,9	1,5	1,5	1,7	1,7	1,7
Alemania	3,5	3,0	0,4	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5
Francia	2,5	0,7	0,7	0,2	1,2	1,1	1,5	1,4	1,5
Italia	2,0	2,0	-1,7	-0,4	0,6	0,8	1,2	1,2	1,2
España	1,5	2,9	-1,2	1,4	2,7	3,1	2,2	2,4	2,0
3. Japón	4,6	4,2	1,6	-0,1	0,9	0,9	1,3	1,5	0,4
4. Reino Unido	2,4	1,1	1,7	3,0	2,5	2,4	2,4	2,4	2,2
5. Canadá	1,5	3,9	2,0	2,4	2,5	1,0	2,4	2,1	2,2
Economías en desarrollo	56,2	50,0	5,0	4,5	4,1	3,9	4,7	4,6	4,9
<i>De los cuales</i>									
1. Asia emergente y en desarrollo	28,6	21,7	7,0	6,8	6,6	6,4	6,6	6,4	6,5
China	15,7	18,2	7,8	7,3	6,8	6,7	6,6	6,5	6,3
India	6,6	1,5	6,9	7,3	7,2	7,1	7,4	7,4	7,6
2. Comunidad de Estados Independientes	4,8	0,6	2,2	1,0	-2,1	-1,8	0,7	1,1	2,0
Rusia	3,4	0,5	1,3	0,6	-4,2	-3,7	-0,4	0,2	1,0
3. América Latina y el Caribe	8,8	24,4	2,9	1,3	0,8	0,2	2,3	1,6	2,8
Brasil	3,1	4,7	2,7	0,1	-1,0	-1,8	1,2	0,5	2,3
Chile	0,4	3,5	4,3	1,8	2,8	2,4	3,5	3,0	3,6
Colombia	0,6	2,7	4,9	4,6	3,2	2,9	3,3	2,8	3,7
México	2,0	2,9	1,4	2,1	2,8	2,3	3,5	3,0	3,5
Economía Mundial	100,0	100,0	3,3	3,3	3,2	3,0	3,7	3,6	3,7
Nota:									
Socios Comerciales 1/	59,4		2,6	2,4	2,3	1,9	2,8	2,6	2,8
BRICs 2/	28,8		6,3	5,7	4,8	4,6	5,4	5,3	5,5

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

2/ Brasil, Rusia, India y China.

* Proyección.

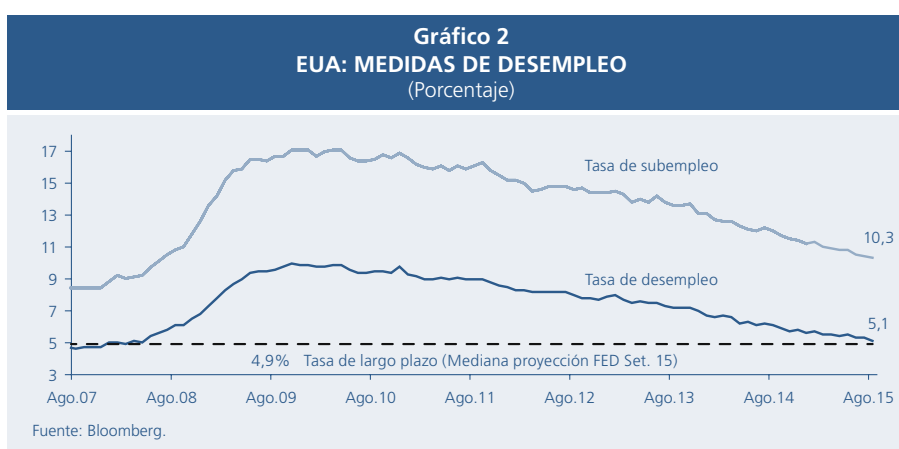
RI: Reporte de Inflación.

Fuente: Bloomberg, FMI y Consensus Forecast.

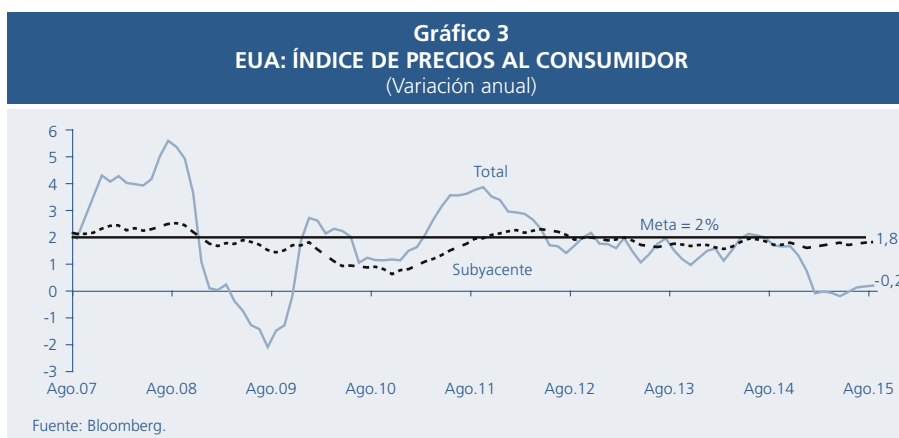
3. La mayor probabilidad de elevación de la tasa de interés de la Fed este año se explicó por la sostenida mejora de la economía **norteamericana**. En el segundo trimestre el crecimiento del producto fue de 3,7 por ciento, mostrando una recuperación a nivel de todos los componentes de la demanda agregada. En el caso del consumo, éste continúa apoyado en la mejora del mercado laboral: entre junio y agosto se crearon un promedio mensual de 221 mil empleos, por encima del promedio mensual de 182 mil registrado entre 2010 y 2014. De la misma forma, la tasa de desempleo se redujo de 5,5 por ciento en mayo a 5,1 por ciento en agosto, ligeramente por encima de la tasa de largo plazo estimada por la Fed, mientras que la tasa de subempleo cayó de 10,8 a 10,3 por ciento en el mismo periodo. La favorable evolución de la actividad es consistente con un crecimiento de 2,4 por ciento en 2015 y 2,9 por ciento en 2016.

Cuadro 2 EUA: PBI (Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)						
	2014				2015	
	I	II	III	IV	I	II
Consumo Privado	1,3	3,8	3,5	4,3	1,8	3,1
Inversión Fija	6,0	5,6	7,9	2,5	3,3	4,1
Variación inventarios *	-1,3	1,1	0,0	0,0	0,9	0,2
Exportaciones netas *	-1,4	-0,2	0,4	-0,9	-1,9	0,2
PBI	-0,9	4,6	4,3	2,1	0,6	3,7
Nota						
Tasa de desempleo **	6,7	6,1	5,9	5,6	5,5	5,3

* Contribución al crecimiento.
 ** Fin de periodo
 Fuente: BEA y BLS.

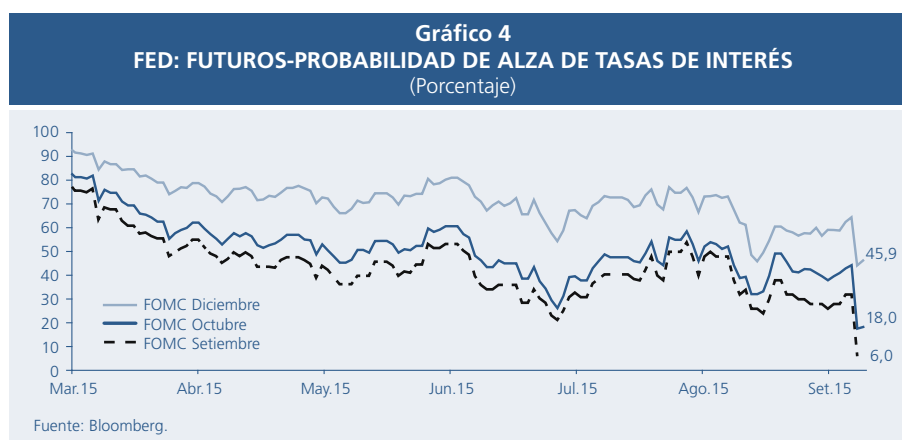


La tasa de inflación en agosto se ubicó en 0,2 por ciento debido a la corrección observada en el precio de la energía y a la apreciación del dólar; y la inflación subyacente—que excluye los precios de los alimentos y energía—se ubicó en 1,8 por ciento mostrando una relativa estabilidad a lo largo del año.





En línea con estos desarrollos, la probabilidad de un aumento de la tasa de interés en la reunión de política monetaria de setiembre, estimada a través de los contratos futuros, se incrementó de 40 por ciento a fines de mayo a 50 por ciento hacia mediados de agosto. Este aumento en la probabilidad fue limitado por el temor de que la continua apreciación del dólar afecte significativamente a las exportaciones y a las utilidades corporativas.



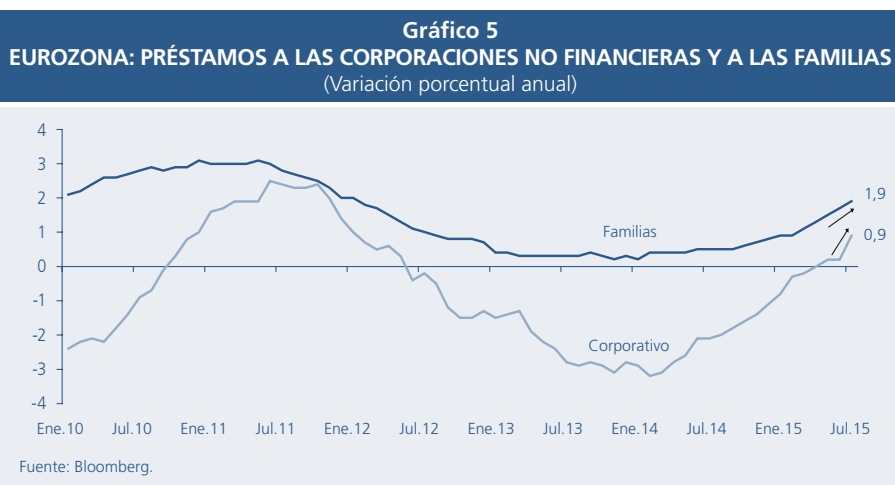
Sin embargo, en las últimas semanas la probabilidad de alza de tasas en este año disminuyó significativamente en un contexto de fuerte desaceleración global y tras la caída de la mayoría de bolsas emergentes y desarrolladas. Así, al cierre del presente Reporte de Inflación, la probabilidad de un aumento en la tasa de la Fed en setiembre disminuyó a 36 por ciento. Finalmente, en la reunión de política de setiembre la Fed decidió mantener su tasa de interés y señaló su preocupación por los recientes desarrollos globales económicos y financieros. Las medianas de las proyecciones de las tasas de interés se redujeron 25 puntos básicos en 2015, 2016, 2017 y en el largo plazo. En línea con ello, la probabilidad de un alza de tasas en octubre se redujo a 18 por ciento y de un alza en diciembre a 46 por ciento.

Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED

	Tendencia Central									
	2015		2016		2017		2018	Largo plazo		
	Jun. 15	Set. 15	Jun. 15	Set. 15	Jun. 15	Set. 15	Set. 15	Jun. 15	Set. 15	
Crecimiento	1,8 - 2,0	2,0 - 2,3	2,4 - 2,7	2,2 - 2,6	2,1 - 2,5	2,0 - 2,4	1,8 - 2,2	2,0 - 2,3	1,8 - 2,2	
Tasa de desempleo	5,2 - 5,3	5,0 - 5,1	4,9 - 5,1	4,7 - 4,9	4,9 - 5,1	4,7 - 4,9	4,7 - 5,0	5,0 - 5,2	4,9 - 5,2	
Inflación (PCE)	0,6 - 0,8	0,3 - 0,5	1,6 - 1,9	1,5 - 1,8	1,9 - 2,0	1,8 - 2,0	2,0	2,0	2,0	
Inflación subyacente (PCE subyacente)	1,3 - 1,4	1,3 - 1,4	1,6 - 1,9	1,5 - 1,8	1,9 - 2,0	1,8 - 2,0	1,9 - 2,0	--	--	
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.										
Mediana proyecciones tasas de interés (%)*	0,625	0,375	1,625	1,375	2,875	2,625	3,375	3,750	3,500	
* Incorpora 17 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la FED a fin de período.										

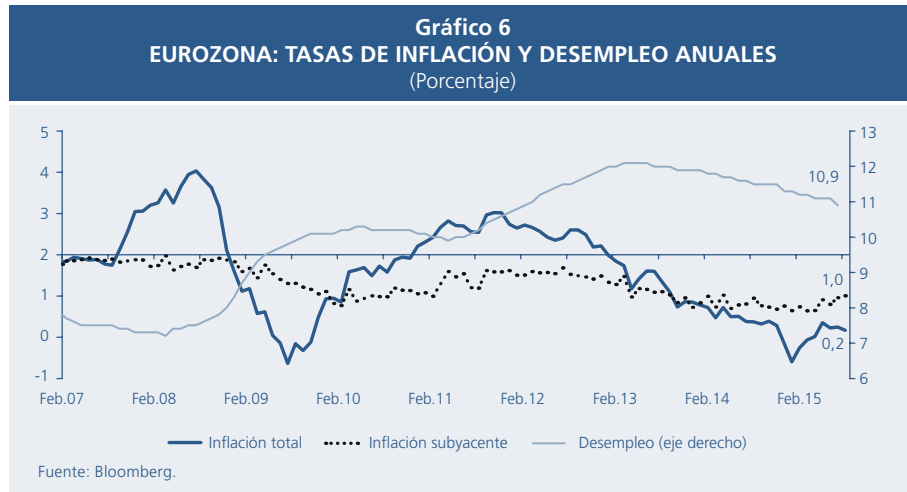
4. Otras economías desarrolladas también han mostrado una evolución favorable, en particular en la **Eurozona**. El crecimiento de esta región se explica por los bajos precios de los combustibles, la depreciación del euro y las mejores condiciones financieras en términos de tasas de interés y acceso al crédito (favorecidas por la implementación del programa de compras del BCE). Si bien el crecimiento del PBI del segundo trimestre mostró cierta desaceleración, indicadores recientes de frecuencia mensual muestran una recuperación de la demanda doméstica, en particular del consumo. Las negociaciones en torno a Grecia, que culminaron con un tercer acuerdo por 86 mil millones de euros, tuvieron un efecto limitado en los mercados de dicha región.

Cuadro 4 EUROZONA: CRECIMIENTO DEL PBI (Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)						
	2014				2015	
	I	II	III	IV	I	II
Consumo Privado	0,4	0,9	2,0	2,2	1,9	1,5
Inversión Fija	1,5	-2,0	1,4	2,4	5,6	-1,9
Variación inventarios *	0,4	0,0	-0,4	-0,4	0,2	-0,5
Exportaciones netas *	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,7	1,3
Gasto de Gobierno	1,3	0,7	1,0	0,9	2,2	1,0
PBI	0,8	0,3	1,0	1,6	2,1	1,4
Nota						
Tasa de desempleo **	11,7	11,6	11,5	11,3	11,2	11,1
* Contribución al crecimiento. ** Fin de periodo. Fuente: Eurostat.						



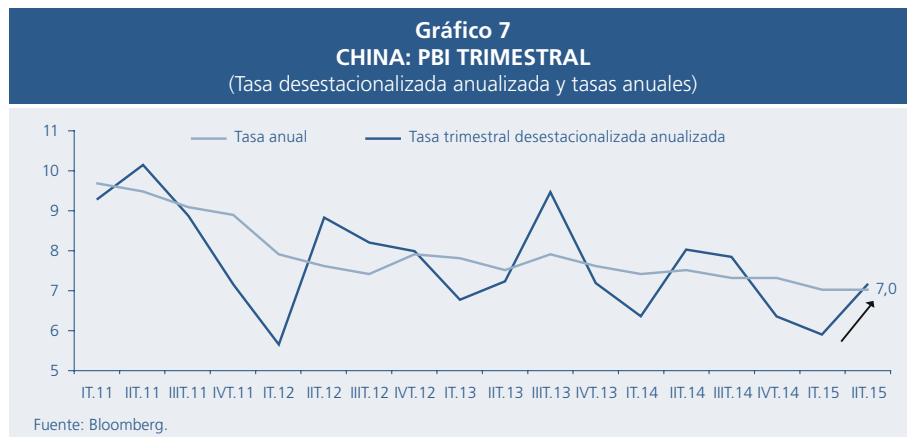
Se estima que el crecimiento de la Eurozona para los años 2015 y 2016 sea 1,5 y 1,7 por ciento, respectivamente. Esta recuperación tiene como potenciales riesgos la desfavorable coyuntura internacional, sobre todo la de China que podría afectar la recuperación de la demanda externa.

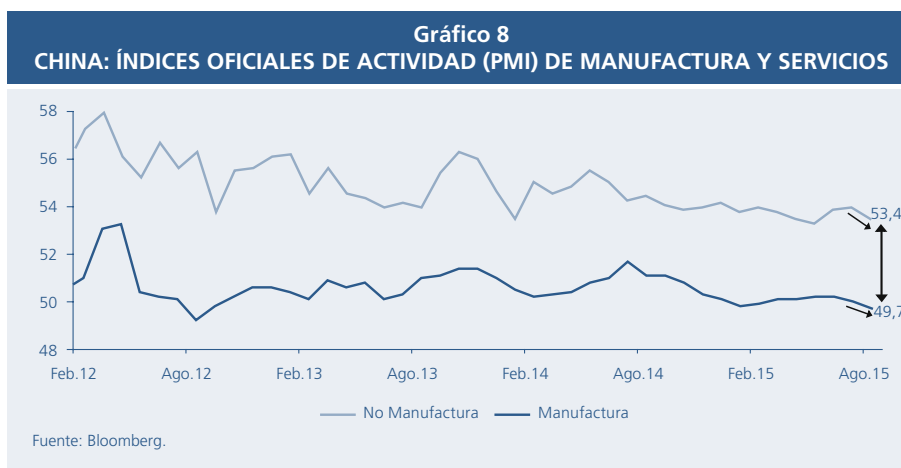




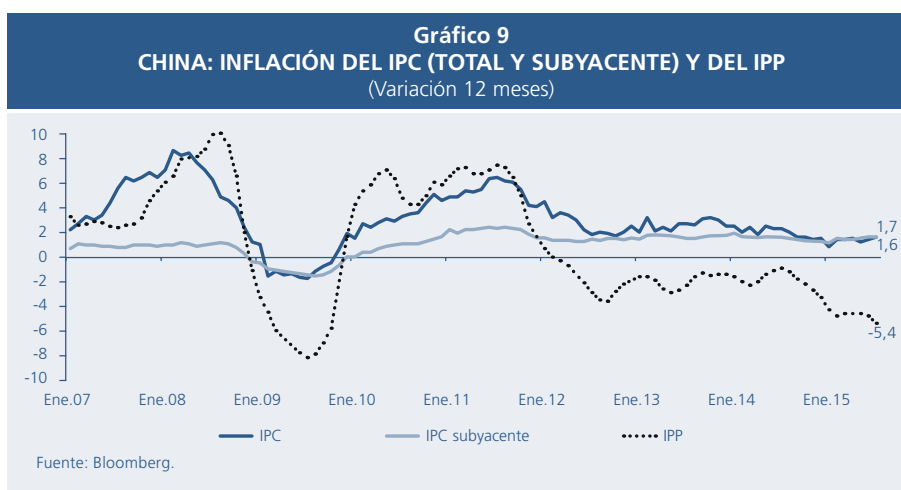
5. En el caso de las economías emergentes, la mayoría de países ha tenido una evolución peor a la prevista, en línea con el deterioro del contexto internacional.

En el caso de **China**, si bien el crecimiento del PBI del segundo trimestre fue 7,0 por ciento anual, comparado a un crecimiento de 5,3 por ciento en el primer trimestre, los indicadores recientes señalan una mayor desaceleración. La desfavorable evolución de la actividad manufacturera se estaría expandiendo al resto de sectores. Ello se refleja en una moderación del sector servicios y una fuerte desaceleración de la inversión, a lo que se sumaría una mayor moderación del consumo y de las exportaciones netas. Entre los factores detrás de esta evolución estarían el exceso de capacidad en la industria pesada y las condiciones financieras más ajustadas asociadas a la implementación de reformas por parte del gobierno chino. A estos factores se sumaron, desde junio, la corrección de la burbuja bursátil china, que ha implicado condiciones financieras aún más ajustadas, y expectativas de una mayor debilidad de la demanda externa.



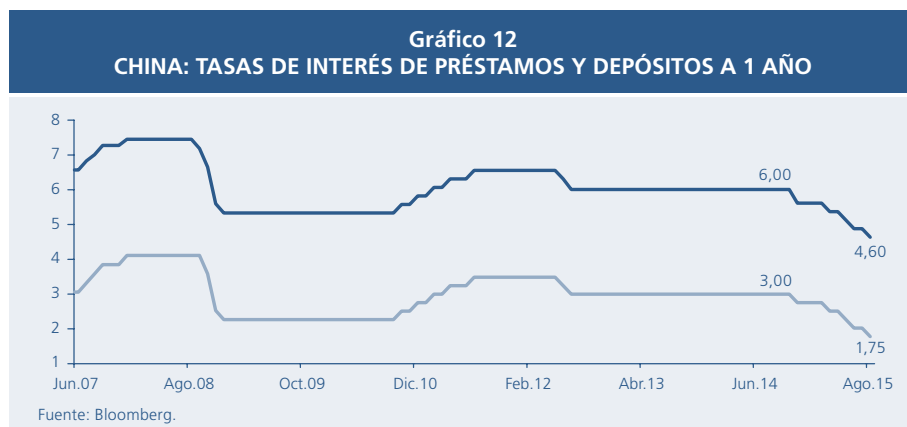
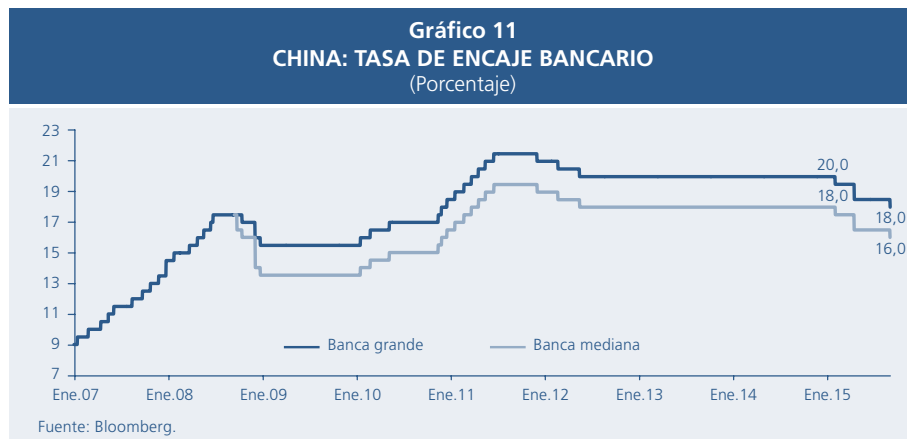
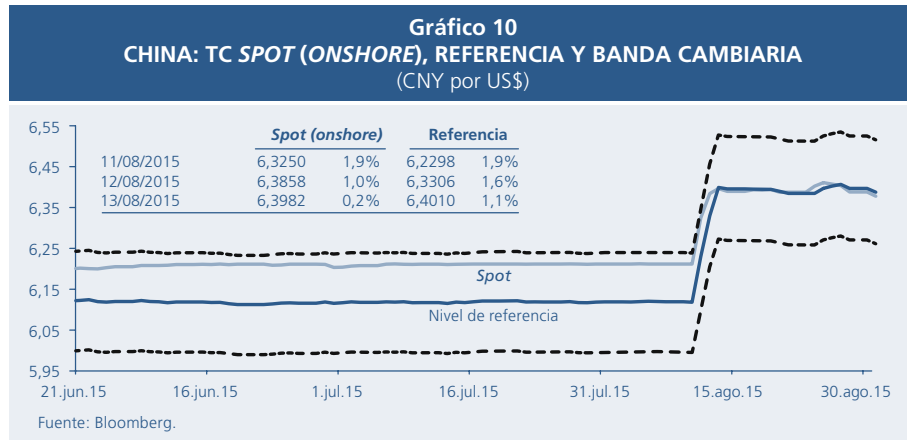


A las señales de moderación del crecimiento se sumaron los mayores riesgos de una inflación casi nula. La caída de precios de los *commodities* y una excesiva capacidad instalada ociosa, junto con la débil demanda doméstica, han incidido en las bajas tasas de inflación de los precios al consumidor (IPC) y en una prolongada deflación en el caso de los precios al productor (IPP).



En este contexto, el Banco Central de China dictó una serie de medidas asociadas con reformas para una mayor liberalización del mercado cambiario y de capitales, y otras reformas para revertir la desaceleración de la actividad económica y los mayores riesgos de deflación. Entre las más importantes destacan, la devaluación del tipo de cambio de referencia respecto al dólar en agosto en 3 por ciento (alcanzando niveles mínimos en tres años); y el recorte de las tasas de interés de política de junio y de agosto, por un total de 50 pbs, y de la tasa de encaje en 0,5 por ciento en agosto.





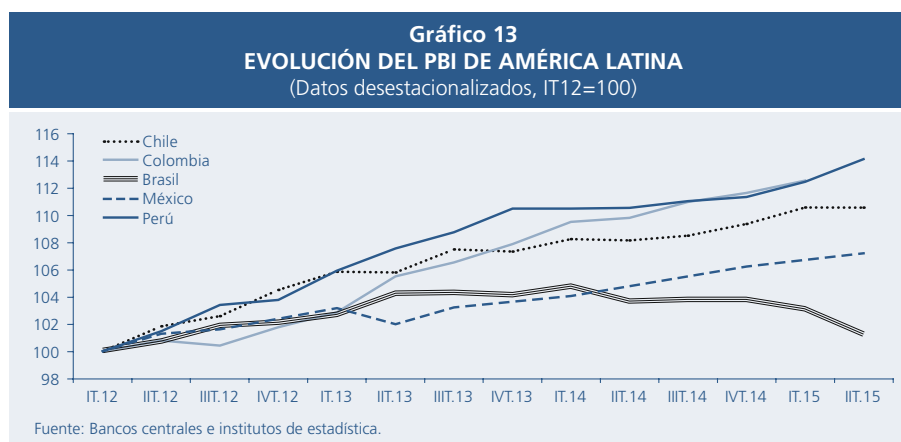
La depreciación del yuan reflejó la adopción de un nuevo mecanismo para determinar el tipo de cambio de referencia. Este nuevo mecanismo requiere que

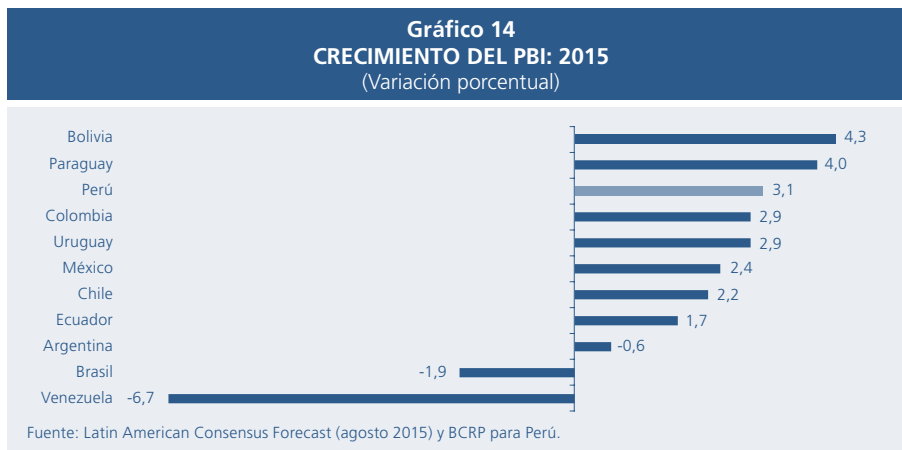
los *dealers* entreguen tasaciones basadas en: (i) el último cierre de mercado y (ii) la oferta, demanda y variaciones de los tipos de cambio de las principales monedas. Previamente, el Banco Central usaba la tasa de referencia y la banda de +/- 2 por ciento para administrar las expectativas del mercado.

En el plano fiscal, el gobierno extendió los incentivos tributarios a las pequeñas y medianas empresas y se ha incrementado el número de proyectos de infraestructura, agua, electricidad y desarrollo de viviendas para los sectores más vulnerables. Asimismo, los gobiernos locales han extendido la cuota del *swap* de deuda en un 1,2 billones de yuanes más, a 3,2 billones de yuanes, con el fin de mitigar las desfavorables condiciones financieras que enfrentan los gobiernos locales, dado su alto nivel de endeudamiento, caída del precio de los terrenos y las reformas del gobierno chino.

6. Durante los ocho primeros meses del año, los principales países de **América Latina** mostraron un menor dinamismo de la actividad económica. En Brasil, se experimentó una contracción en el nivel de actividad y en el resto de economías un crecimiento moderado por debajo de lo previsto en el anterior Reporte.

Este desempeño es explicado tanto por un deterioro de las condiciones externas como internas. Por el lado externo, resaltó el incremento de la incertidumbre en torno al crecimiento de China acentuado tras la depreciación del yuan y la mayor probabilidad de un inicio del ciclo de alza de la tasa de interés de la Fed. Asimismo, las perspectivas de crecimiento global se han reducido y los precios de las materias primas han experimentado una mayor disminución. Por el lado interno, la inversión privada continúa contrayéndose en la región y el consumo privado muestra señales de desaceleración. En general, los gobiernos registran menor margen para realizar política fiscal anticíclica y la política monetaria mantiene un limitado espacio por el efecto traspaso de la depreciación hacia la inflación.





Durante los primeros ocho meses del año, la inflación en los países de América Latina con esquemas de metas explícitas de inflación se ubicó por encima del rango meta salvo el caso de México. Un factor común que explica la tendencia al alza de los precios en la región es el efecto traspaso de la depreciación de las monedas de la región hacia los precios de los productos transables. Este efecto se ve ligeramente compensado por los menores precios de las materias primas, en particular del petróleo. En el caso de Brasil, la inflación alcanzó un nivel récord, en parte por la eliminación de subsidios como parte del plan de ajuste fiscal y el incremento de algunos precios administrados.



Mercados financieros

7. Los mercados financieros internacionales estuvieron afectados principalmente por el incremento de las expectativas de un pronto inicio del ciclo de alzas de la tasa

de interés de política monetaria de la Reserva Federal, las señales de desaceleración de China, la incertidumbre respecto a la situación deudora de Grecia y la caída generalizada de los precios de los *commodities*, que afectó principalmente a las economías emergentes.

En los mercados cambiarios, el dólar continuó con la tendencia apreciativa generalizada de meses previos; la difusión de indicadores económicos positivos presionó al alza la probabilidad de un aumento de la tasa de interés de política para el mes de setiembre. Sin embargo, pero esta probabilidad cayó tras los eventos desfavorables en China. El índice del dólar en relación a una canasta de monedas se apreció 5,3 por ciento entre mayo y agosto (acumulando una apreciación de 8,0 por ciento en lo que va del año). En el mismo periodo, el euro se depreció 0,1 por ciento y el yen 1,6 por ciento frente al dólar estadounidense.

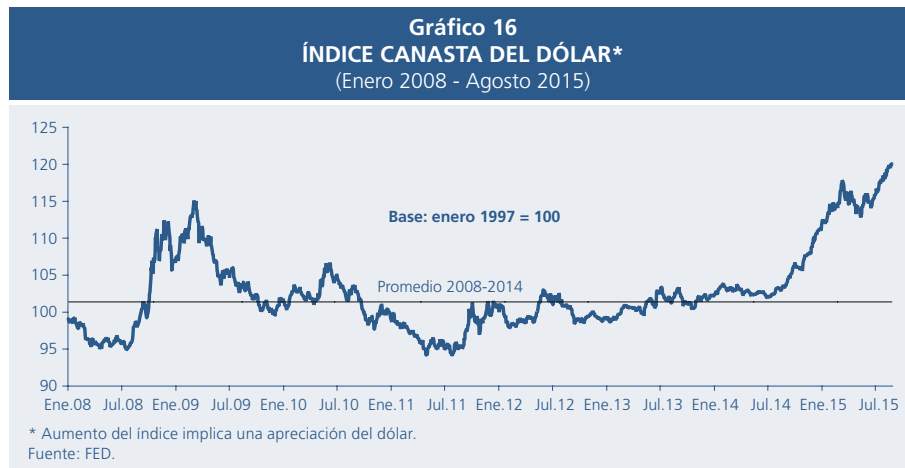
Las monedas emergentes acentuaron su depreciación tras la inesperada depreciación del yuan. Estas se vienen depreciando desde fines de 2014 afectadas por la caída de los precios de los *commodities* y la salida de capitales.

Cuadro 5
TIPOS DE CAMBIO

		<u>Ago.15</u>	<u>Dic.14</u>	<u>Dic.12</u>	<u>Variación Porcentual</u>	
		<u>(1)</u>	<u>(2)</u>	<u>(3)</u>	<u>(1)/(2)</u>	<u>(1)/(3)</u>
Índice FED*	UM por US\$	120,15	111,29	99,23	8,0	21,1
Euro	US\$ por Euro	1,121	1,210	1,319	-7,3	-15,0
Japón	Yen	121,23	119,71	86,75	1,3	39,7
Reino Unido	US\$ por Libra	1,534	1,557	1,625	-1,5	-5,6
Brasil	Real	3,620	2,658	2,050	36,2	76,6
Chile	Peso	693	607	479	14,1	44,7
Colombia	Peso	3055	2389	1768	27,9	72,8
México	Peso	16,75	14,75	12,87	13,6	30,2
Perú	N. Sol	3,24	2,98	2,55	8,6	26,8
Israel	Shekel	3,93	3,90	3,74	0,7	5,1
Sudáfrica	Rand	13,30	11,58	8,46	14,9	57,1
Turquía	Lira	2,92	2,34	1,79	24,9	63,4
China	Yuan (<i>onshore</i>)	6,38	6,21	6,23	2,7	2,3
Filipinas	Peso	46,80	44,83	41,11	4,4	13,8
Indonesia	Rupia	13945	12470	9645	11,8	44,6
Malasia	Ringgit	4,20	3,50	3,06	20,0	37,2
Tailandia	Bath	35,84	32,92	30,62	8,9	17,0

*Último dato al 28 agosto
Fuente: Reuters y FED.





8. Los **mercados bursátiles** registraron una caída generalizada en el periodo mayo-agosto dado el contexto de incertidumbre mencionado anteriormente. Dicha evolución se explica principalmente por la caída registrada en el mes de agosto, donde los niveles de volatilidad, medidos por el índice VIX, mostraron un repunte ante la significativa caída de la bolsa de China a pesar de las medidas adoptadas por el gobierno y por la incertidumbre en torno al ciclo de alza de tasas. Ante ello, varias bolsas han acumulado resultados negativos para lo que va del año, especialmente en Asia y en Estados Unidos; sin embargo, en el caso de la Eurozona se ha mantenido en terreno positivo, dada la reducción de la incertidumbre asociada a Grecia.
9. Los **mercados de deuda pública** estuvieron afectados por la incertidumbre en torno al inicio del ciclo de alza de la tasa de interés de la Fed y las expectativas apreciatorias del dólar, particularmente luego de la depreciación del yuan de inicios de agosto. La mayor alza se observó en los títulos de las economías emergentes afectadas en particular por el deterioro de la coyuntura internacional y por la moderación en sus tasas de crecimiento.

En **Estados Unidos** los rendimientos estuvieron al alza dada las expectativas de aumento de la tasa de interés de la Fed ante los datos positivos de actividad económica. Sin embargo, en agosto se redujeron dichas expectativas ante la mayor incertidumbre a nivel global -principalmente por China- lo que redujo los rendimientos, en especial los de corto plazo.

En la **Eurozona**, los mayores riesgos sobre la inflación, y las expectativas de que el BCE daría mayores estímulos para fines de este año, influyeron en la mayor alza de rendimientos. Cabe mencionar que en Grecia, la formalización del tercer programa y su aprobación influyeron en la significativa reducción de los rendimientos de largo plazo.

Los mercados de deuda de los países de **América Latina** mostraron un aumento en sus rendimientos dado el contexto de mayor aversión al riesgo mencionado anteriormente y la caída en los precios de los *commodities*.

Cuadro 6
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS
(Porcentaje, fin de periodo)

	Ago.15	Abr.15	Dic.14	Dic.12	Deuda Pública (% PBI 2014)
Estados Unidos	2,22	2,03	2,17	1,76	105
Alemania	0,80	0,36	0,54	1,31	73
Francia	1,15	0,64	0,82	1,99	95
Italia	1,96	1,50	1,88	4,49	132
España	2,11	1,46	1,60	5,23	98
Grecia	9,10	10,35	9,42	11,68	177
Gran Bretaña	1,96	1,83	1,76	1,83	90
Brasil	14,27	12,80	12,36	9,17	65
Colombia	8,15	6,73	7,10	5,48	38
Chile	4,50	4,44	3,99	5,49	14
México	6,06	5,90	5,83	5,36	50
Perú	7,36	5,68	5,41	4,09	21
Sudáfrica	8,34	7,94	7,96	6,78	46
Israel	2,22	1,51	2,31	3,99	69
Turquía	9,94	9,13	7,86	6,55	33
China	3,40	3,44	3,65	3,59	41
Corea del Sur	2,31	2,43	2,63	3,17	36
Indonesia	8,72	7,67	7,75	5,15	25
Tailandia	2,80	2,47	2,69	3,51	47
Malasia	4,36	3,85	4,12	3,50	57
Filipinas	3,68	3,98	3,83	4,42	37

Fuente: Bloomberg y FMI.





II. Actividad económica

PBI sectorial

10. Durante el primer semestre de 2015 el PBI creció 2,4 por ciento, aunque a un ritmo creciente en el primer y segundo trimestre (1,8 por ciento y 3,0 por ciento, respectivamente), por el mayor dinamismo de la actividad minera. El crecimiento del PBI de los sectores primarios se recuperó parcialmente de los choques de oferta ocurridos en 2014, pasando de 0,2 por ciento en el primer semestre de 2014 a 4,1 por ciento. Sin embargo, el PBI no primario continuó desacelerándose, principalmente por construcción y manufactura no primaria, al pasar de 4,3 por ciento a 2,0 por ciento, como consecuencia del menor gasto público, la caída de la inversión privada y la disminución de las exportaciones no tradicionales.

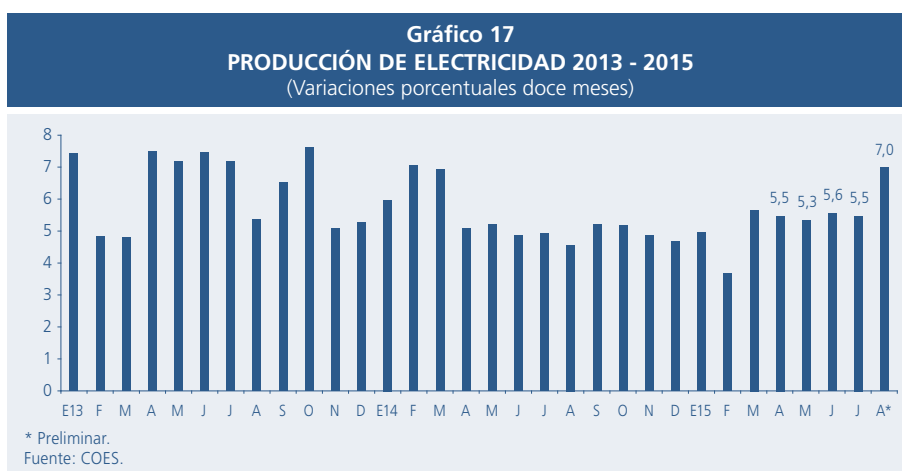
Cuadro 7
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
Agropecuario	0,7	1,6	1,9	1,6	2,6	4,4	1,6	3,7
Agrícola	-0,7	0,4	0,1	0,3	1,0	5,1	0,6	3,7
Pecuario	5,2	5,9	5,3	3,6	4,9	3,4	3,4	3,6
Pesca	-7,4	-27,9	19,2	17,2	16,5	17,8	-1,2	27,9
Minería e hidrocarburos	0,2	-0,8	5,5	4,2	6,7	11,6	10,6	11,3
Minería metálica	-0,5	-2,1	10,1	6,8	11,7	11,9	11,2	13,1
Hidrocarburos	2,2	4,0	-9,3	-5,2	-10,9	10,6	8,1	3,6
Manufactura	0,0	-3,6	-2,6	2,3	0,4	4,1	1,8	4,6
Recursos primarios	0,5	-9,7	1,1	6,4	4,3	4,2	-0,5	10,6
Manufactura no primaria	0,6	-1,0	-3,8	1,3	-0,8	4,0	2,5	3,0
Electricidad y agua	5,3	4,9	5,1	5,1	5,2	6,0	5,5	5,5
Construcción	2,4	1,6	-7,9	1,9	-6,2	5,0	3,0	4,0
Comercio	4,8	4,4	3,7	4,4	3,8	4,4	3,8	3,8
Servicios	5,4	5,0	4,0	4,5	4,1	4,4	3,8	3,8
PRODUCTO BRUTO INTERNO	3,4	2,4	2,4	3,9	3,1	5,3	4,2	5,0
Nota:								
PBI primario	0,2	-2,3	4,1	4,1	5,4	8,8	6,5	9,7
PBI no primario	4,3	3,6	2,0	3,8	2,5	4,5	3,6	3,8

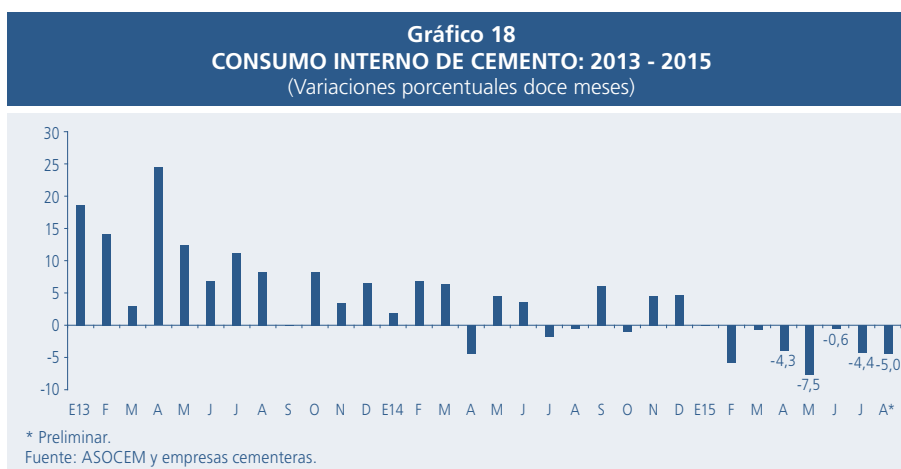
* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

11. Los indicadores contemporáneos y adelantados de la actividad económica muestran que la economía continua recuperándose, aunque a un menor ritmo que el proyectado en el Reporte anterior, principalmente por una menor inversión. Por un lado, la producción de electricidad muestra altas tasas hacia el final del semestre, pues en junio alcanzó una tasa de 5,6 por ciento, la más alta desde marzo de 2014. Además, se observa una importante mejora en agosto (7,0 por ciento), asociada a una mayor demanda de electricidad por parte de la manufactura y la minería.

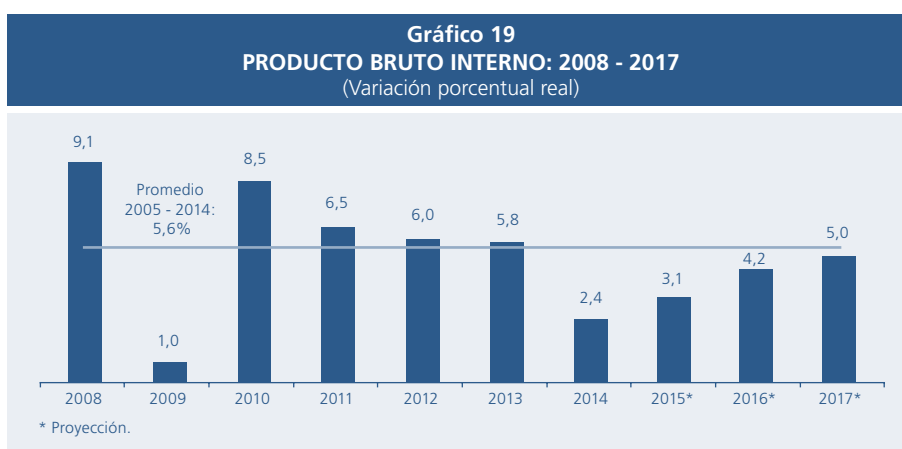


De otro lado, el consumo interno de cemento continúa mostrando tasas de crecimiento negativas, cayendo en 3,1 por ciento con respecto al primer semestre de 2014. Esta contracción está asociada al menor avance físico de obras del sector público y a la menor inversión privada realizada durante el primer semestre del año.





En el presente Reporte de Inflación se revisa a la baja la proyección del crecimiento del PBI para 2015, de 3,9 a 3,1 por ciento, y para 2016, de 5,3 a 4,2 por ciento. Las revisiones a la baja por sectores en 2015 son: en construcción de 1,9 a -6,2 por ciento a causa de la menor inversión; en hidrocarburos de -5,2 a -10,9 por ciento debido a los efectos del menor precio internacional del crudo sobre las operaciones productivas; manufactura de 2,3 a 0,4 por ciento; comercio de 4,4 a 3,8 por ciento y servicios de 4,5 a 4,1 por ciento, por el efecto del menor dinamismo del consumo.



12. La proyección de los sectores primarios para 2015 continúa mostrando una reversión parcial de los choques de oferta que afectaron el resultado en 2014. Esta reversión es aún más fuerte que la proyectada en mayo, debido principalmente al mayor crecimiento de la minería metálica.

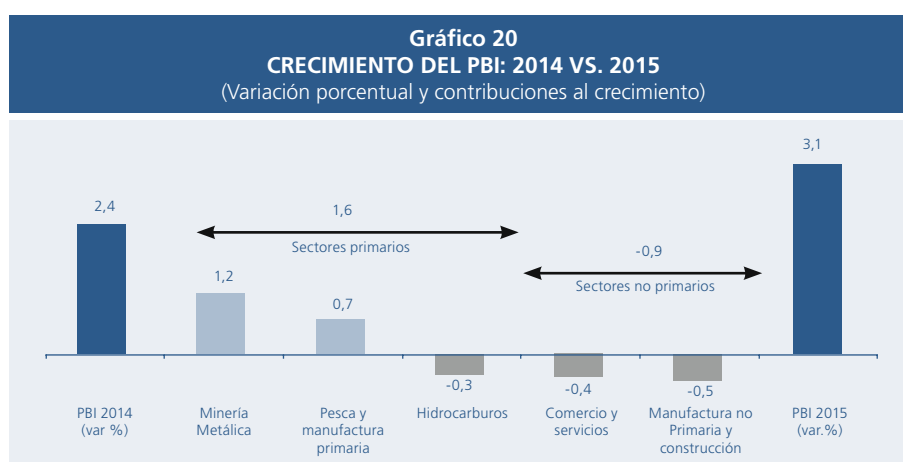
En lo que va del año, y tal como se proyectó anteriormente, se observa un mejor desempeño del sector pesca por la mayor captura de anchoveta durante la primera temporada del año. También se espera un mayor crecimiento del arroz debido a la mayor producción en la costa norte. Por último, el mayor crecimiento de la minería metálica estaría sustentado en una producción de cobre mayor a la estimada anteriormente, debido a la creciente producción de Toromocho y Constanza.

Cuadro 8
PROYECCIÓN DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO PARA 2015
(Variaciones porcentuales)

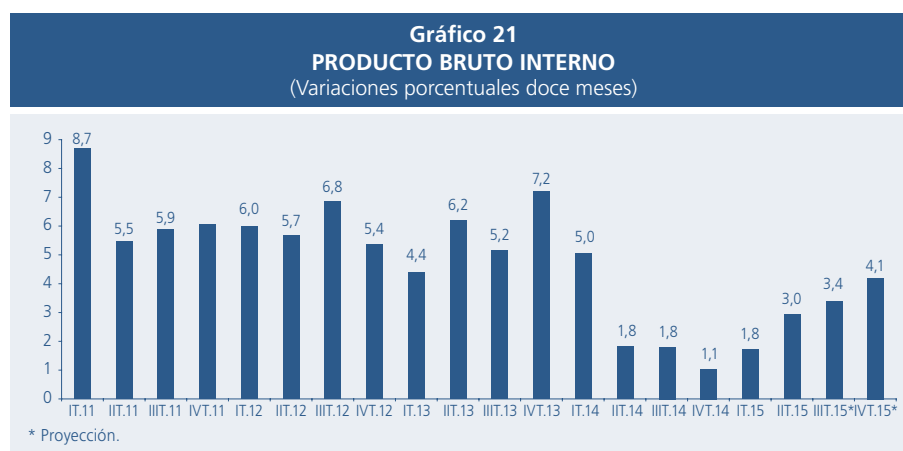
	2014	2015*
Choques asociados a factores de oferta		
Arroz	-5,9	7,2
Anchoveta	-52,6	55,2
Harina y aceite de pescado	-62,2	60,3
Oro	-10,4	-2,0
Cobre	0,7	20,6
Zinc	-2,4	7,5

* Proyección

La reversión gradual de los choques de oferta en 2015 se traduciría en un crecimiento del PBI primario de 5,4 por ciento (frente a -2,3 por ciento en 2014), contribuyendo así con 1,6 puntos porcentuales al crecimiento del PBI. Por otra parte, se estima que el PBI no primario crecería 2,5 por ciento, tasa menor a la observada en 2014 (3,6 por ciento), debido principalmente a la contracción del sector construcción y al menor crecimiento del sector servicios.



13. Se proyecta que en lo que resta del año 2015 se recuperaría gradualmente el dinamismo de la actividad económica, lo cual es consistente con la reversión de los efectos negativos de los choques de oferta.



14. Por el lado sectorial, el mayor crecimiento del producto de 2015 (3,1 por ciento), en contraposición al resultado de 2014 (2,4 por ciento), sigue estando asociado a los sectores primarios. La mayor producción de la minería metálica, la manufactura primaria y la pesca estarían contribuyendo al mayor crecimiento observado en el primer semestre.





- a) El sector **agropecuario** registró un crecimiento de 1,9 por ciento en el primer semestre del año, tasa mayor a la de 2014, que fue 0,7 por ciento. Esto está asociado a la mayor oferta de carne de ave para el mercado interno, la mayor producción de arroz en la costa norte y la recuperación de la caficultura en la selva, luego del evento de roya en años previos.

Para el año 2015 se revisa la proyección al alza del sector agropecuario de 1,6 por ciento en el Reporte de Inflación de mayo a 2,6 por ciento. Esta revisión incorpora un primer semestre con una mayor producción de arroz, papa y maíz amarillo duro, así como una mayor oferta de carne de ave para el mercado interno.

En 2016 se espera que el sector crezca 1,6 por ciento y no 4,4 por ciento estimado en el Reporte anterior. Ello se debe a una revisión del sector agrícola de 5,1 a 0,6 por ciento, debido a que se espera que el Fenómeno de El Niño afecte la producción en la costa.

- b) La tasa de crecimiento del sector **pesca** en el primer semestre de 2015 fue 19,2 por ciento, cifra mucho mayor a la observada en similar periodo de 2014 (-7,4 por ciento) debido a la mayor extracción de anchoveta durante el segundo trimestre del año. Es así que durante la primera temporada en la zona norte, que tuvo lugar del 9 de abril al 31 de julio, se logró una captura de 2,5 millones de toneladas de anchoveta, cifra superior a lo capturado la primera temporada de pesca de 2014 (1,72 millones de toneladas).

Para el año 2016 se reajusta la proyección de crecimiento de 17,8 a -1,2 por ciento en el presente Reporte. Ello se debe a que se espera que tenga lugar un Fenómeno de El Niño de magnitud entre moderada y fuerte que afecte las condiciones climáticas de la costa peruana y disminuya la presencia de anchoveta durante la primera temporada de pesca de 2016. Sin embargo, El Niño ya no estaría presente en 2017, año en que el crecimiento del sector se recuperaría con una tasa de 27,9 por ciento por un efecto base.

- c) Durante el primer semestre de 2015 el subsector **minería metálica** creció 10,1 por ciento por una mayor producción de cobre, zinc, molibdeno y oro, superando así la contracción de 0,5 por ciento observada en el primer semestre de 2014. El crecimiento del subsector para el año 2015 se revisa al alza de 6,8 por ciento a 11,7 por ciento. Esta corrección se debe a una mayor producción de cobre por parte de Toromocho y Constancia, y de oro por parte de Yanacocha y Anama.

El año 2016 se proyecta un crecimiento de 11,2 por ciento, cifra cercana a la del Reporte anterior (11,9 por ciento). El año 2017 se reajusta a la baja de 17,8

a 13,1 por ciento, debido a que la ampliación de Toquepala estaría lista a fines de ese año y no a inicios, como se tenía proyectado anteriormente.

La producción de **cobre** durante el primer semestre de 2015 creció 9,4 por ciento, menor a la del primer semestre de 2014 (10,7 por ciento). Sin embargo, se espera que la producción de cobre alcance una tasa de 20,6 por ciento en el año, debido a una mayor producción en el segundo semestre. Ello se basa en que Toromocho alcanzaría, según sus proyecciones, una producción de entre 190 y 195 mil toneladas en el año, superando así a las 70 mil toneladas de 2014. Asimismo, Constancia anunció que cumpliría su meta anual de producción de entre 100 y 125 mil toneladas.

Para el año 2016 se espera obtener una mayor producción de cobre impulsada por Toromocho, Antapaccay y la ampliación de Cerro Verde. Por último, la proyección de crecimiento en 2017 contempla el inicio del proyecto Las Bambas, el máximo nivel productivo de la ampliación de Cerro Verde y la ampliación de Toquepala a fines de ese año.

La producción de **oro** durante el primer semestre de 2015 creció 7,8 por ciento, resultado superior a lo obtenido en el mismo periodo del año anterior de -16,1 por ciento. El mejor resultado del semestre se debe a mayor producción de las mineras Barrick y Yanacocha. La producción de la primera creció 35,4 por ciento en el semestre, por las mejoras en el proceso de lixiviación de la unidad Lagunas Norte, mientras que la producción de la segunda aumentó 16,7 por ciento por mejores leyes del mineral.

Aunque para el año 2015 aún se proyecta una caída de la producción de oro de 2,0 por ciento, la caída es menor a la estimada en el Reporte anterior (-3,9 por ciento). Esta revisión obedece tanto a un mejor desempeño del sector durante el primer semestre del año como a una mayor producción esperada de Antapaccay, que muestra mayores niveles de producción luego de concluida su ampliación; de Anama (propiedad de Aruntani y ubicada en Apurímac), que empezó su producción a partir de marzo de este año, y de Yanacocha.

Para 2016 se revisa la proyección de oro al alza de -7,8 a -7,4 por ciento, por la mayor producción de Anama y Antapaccay. En el caso de 2017, se espera que la entrada en operación de los proyectos mineros Ollachea y San Gabriel, así como el crecimiento en la producción de los proyectos Shahuindo e Invicta, que comenzarían durante 2016, compensen la caída en la producción de Yanacocha (por el proceso gradual de cierre de la mina). Ello resultaría en una menor caída de la producción de oro con respecto a los años anteriores (-1,3 por ciento).





La producción de **zinc** durante el primer semestre de 2015 creció 13,3 por ciento, superando la caída de 13,4 por ciento del mismo periodo del año anterior. Este mejor resultado se debió a la recuperación de las leyes de Antamina, al inicio de operaciones de la ampliación de El Brocal durante el mes de marzo, que permitió a la empresa contar con una planta dedicada exclusivamente a la producción de zinc y plomo, y a una mayor producción de Milpo. En cuanto al crecimiento de 2015, se revisa al alza la proyección de 6,9 por ciento de mayo a 7,5 por ciento, ante una mayor extracción en lo que va del año.

Cuadro 9 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)				
	2014	2015*	2016*	2017*
Oro	-10,4	-2,0	-7,4	-1,3
Cobre	0,7	20,6	21,8	19,3
Zinc	-2,4	7,5	2,3	0,3

* Proyección

- d) La producción del subsector **hidrocarburos** durante el primer semestre de 2015 se redujo 9,3 por ciento, en comparación al incremento de 2,2 por ciento observado en el mismo periodo del año anterior. Ello se debió a la menor producción de petróleo (-15,4 por ciento), en respuesta a los menores precios internacionales del crudo y la menor producción de gas natural (-0,1 por ciento) y de líquidos de gas natural (-8,9 por ciento), por el mantenimiento y la ruptura del gasoducto en abril y mayo, respectivamente.

Dado que se observa una menor producción tanto de hidrocarburos líquidos como de gas natural, se revisa a la baja el crecimiento del subsector para 2015 de -5,2 a -10,9 por ciento. Además, esta revisión incluye el efecto del mantenimiento del gasoducto de Perú LNG en agosto. Para los años 2016 y 2017 se observa una reversión de la situación actual, con tasas positivas de crecimiento (8,1 y 3,6 por ciento, respectivamente), explicado por el inicio de operaciones de la planta compresora de TGP.

- e) La producción **manufacturera** disminuyó 2,6 por ciento en el primer semestre de 2015. Durante este periodo, la producción de manufactura primaria creció 1,1 por ciento, impulsada por harina y aceite de pescado, acorde con la mejora del sector pesca. Por su parte, la manufactura no primaria disminuyó 3,8 por ciento, en contraste con el crecimiento de 0,6 por ciento observado en el mismo periodo del año anterior. Las ramas que más contribuyeron a la caída son aquellas orientadas a los insumos (actividades de impresión, madera y caucho) y a la inversión (maquinaria eléctrica, material de transporte

y pinturas, barnices y lacas), en línea con la desaceleración de la demanda interna.

Debido al menor dinamismo de la economía, se ha revisado a la baja la tasa de crecimiento del sector para 2015 de 2,3 por ciento estimada en mayo a 0,4 por ciento. Lo mismo sucede para el 2016, cuya tasa se revisa de 4,1 a 1,8 por ciento, contemplando una menor producción de las industrias pesqueras y azucareras por efecto de El Niño.

- f) La proyección de crecimiento del sector **construcción** para 2015 se redujo de 1,9 por ciento a -6,2 por ciento. Ello es consistente con el menor avance físico de obras públicas, que en el primer semestre del año disminuyó 84 por ciento en comparación a los primeros seis meses de 2014.

- 15. Hacia 2016 se revisa a la baja la proyección de crecimiento del PBI de **5,3** por ciento a **4,2** por ciento. El menor crecimiento del 2016 considera los efectos de un Fenómeno de El Niño de magnitud entre moderada y fuerte sobre la agricultura, la pesca y la manufactura de recursos primarios.

Los sectores que más contribuirán al crecimiento del PBI en 2016 serían servicios, comercio y minería. Los dos primeros estarían asociados a un mayor dinamismo de la demanda interna, mientras que el crecimiento de la minería, estaría asociado a una mayor producción del subsector minería metálica, especialmente cobre.

Para 2017, se espera un crecimiento del PBI de **5,0** por ciento impulsado por la manufactura primaria y la minería metálica. En este último sector los motores del crecimiento serían el proyecto Las Bambas y las ampliaciones de Toquepala y Cerro Verde.

PBI gasto

- 16. La recuperación de la economía se viene dando mediante el aumento de las exportaciones netas, aunque la inversión (pública y privada) señalaría que este proceso sería más lento de lo previsto en Reportes anteriores.

El deterioro que continúan mostrando las expectativas de consumidores e inversionistas junto con el desempeño del gasto público explican las fuertes caídas que han tenido la inversión privada y pública en la primera mitad del año. En el caso de la inversión privada, la caída de 6,3 por ciento en el semestre es la mayor caída desde 2009, mientras que el descenso de 18,6 por ciento de la inversión pública es el mayor desde el 2011.





Cuadro 10
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May. 15	RI Set. 15	RI May.15	RI Set. 15	RI Set. 15
I. Demanda interna	2,3	2,2	2,9	3,8	2,7	4,4	3,1	3,7
1. Gasto privado	1,8	1,4	3,3	3,2	2,5	4,3	2,5	3,6
Consumo	4,6	4,1	3,3	3,7	3,5	4,1	3,5	3,8
Inversión privada fija	-0,7	-1,7	-6,3	1,0	-5,5	4,4	2,0	4,4
Variación de existencias**	1,0	0,3	3,0	0,7	1,3	0,8	0,8	0,6
2. Gasto público	5,5	5,9	0,4	7,0	3,9	5,0	6,2	4,3
Consumo	7,7	10,1	7,5	8,3	6,5	4,0	5,3	4,0
Inversión	0,0	-2,4	-18,6	4,0	-2,0	7,2	8,5	5,0
II. Demanda Externa Neta								
1. Exportaciones	2,5	-1,0	-1,0	1,7	0,1	8,4	7,0	9,5
2. Importaciones	-1,2	-1,5	1,0	1,5	-1,3	4,5	2,6	4,2
III. PBI	3,4	2,4	2,4	3,9	3,1	5,3	4,2	5,0

* Proyección.

** Porcentaje del PBI.

RI: Reporte de Inflación.

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

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
I. Demanda interna	2,4	2,2	2,9	3,9	2,7	4,5	3,2	3,7
1. Gasto privado	1,6	1,2	2,9	2,7	2,1	3,6	2,1	3,0
Consumo	2,9	2,5	2,1	2,3	2,1	2,6	2,2	2,3
Inversión privada fija	-0,2	-0,4	-1,4	0,2	-1,2	0,9	0,4	0,9
Variación de existencias	-1,2	-0,9	2,2	0,1	1,1	0,1	-0,5	-0,2
2. Gasto público	0,8	1,0	0,1	1,2	0,7	0,9	1,1	0,8
Consumo	0,8	1,1	0,8	1,0	0,8	0,5	0,7	0,5
Inversión	0,0	-0,1	-0,8	0,2	-0,1	0,4	0,4	0,3
II. Demanda Externa Neta								
1. Exportaciones	0,6	-0,3	-0,3	0,4	0,0	2,0	1,7	2,3
2. Importaciones	-0,3	-0,4	0,3	0,4	-0,4	1,2	0,7	1,0
III. PBI	3,4	2,4	2,4	3,9	3,1	5,3	4,2	5,0

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

17. Durante el primer semestre la demanda interna, excluyendo inventarios, creció 0,8 por ciento. El crecimiento del PBI en este periodo (2,4 por ciento) estuvo vinculado a la mayor producción de minería, que se exportó o se acumuló en inventarios. La caída de la inversión privada reflejó la evolución negativa que han tenido los indicadores de expectativas de las empresas, la caída de los precios de los minerales y el impacto de la depreciación del sol.

De manera similar, la inversión pública contribuyó negativamente al crecimiento de la actividad en el primer semestre del año debido a la baja ejecución de proyectos de los gobiernos subnacionales.

18. Para el segundo semestre del año se espera que la economía vaya retomando gradualmente un mayor ritmo de crecimiento impulsado por las contribuciones de las exportaciones netas y del gasto público. En el primer caso, la mejora estaría asociada con la reversión de los choques de oferta (se viene observando un crecimiento mayor del esperado en el sector minero) y en el segundo, un aumento en los niveles de ejecución de gasto público, luego de un primer semestre de aprendizaje de las nuevas autoridades de los gobiernos subnacionales, aunque a un ritmo menor del considerado en el Reporte de mayo. Así, se espera un crecimiento del PBI de 3,8 por ciento y de la demanda interna, excluyendo inventarios, de 2,4 por ciento para el segundo semestre del año.

En el segundo semestre, los inventarios tendrían un alza temporal debido a un desfase entre el ciclo de producción y exportación minera, el cual debería revertirse entre el cuarto trimestre de este año y el primero del siguiente.

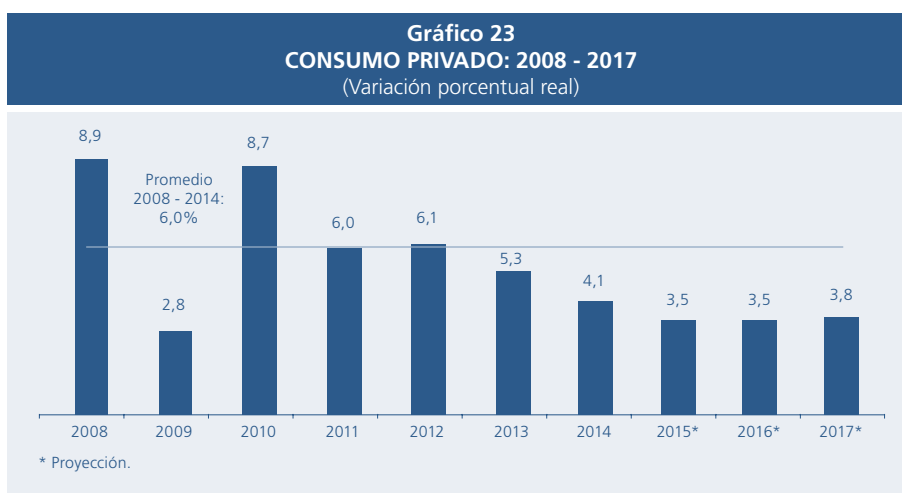
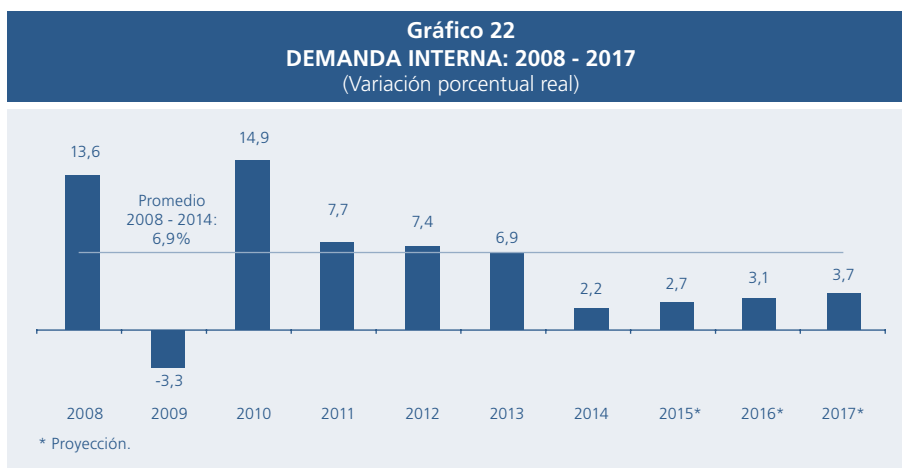
19. En consecuencia, para el año 2015 se ha revisado a la baja el crecimiento de la demanda interna a 2,7 por ciento, aunque mayor a la registrada en 2014 (2,2 por ciento), pero 1,1 puntos porcentuales menor a lo esperado en el Reporte previo. De manera similar el escenario para el 2015 contempla que las exportaciones tendrían un crecimiento de 0,1 por ciento del PBI (1,7 por ciento en el RI de mayo) mientras que las importaciones tendrían una caída de 1,3 por ciento, tasa similar a la del 2014. Con ello el crecimiento del PBI de 2015 se revisa de 3,9 a 3,1 por ciento.
20. Para 2016 y 2017 se espera una recuperación gradual del crecimiento de la demanda interna, con un crecimiento de 3,1 y 3,7 por ciento respectivamente, considerando el impulso que tendría la inversión privada tanto por los proyectos entregados en concesión que actualmente se vienen ejecutando (Línea 2 del Metro, Gasoducto del Sur, Aeropuerto de Chinchero, Vías Nuevas de Lima, Longitudinal de la Sierra, entre otros) como por los anuncios de proyectos de inversión los cuales se estiman en alrededor de US\$ 23,6 mil millones para el periodo 2016-2017. La inversión pública también será otro factor importante para la recuperación de la demanda interna asumiendo un escenario en el que se tendría un mejor desempeño en la ejecución del gasto por parte de los gobiernos regionales y locales.

Las exportaciones alcanzarían un crecimiento de 9,5 por ciento en 2017 impulsadas por el inicio de operaciones de los proyectos mineros, mientras que las importaciones crecerían en promedio durante el 2016 – 2017 a una tasa similar a la demanda



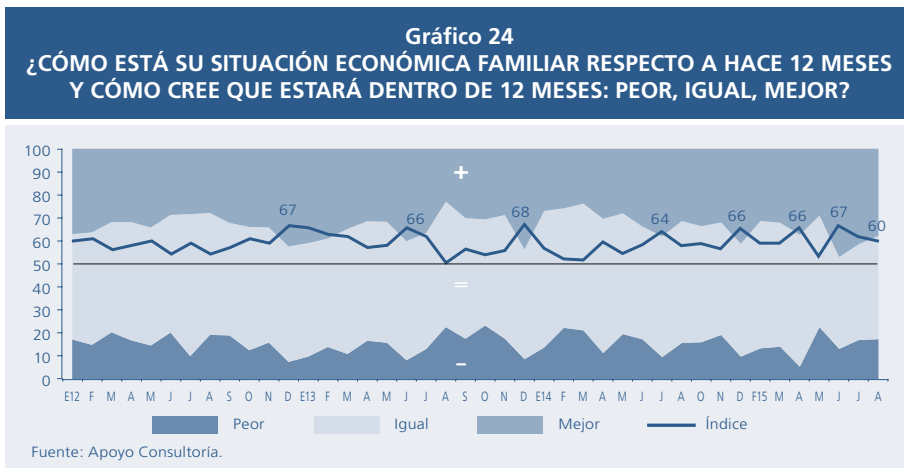


interna. Con ello se espera un crecimiento del PBI de 4,2 por ciento para 2016 y 5,0 por ciento para 2017.

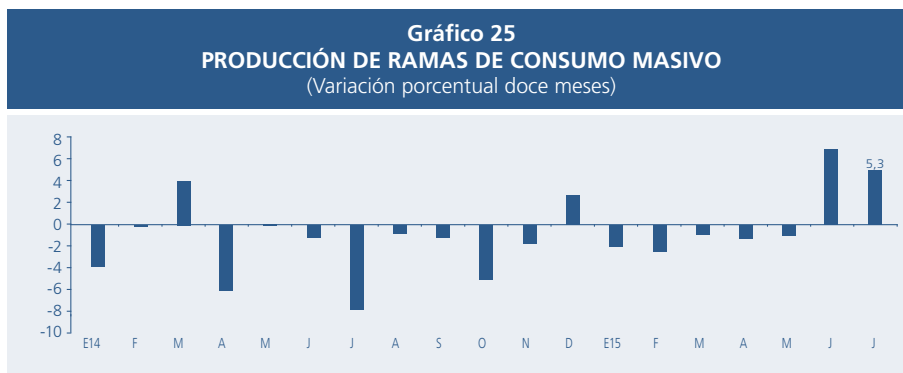


21. Tal como mencionamos previamente el consumo privado se ha desacelerado de 4,6 por ciento en el primer semestre de 2014 a 3,3 por ciento en la primera mitad del año 2015. A continuación se presentan algunos indicadores que reflejan la evolución reciente del consumo privado:

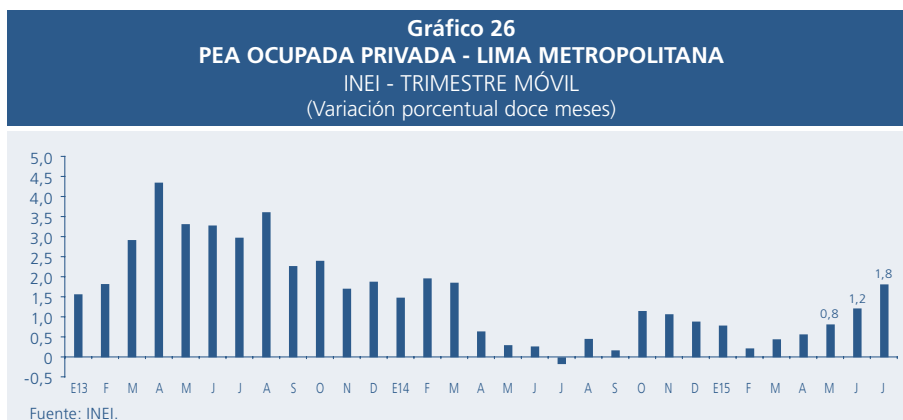
- a. El Índice de Confianza del Consumidor si bien disminuyó en julio y agosto, tuvo un nivel optimista de 60 puntos en agosto de 2015, mayor al registrado en agosto del año anterior (58 puntos). En el periodo enero-agosto, este indicador registró en promedio 61 puntos, mayor a lo registrado en el mismo periodo del año 2014 (57 puntos).



- b. Ramas manufactureras de consumo masivo muestran crecimiento de 5,3 por ciento en julio de 2015.

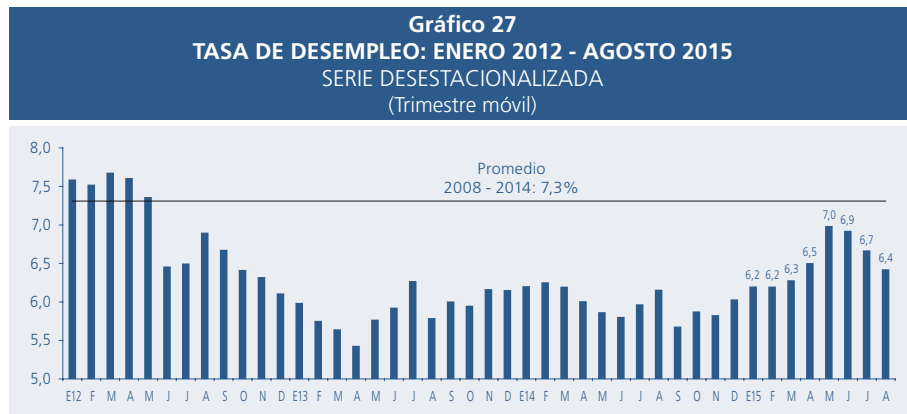


- c. Los datos del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) muestran una recuperación de la PEA ocupada privada de una tasa de crecimiento de 0,8 por ciento en enero a 1,8 por ciento en julio.





- d. La tasa de desempleo, indicador que refleja la parte de la población activa que busca empleo sin éxito, alcanzó un valor de 6,8 por ciento durante el periodo enero-agosto de 2015, mayor al 6,2 por ciento observado en el mismo periodo de 2014.

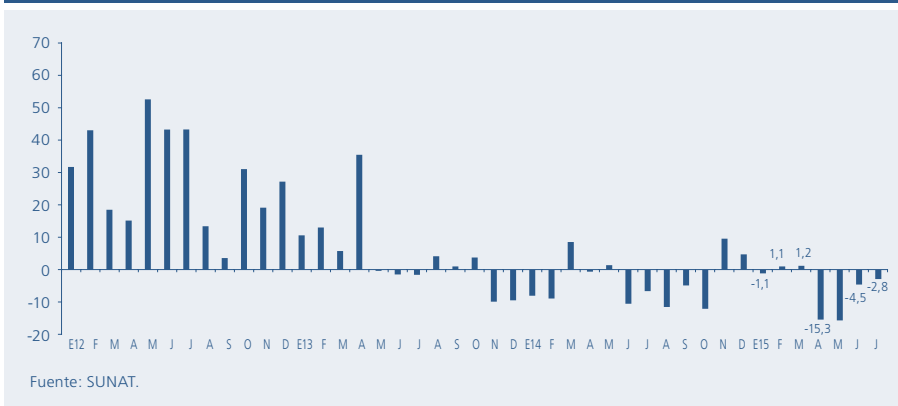


- e. El crecimiento del crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, continúa con un ritmo moderado. Así, la tasa de crecimiento anual fue 12,4 por ciento en agosto de 2015. Por su parte, durante el periodo enero-agosto del presente año, el crecimiento fue 12,1 por ciento, menor al registrado en similar periodo de 2014 (13 por ciento).



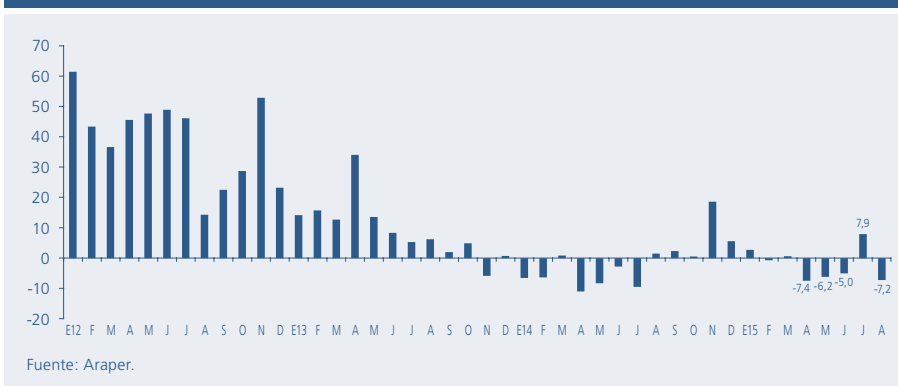
- f. Por otro lado, el volumen de importaciones de bienes de consumo duradero acumuló una caída de 5,8 por ciento entre enero y julio de este año.

Gráfico 29
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE CONSUMO DURADERO: ENERO 2012 - JULIO 2015
(Variación porcentual doce meses)



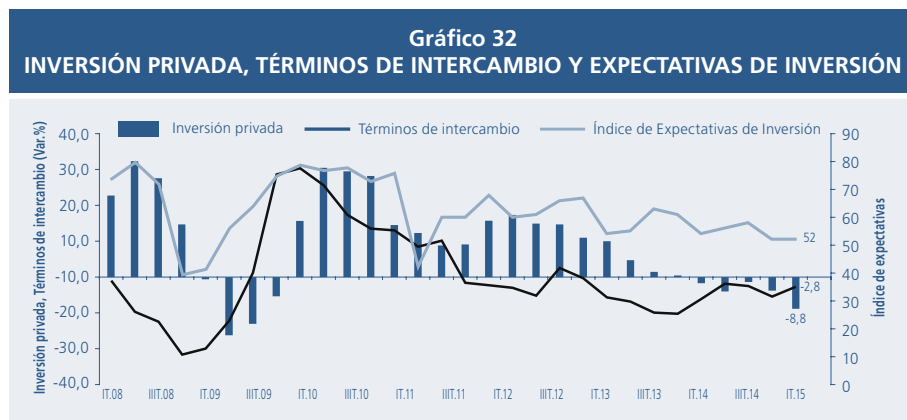
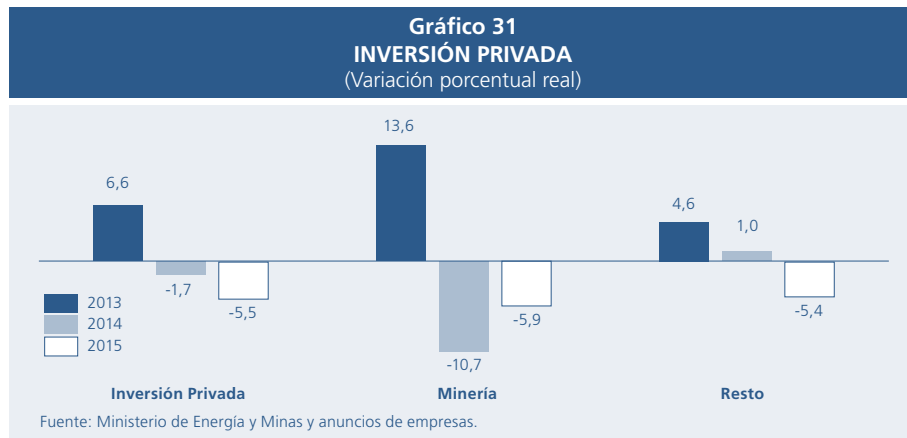
- g. La venta de autos familiares nuevos registró una disminución de 7,2 por ciento en agosto. Asimismo este indicador de consumo acumuló un crecimiento negativo de 1,1 por ciento en el periodo enero-agosto de 2015.

Gráfico 30
VENTA DE VEHÍCULOS FAMILIARES: ENERO 2012 - AGOSTO 2015
(Variación porcentual doce meses)

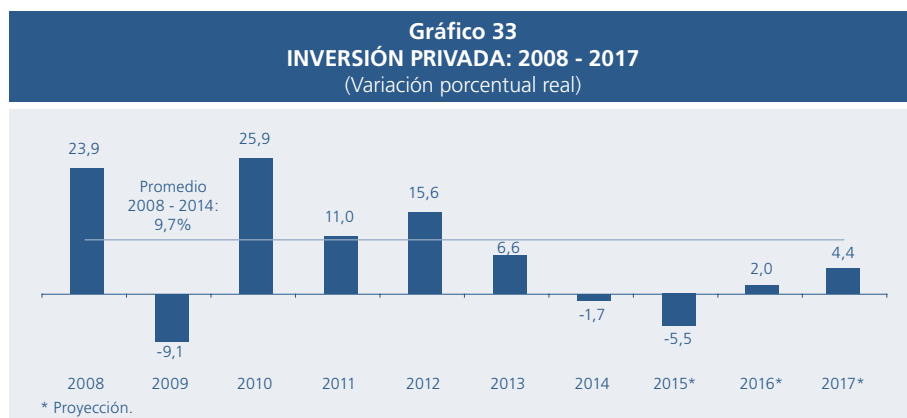


22. Para 2015 se ha revisado a la baja la proyección del crecimiento de la inversión del sector privado de 1,0 por ciento a -5,5 por ciento, principalmente por el retraso que se ha producido en el horizonte de varios proyectos de inversión, el deterioro en los indicadores de expectativas y los menores términos de intercambio.





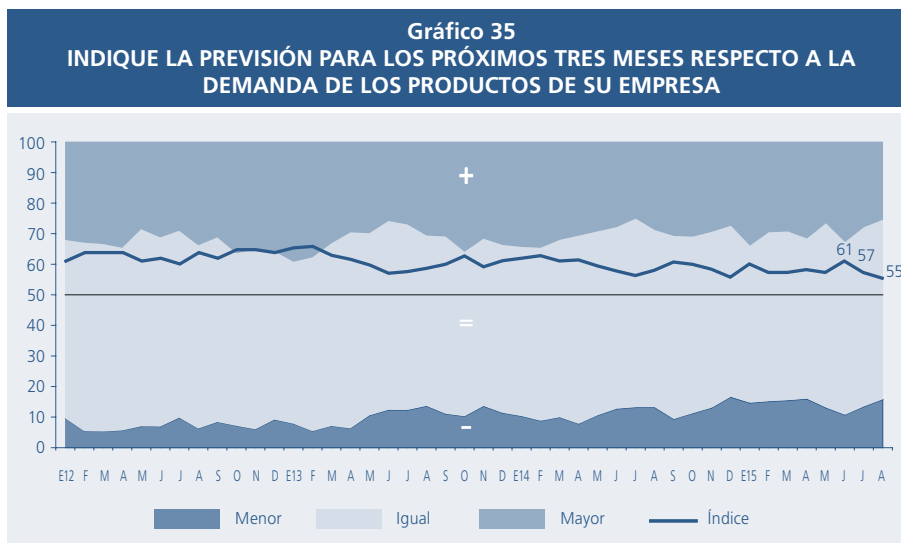
Para 2016 y 2017 se prevé una recuperación gradual de la inversión privada, con tasas de crecimiento de 2,0 y 4,4 por ciento, respectivamente. Esta recuperación está asociada al impulso que tendrán los proyectos de inversión anunciados y los otorgados en concesión. De esta manera, la inversión bruta fija total, que incluye a los sectores privado y público, se mantendría alrededor de 25 por ciento del PBI entre 2015 y 2017.

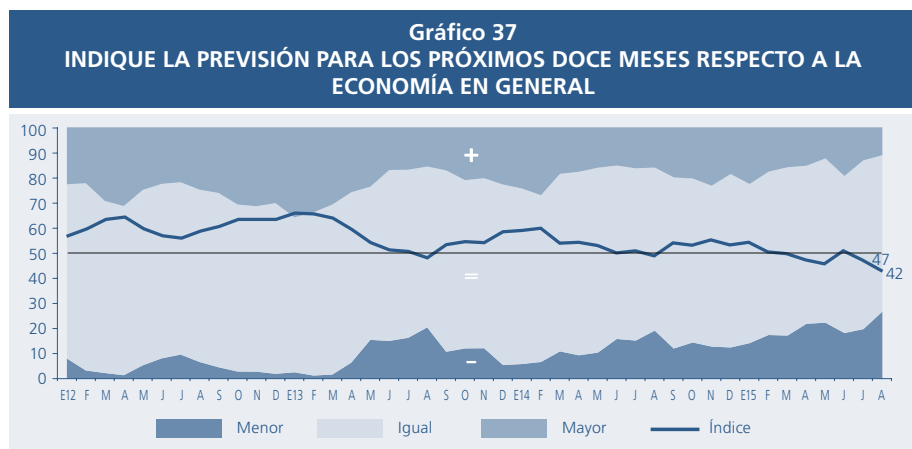
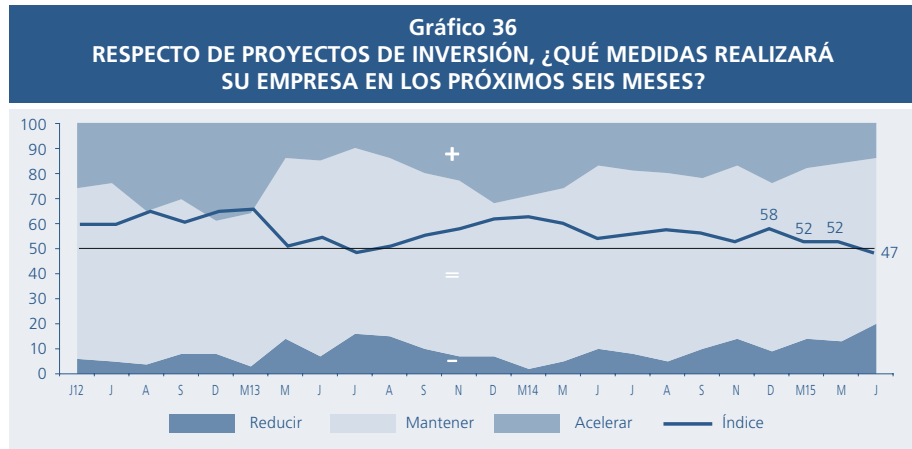




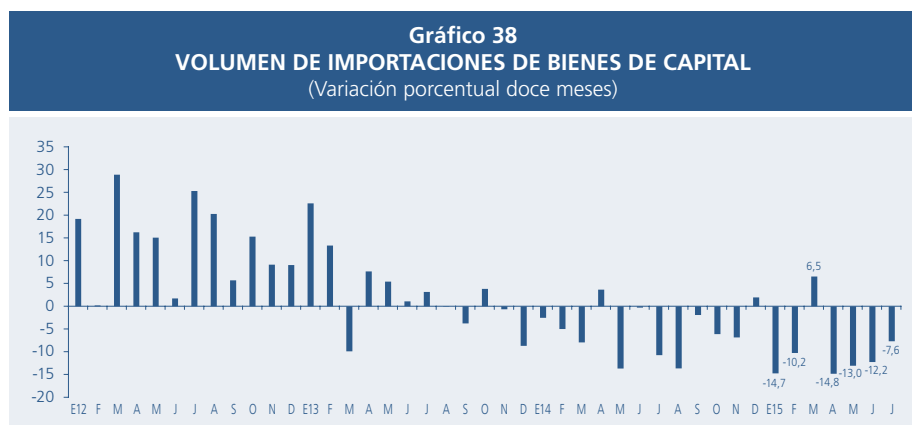
23. A continuación se presentan algunos indicadores que sustentan la evolución de la inversión privada en 2015:

- a. Las expectativas de demanda a tres meses de las empresas se mantienen en el tramo optimista y alcanzan 55 puntos en agosto. Sin embargo, el indicador de expectativas de inversión a 6 meses registró un nivel de 47 puntos en agosto, el nivel más bajo no observado desde junio de 2013. Asimismo, las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses fue de 42 puntos en agosto, el nivel más bajo durante los primeros siete meses del año.





- b. El volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión, disminuyó 7,6 por ciento en julio de 2015 y acumuló una caída de 9,8 por ciento entre enero y julio de 2015.



- c. La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI revela ajustes a la baja para el año 2015. Así, en el caso del sistema financiero se registra una revisión de 3,0 a 2,8 por ciento entre mayo y setiembre de 2015; para los analistas económicos de 3,1 a 2,8 por ciento, y entre los representantes de empresas no financieras de 3,5 a 3,0 por ciento. Todos los agentes esperan que el crecimiento del PBI se acelere en los próximos dos años.

Cuadro 12			
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI			
<i>(Variaciones porcentuales)</i>			
	Expectativas del :		
	RI Ene. 15	RI May. 15	RI Set. 15
Sistema Financiero			
2015	4,5	3,0	2,8
2016	5,0	4,0	3,8
2017		4,8	4,5
Analistas Económicos			
2015	4,5	3,1	2,8
2016	5,2	4,2	3,7
2017		5,0	4,5
Empresas No Financieras			
2015	4,5	3,5	3,0
2016	5,0	4,0	3,5
2017		4,5	4,0

24. Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2015-2017 alcanzan US\$ 40,1 mil millones.

Cuadro 13		
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2015-2017		
<i>(Millones de US\$)</i>		
	Total Inversión	Número Proyectos
Minería	13 421	32
Hidrocarburos	6 996	21
Electricidad	4 967	35
Industrial	2 718	15
Infraestructura	4 404	24
Otros Sectores	7 603	114
Total	40 109	241

Fuente: Anuncios de empresas.

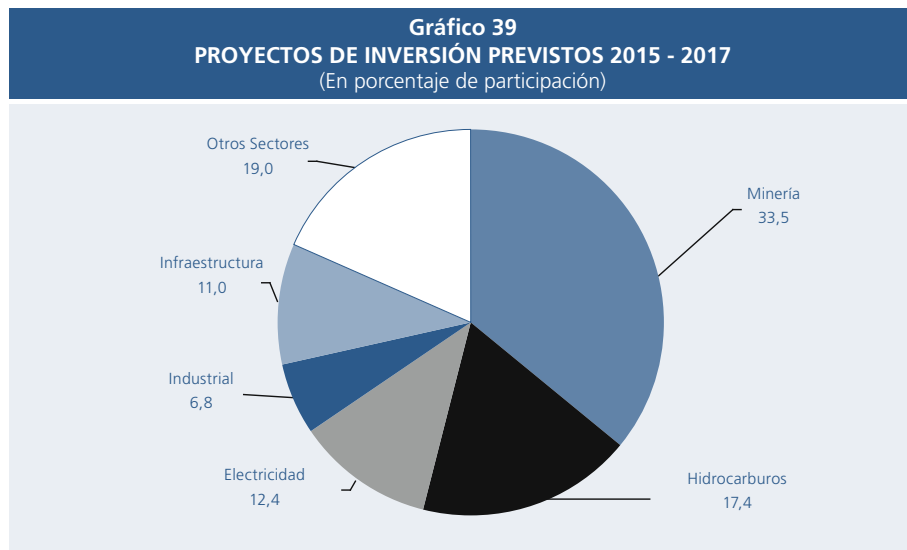
En el sector hidrocarburos, el Consorcio Gasoducto Sur Peruano continúa con el avance del proyecto Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur. Al mes de mayo tienen US\$ 1 000 millones de inversión en la ejecución de obras.





En el sector electricidad, proyectos como Línea de Transmisión Carhuaquero-Cajamarca Norte-Cáclic-Moyobamba y las Centrales hidroeléctricas Colca y Acco Pucará iniciaron su construcción. Cabe señalar que en conjunto representan inversiones de alrededor de US\$ 500 millones para el período 2015-2017.

En infraestructura, continúan los avances de obra en la Línea 2 del Metro de Lima, desde mayo se encuentra en construcción de pozos de ventilación ubicados en Ate y Santa Anita como parte de la primera etapa del proyecto. Por su parte, el Consorcio Consierra Tramo II liderado por la española Sacyr Concesiones, en junio obtuvo un financiamiento de hasta US\$ 200 millones para la ejecución del proyecto Longitudinal de la Sierra Tramo 2, adjudicado en diciembre de 2013.



Al mes de mayo las inversiones en el sector minero fueron de US\$ 2,5 mil millones según el Ministerio de Energía y Minas, destacando los proyectos Ampliación de Cerro Verde con US\$ 804 millones y Constancia con US\$ 542 millones. En el primer caso, se encuentra en etapa final estimando su operatividad para fines de año y plena capacidad de producción en el 2016. En el caso de Constancia, empezó a operar a fines de abril, se encuentra terminando su planta de molibdeno y espera alcanzar su plena producción antes de fin de año.

Cuadro 14
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2015 - 2017

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
Minería	China Minmetals Corp	Las Bambas
	Freeport-Macmoran Copper	Ampliación de Mina Cerro Verde
	Jinzhao Mining	Pampa del Pongo
	Southern Perú Copper Corp.	Ampliación de Mina Toquepala
	AQM Copper	Zafranal
	Southern Perú Copper Corp.	Los Chancas
	Aluminium Corp Of China Ltd. (Chinalco)	Mejoras y ampliación sistema productivo de Toromocho
	Shougang Corporation	Ampliación de Mina Marcona
	Bear Creek Mining Corporation	Corani
	Compañía De Minas Buenaventura S.A.A.	Chucapaca - San Gabriel
	Compañía De Minas Buenaventura S.A.A.	Yacimiento Minero Tambomayo
Hidrocarburos	Enagas; Odebrecht S.A.C.	Mejoras a la seguridad energética del país y desarrollo del gasoducto Sur Peruano
	Karoon Gas Australia; Vietnam American	Exploración Lote Z-38
	Pluspetrol Perú Corp. S.A.	Exploración Lote 88 y 56
	Graña y Montero Petrolera	Repotenciar Lotes III - IV
	Calidda Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
	China National Petroleum Corporation (CNPC)	Lote 58 : Líneas Sísmicas 2D
Electricidad	Enersur; Kallpa Generación	Nodo Energético del Sur
	Quimpac S.A.; Inkia Energy	Central Hidroeléctrica Cerro del Águila
	Inevarante	Centrales Hidroeléctricas Acco Pucará
	Interconexión Eléctrica (ISA)	Línea de Transmisión 500 kV Mantaro - Marcona - Socabaya - Montalvo y subestaciones asociadas
	Odebrecht S.A.C.	Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla
	Odebrecht S.A.C.	Central Hidroeléctrica Belo Horizonte
	Isolux de México; Isolux Ingeniería de España	Lt Moyobamba-Iquitos (220 kV)
	Corsán-Corviam; Engevix y Enex	Central Hidroeléctrica Molloco
	Generación Eléctrica Las Salinas	Parque Eólico Samaca
	Termochilca S.A.C.	Central Térmica Santo Domingo de Olleros - Ciclo Combinado
Industrial	Corporación Jr Lindley	Ampliación y Nuevas Plantas
	Repsol YPF S.A.	Ampliación de Planta La Pampilla
	Mitsubishi;Hochschild Mining S.A.	Planta de Fosfatos
	Técnicas Reunidas S.A.	Modernización Refinería de Talara
	Grupo Gloria	Plan de Inversiones 2011-2016
Alicorp	Mantenimiento y Expansión	
Infraestructura	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 de Metro de Lima
	Odebrecht S.A.C.	Vías Nuevas de Lima
	Consorcio Consierra II	Longitudinal de la Sierra Tramo 2
	Covisol	Autopista del Sol Trujillo - Sullana
	Consorcio Angostura	Majes Siguas II
	Apm Terminal; Callao Port Holding; Central Portuaria	Modernización del Muelle Norte
	Grupo Romero	Ampliación Puerto Matarani
	Graña y Montero S.A.	Vía Expresa Sur
Dubai Ports World	Muelle Sur (Fase 2)	
Otros Sectores	Grupo Telefónica	Infraestructura e implementación del servicio 4G
	Entel	Desarrollo de servicios
	Corporación Ecorigenes S.A.C.	Proyecto inmobiliario
	Grupo Salinas	Red Dorsal de Fibra Óptica
	Grupo Romero	Almacenes para concentrados mineros
	Grupo Falabella	Expansión y nuevos centros comerciales
	Besalco S.A.	Proyecto inmobiliario
	Graña y Montero Vivienda (GMV)	Proyectos de vivienda
	Grupo Interbank	Expansión y nuevos centros comerciales
	Grupo Suma	Complejo de viviendas
	Inmobiliaria S.A	Edificio de oficinas corporativas Stratego
Grupo Gloria	Azucareras (Casagrande, Cartavio y San Jacinto) - Proyecto Olmos	

Fuente: Anuncios de empresas.





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

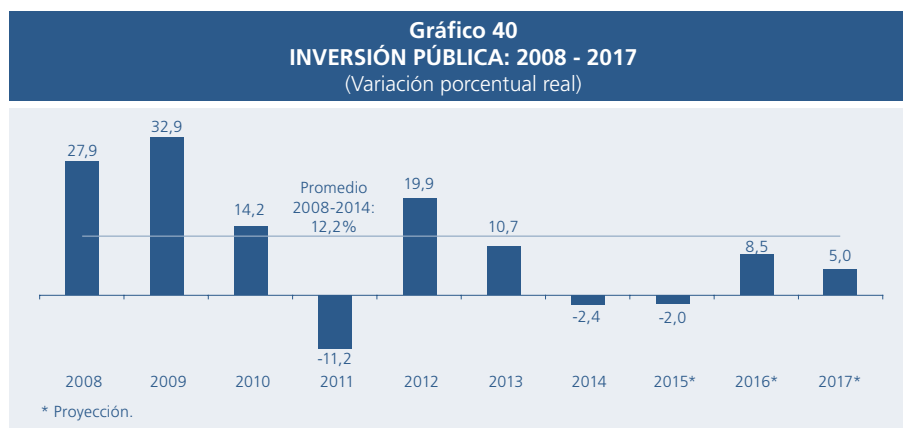
	Inversión estimada	
	2014	2015
A. Adjudicados	9 979	331
Línea 2 y Ramal Av. Faucett - Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao	5 075	
Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto del Sur Peruano	3 643	
Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero - Cusco	537	
Línea de Transmisión 220 kV Moyobamba - Iquitos y Subestaciones Asociadas	499	
Terminal Portuario General San Martín	129	
Línea de Transmisión 220 kV Friaspata – Mollepata y Subestación Orcotuna 220/60 kV	39	
Línea de Transmisión 220 kV La Planicie - Industriales y Subestaciones Asociadas	35	
Telecabinas Kuelap	18	
Prestación de Servicios de Seguridad Tecnológica en las Prisiones	4	
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Ayacucho		55
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Huancavelica		49
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Apurímac		42
Línea de Transmisión Azángaro – Juliaca – Puno 220 kV		37
Conectividad Integral en Banda Ancha para el Desarrollo Social de la Zona Norte del País - Región Lambayeque		32
Primera Etapa de la Subestación Carapongo y enlaces de Conexión a Líneas Asociadas		43
Infraestructura Penitenciaria y Renovación Urbana "Proyecto Tinkuy Plaza"		73
B. Por Adjudicar		4 237
Longitudinal de la Sierra Tramo 4 : Huancayo-Izucuchaca-Mayoccc-Ayacucho y Ayacucho-Andahuaylas- Puente - Sahuinto/Dv. Pisco-Huaytará-Ayacucho		340
Suministro de nuevas centrales hidroeléctricas 1/ Central Térmica de Quillabamba	2 750	180
Línea de Transmisión 220 kV Montalvo-Los Héroes y Subestaciones Asociadas		26
Masificación del uso de gas natural-Distribución de gas natural por ductos en Apurímac, Ayacucho, Huancavelica, Junín, Cusco, Puno y Ucayali		350
Sistema de Abastecimiento de GLP para Lima y Callao		250
Gran Acuario Nacional y Obras y Servicios Complementarios		38
Obras de Cabecera y Conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima		600
Teleférico de Choquequirao 1/		43
C. Total Proyectos (A) y (B)	9 979	4 567

1/ Convocado. Fecha de adjudicación por definir.

Fuente: Proinversión.

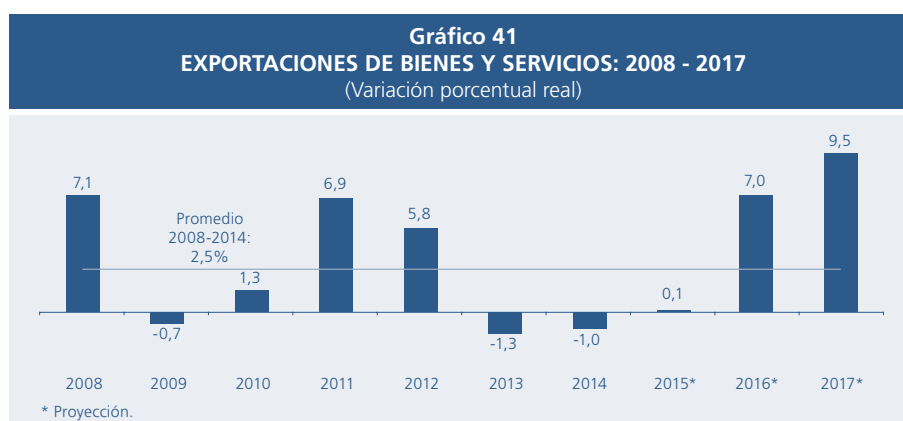
Al mes de agosto se adjudicaron, bajo la modalidad de concesiones, 7 proyectos por un monto equivalente a US\$ 331 millones. Para el cuarto trimestre PROINVERSION tiene programado adjudicar 9 proyectos con inversiones que ascienden a un total de US\$ 4 237 millones, actualmente convocados.

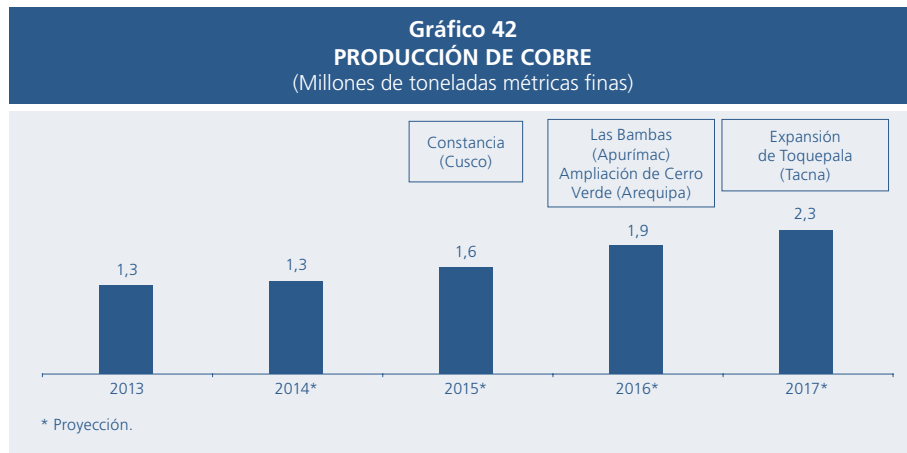
25. Para 2015, se ha revisado a la baja la tasa de crecimiento para la **inversión pública** de 4,0 por ciento a -2,0 por ciento, principalmente por el menor desempeño en la gestión del gasto de inversión por parte de los gobiernos subnacionales. Para 2016 y 2017 se contempla un escenario en donde el ritmo de gasto de las unidades ejecutoras es mayor a lo esperado en 2015, por lo cual se proyecta una tasa de crecimiento de la inversión pública de 8,5 por ciento en el 2016 y de 5,0 por ciento en 2017.



26. Las **exportaciones reales** de bienes y servicios registraron una caída de 1,0 por ciento en el primer semestre de 2015, principalmente por menores envíos de harina de pescado, café, petróleo crudo y derivados y productos textiles. No obstante, se prevé una recuperación gradual en los siguientes meses del año que compensaría la caída del primer semestre. Para 2015 se estima una tasa de crecimiento de 0,1 por ciento, lo que significa una mejora respecto a la tasa observada en el 2014, -1,0 por ciento, por la mejora en las exportaciones mineras y por mayores exportaciones de productos agropecuarios.

Para 2016 se estima una tasa de crecimiento de 7,0 por ciento, lo que supone una recuperación respecto a los dos años previos. Esta estimación considera mayores exportaciones mineras por el inicio de producción del proyecto minero Las Bambas, la ampliación de Cerro Verde, mayor producción de proyectos como Tomocho y Constanza, así como por la recuperación de la producción de Antamina. Para 2017 se proyecta un crecimiento de 9,5 por ciento, asociado a mayores exportaciones mineras por la expansión de Toquepala y mayor producción de las Bambas.





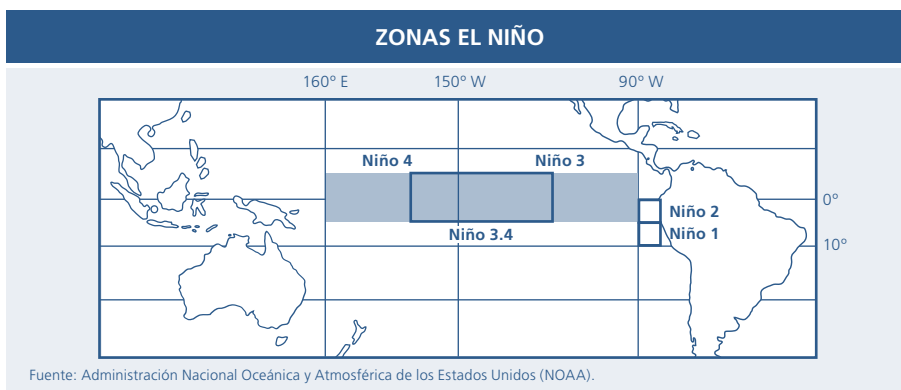
27. El presente Reporte de Inflación considera una tasa de crecimiento negativa de 1,3 por ciento para las **importaciones de bienes y servicios** en 2015, menor a lo esperado en el Reporte previo, en línea con la desaceleración de la demanda interna y con la caída de la inversión. Para los años 2016 y 2017 se espera una recuperación progresiva de las importaciones, consistente con la proyección de crecimiento del PBI.



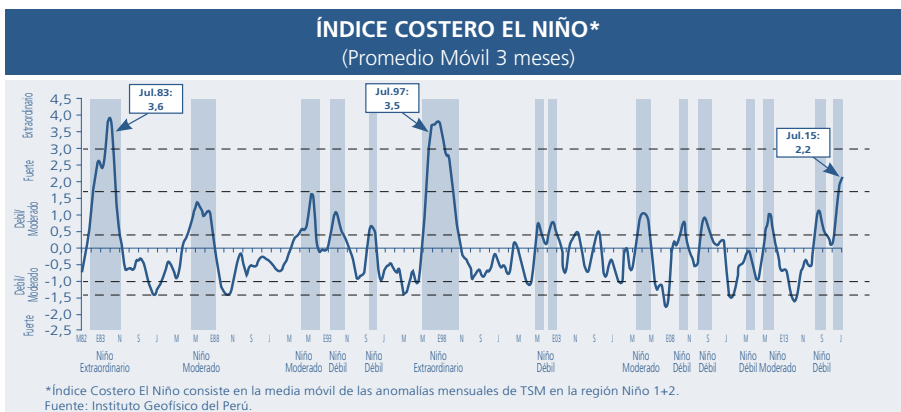
Recuadro 1
LOS EVENTOS EXTREMOS “EL NIÑO” EN EL PERÚ

Los eventos océano atmosféricos “El Niño”, constituyen un riesgo por choque de oferta para la economía peruana. Estos eventos de intensidad extrema destruyen parte del stock de capital de la economía y afectan a la producción de bienes y servicios, generando así impactos en el PBI potencial y en los ciclos económicos.

La principal variable para el seguimiento de El Niño es el registro de las anomalías de la temperatura superficial del Mar (TSM), para lo cual se divide el Pacífico en cuatro regiones (Zonas El Niño), siendo la zona 1+2, la más próxima a la costa peruana.



La intensidad de El Niño, se define en función al Índice Costero El Niño (ICEN)¹. Los últimos acontecimientos “El Niño” de magnitud extraordinaria (1982-1983 y 1997-1998), registraron un ICEN máximo de 4,0 °C y 3,8 °C, respectivamente. La condición actual “El Niño” 2015, con un ICEN de 2,2 °C en julio es consistente con un evento cálido de magnitud fuerte, sin presencia de lluvias intensas pero con temperaturas en la costa sobre lo normal.



Manifestaciones del fenómeno El Niño en 1982-1983 y 1997-1998

El impacto de “El Niño” difiere según sus propias particularidades, “no hay dos eventos El Niño iguales” (oceanógrafo Klaus Wyrtki, 1975²). Así, El Niño varía de acuerdo a la región del Océano Pacífico en que se presente, las anomalías

1 Indicador de “El Niño” por el Comité Técnico del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (ENFEN). Nota Técnica ENFEN 09/04/2012.
2 Artículo de Divulgación Científica, Ken Takahashi, Boletín IGP, VOL.2 No4 Abril 2015.





en la Temperatura Superficial del Mar (TSM), las precipitaciones, la humedad relativa y la temperatura ambiente; asimismo, es relevante su fecha de ocurrencia en relación a los calendarios hidrológicos, agrícola y de reproducción de la anchoveta; la duración del período cálido y la situación de crisis o auge de los sectores económicos.

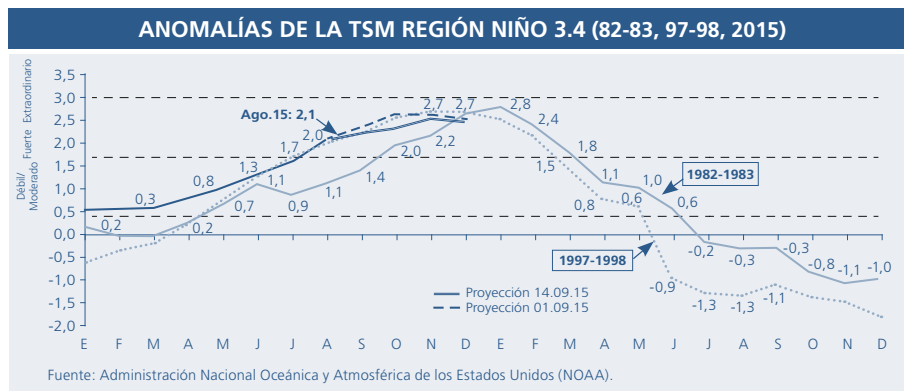
A nivel de manifestaciones de El Niño, las anomalías en la TSM según el Instituto del Mar del Perú (IMARPE) alcanzaron picos durante dos meses consecutivos de más de 10 °C en Paita en 1983 y cerca de 8°C en 1998; en la temperatura mínima del aire según el Servicio Nacional de Meteorología e Hidrología (SENAMHI) alcanzaron más de 8°C en ambos eventos, desde Chiclayo hasta Chimbote durante 1982-83 y desde Chiclayo hasta Huacho durante 1997-98. El nivel de precipitación en la costa norte fue superavitario en 3 000 mm, en ambos eventos; adicionalmente durante 1982-83 se experimentó un friaje acompañado de heladas y lluvias deficitarias en 50 por ciento³ en la sierra sur⁴. Así, la cobertura espacial de “El Niño” 1982-83 abarcó las regiones, costa y sierra (concentrándose en Tumbes, Piura, Lambayeque, La Libertad y la sierra sur), a diferencia de “El Niño” 1997-98 que ocupó marcadamente la costa, desde Tumbes hasta Tacna.

La fecha de ocurrencia de las lluvias intensas coincidió con la campaña de siembras y cosechas (diciembre-junio), durante 1982-83, lo que implicó un mayor daño a la agricultura, principalmente en cultivos como papa, arroz, maíz, cebada, tomate y limón, productos con alto peso en la estructura productiva del sector. Situación contraria a la de 1997-98 en la que las lluvias se concentraron en el primer trimestre, determinando menores pérdidas, afectando a la producción de caña de azúcar, algodón, uva y aceituna, con menor peso porcentual en el sector y permitió incrementar el cultivo de arroz y maíz duro, cultivos menos sensibles a las anomalías hídricas y térmicas.

Situación actual y posibles impactos de El Niño 2015

Según el Comité Multisectorial ENFEN existe una probabilidad de 95 por ciento de que este fenómeno se extienda hacia el verano y existe una probabilidad de 65 por ciento de que alcance magnitudes entre moderada y fuerte.

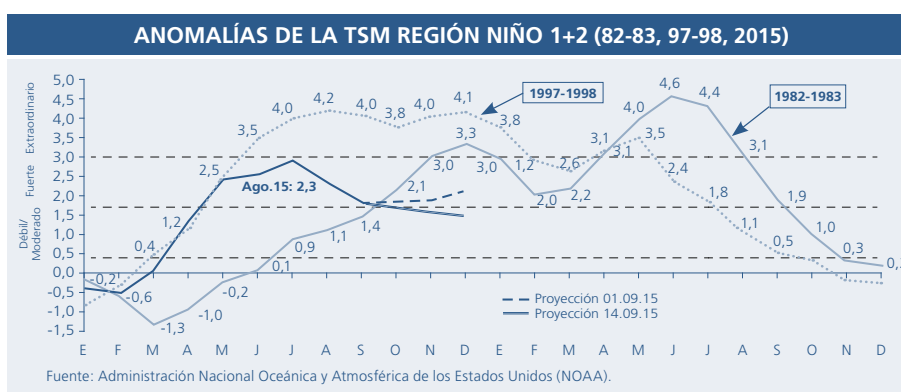
En el Pacífico Central, correspondiente a la zona Niño 3.4, las anomalías se encuentran en niveles por encima a los observados en los 2 últimos episodios 1982-1983 y 1997-1998, asimismo el promedio de los escenarios posibles del modelo de proyección de la National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), indican que las anomalías continuarían incrementándose.



3 1er. Compendio Estadístico Agrario 1950-91, Ministerio de Agricultura, Lima diciembre 1992.

4 El fenómeno El Niño en el Perú, SENAMHI, Lima-Perú, 2014.

Por el contrario, los indicadores recientes para la zona Niño 1+2, relevante para el Perú, muestran que las condiciones atmosféricas y oceanográficas se vienen moderando, aunque se mantiene por encima de lo normal. Asimismo, según el promedio de los escenarios proyectados por la NOAA para esta zona, se proyecta que la reducción de las anomalías continúe en los próximos meses. Si esa predicción se corroborase, el fenómeno El Niño 2015, mostraría un patrón diferente a lo observado en los eventos 1982-1983 y 1997-1998. No obstante ello, las condiciones climáticas pueden diferir de estas predicciones y generar reversiones rápidas en los escenarios proyectados.



En esta línea, resulta conveniente - desde una perspectiva de la administración de riesgos macroeconómicos - conocer cuál sería el impacto del fenómeno El Niño en el PBI ante diferentes escenarios de riesgo.

Para evaluar los efectos potenciales del Fenómeno El Niño actualmente, es importante considerar que, en la práctica, el impacto final de este fenómeno dependerá de las labores de prevención, de la rapidez en la reconstrucción de la infraestructura dañada (sobre todo vial) y del efecto ingreso que pueda disminuir el gasto privado.

A nivel sectorial se observa que en el sector agrícola, en lo que va de 2015, se tiene un avance del 74 por ciento en el calendario de cosechas y las siembras han culminado, por lo que se prevé un leve impacto en este año, el cual se haría visible en una menor producción de frutales zonificados en el norte como el limón y el mango que se encontraban en etapa de floración, en julio, fase muy sensible a los requerimientos térmicos. En 2016, en la medida que se sostengan las anomalías cálidas se afectarían las zonas agroexportadoras de la costa norte –mango, banano orgánico, quinua, uvas, espárragos, arándanos y páprika entre otros-; si su cobertura avanzara hacia el sur se perjudicarían otros productos como la aceituna y la alcachofa y en el caso de sequía en la sierra se afectarían la papa, maíz, habas, alverjas, productos andinos y pastos.

En el sector pesca, para 2015, se prevé un mayor dinamismo respecto al año anterior, pues la primera temporada de pesca en la zona norte centro (88 por ciento de la cuota anual) fue más amplia en 17 días de faenas respecto a la anterior; no hubo segunda temporada en 2014 a diferencia de 2015 que se autorizó en el sur (12 por ciento de la cuota anual), quedando pendiente su apertura en la zona norte centro. Para 2016, sí se harían evidentes los efectos adversos por menores desembarques de anchoveta.

El impacto en el resto de sectores es indirecto dependiendo de su vinculación con el agro y la pesca, siendo la manufactura primaria la más afectada ante una menor disponibilidad de insumos agrícolas y marinos. Los precios agrícolas oscilarían (por menor oferta), así como la balanza comercial (por menores exportaciones y mayores importaciones) y la menor actividad económica redundaría en una menor recaudación tributaria.





El efecto al alza sobre los precios sería temporal, y sus impactos se moderarían al estimularse la oferta en otras regiones por la gran diversidad de ecosistemas que permite producir un producto en diferentes regiones o en el siguiente ciclo productivo (período corto en cultivos de pan llevar); o por sustitución debido a la diversidad de la oferta alimentaria más la importación de alimentos.

Cabe precisar también que diecisiete años después del último “Niño” extremo, se cuenta con mayor tecnología y mayor información por parte del Comité Multisectorial ENFEN. Para el presente año se ha presupuestado cerca de 0,4 punto porcentual del PBI por concepto de prevención, porcentaje similar al ejecutado por gastos de emergencia y obras de rehabilitación en 1998 (alrededor de 0,5 por ciento del PBI, Memoria 1998, BCRP), adicionalmente se ha flexibilizado la aplicación de las normas orientadas a dinamizar las acciones destinadas a reducir riesgos y prepararse ante “El Niño”⁵.

Los productores, han ejecutado medidas de prevención mayoritariamente en cultivos de agro exportación, han tomado seguros contra riesgo climático, usan una mayor variedad de semillas resistentes a cambios climáticos y se ha mejorado el aprovechamiento del agua. Asimismo, hay una mayor disposición para aprovechar los efectos favorables de “El Niño”⁶, como los mejores precios de exportación por menor oferta de otros países competidores, ampliación de ventanas de exportación que dejan otros países productores debido a que “El Niño” es un evento global⁷.

5 D.U. 004-2015, medidas extraordinarias para hacer frente al Fenómeno El Niño.

6 Humedad del suelo, regeneración de bosques, mayor reserva hídrica, ampliación de la diversidad marina -especies de aguas cálidas como conchas de abanico, langostino, samasa, tolo, merlín, perico y sardina.

7 “El Niño” influye en los patrones de temperatura y precipitación en muchas regiones del mundo, El fenómeno El Niño en el Perú, SENAMHI, lima 2014.

III. Balanza de pagos

Balanza en cuenta corriente

28. Durante el primer semestre de 2015 la balanza en cuenta corriente registró un déficit de US\$ 4,2 mil millones (4,5 por ciento del PBI), menor al de igual periodo del año previo. Esta disminución del déficit de cuenta corriente obedece al crecimiento de los volúmenes de exportación tradicional, en particular minería, exportaciones de servicios (turismo) y la disminución de las importaciones de bienes de capital. El impacto negativo de los menores términos de intercambio sobre la balanza comercial fue compensado parcialmente por una menor renta de factores, en línea con las menores utilidades de las empresas del sector hidrocarburos y minería. En este período el déficit fue financiado por entradas de capitales de largo plazo por US\$ 4,8 mil millones.
29. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se proyecta en 3,2 por ciento para 2015, menor al observado en 2014. Respecto al Reporte previo, se observaría un nivel más bajo de déficit en cuenta corriente en un contexto de menor actividad económica, mayores exportaciones netas en términos reales y menor renta de factores que excederían al efecto del mayor deterioro de los términos de intercambio.

Para 2016 se estima un déficit en cuenta corriente ligeramente menor al de 2015, donde los mayores volúmenes exportados compensarían los menores términos de intercambio. Para 2017 se proyecta un fuerte aumento de las exportaciones mineras asociado a los mayores niveles de producción de cobre de importantes minas como Las Bambas y Cerro Verde.





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

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-5 128	-8 031	-4 218	-7 967	-6 081	-7 309	-6 222	-4 949
<i>Porcentaje del PBI</i>	-5,2	-4,0	-4,5	-3,9	-3,2	-3,3	-3,1	-2,3
1. Balanza comercial	-1 080	-1 276	-2 008	-1 693	-2 107	-499	-2 036	46
a. Exportaciones	19 271	39 533	16 244	36 326	33 767	40 099	34 573	38 904
b. Importaciones	-20 351	-40 809	-18 253	-38 019	-35 874	-40 598	-36 609	-38 859
2. Servicios	-843	-1 800	-883	-1 536	-1 755	-1 467	-1 582	-1 618
3. Renta de factores	-4 967	-9 328	-2 888	-8 230	-5 636	-8 956	-6 112	-7 007
4. Transferencias corrientes	1 762	4 374	1 561	3 492	3 418	3 612	3 507	3 631
Del cual: Remesas del exterior	1 293	2 639	1 296	2 847	2 851	2 948	2 924	3 018
II. CUENTA FINANCIERA	3 793	5 853	2 375	6 509	5 529	7 309	8 222	5 949
Del cual:								
1. Sector privado	3 775	5 859	2 570	4 446	2 524	5 148	4 214	4 309
a. Largo plazo	2 693	6 490	3 297	4 563	3 187	5 148	4 214	4 250
b. Corto plazo ^{1/}	1 083	-631	-727	-117	-664	0	0	59
2. Sector público ^{2/}	18	-6	-195	2 063	3 005	2 161	4 008	1 639
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	-1 335	-2 178	-1 843	-1 458	-552	0	2 000	1 000
Nota:								
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado (% del PBI) ^{3/}	7,8	7,2	5,0	5,3	3,9	4,5	3,8	3,9
PBI (miles de millones de US\$)	99	203	94	204	193	220	200	215
* Proyección.								
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.								

30. Se espera una estabilización del financiamiento de largo plazo de fuentes privadas hacia 2017 en torno al 3,9 por ciento del PBI. Este nivel es menor al observado en los últimos años, lo que está asociado por un lado al término del ciclo observado de grandes inversiones mineras en parte como respuesta al fin del período de altas tasas de crecimiento de los precios de las materias primas y, por otro lado, a un escenario de mayores tasas de interés externas en línea con la expectativa del mercado respecto al ajuste que realizaría la Reserva Federal en 2015. No obstante, dicho financiamiento continuará excediendo la brecha en la cuenta corriente en el período 2015-2017, siendo el principal componente la inversión directa extranjera.



31. La disminución del déficit en cuenta corriente en el periodo 2015-2017 es consistente con una reducción de la participación de la inversión de 25,9 por ciento en 2014 a 24,2 por ciento del PBI en 2017. La composición de la inversión se orientaría más hacia obras de infraestructura, aunque sin alcanzar las magnitudes de inversión en minería de los años previos. También supone un aumento moderado en el ahorro interno de los sectores público y privado nacionales.

Cuadro 17
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
1. INVERSIÓN BRUTA FIJA	24,9	25,9	22,6	25,4	24,2	25,2	24,2	24,2
2. AHORRO INTERNO NETO 1/	19,7	22,0	18,2	21,4	21,1	21,9	21,0	21,9
a. Privado	11,0	16,7	11,9	17,9	18,1	18,0	18,3	19,0
b. Público	8,7	5,2	6,3	3,6	3,0	3,9	2,7	2,9
3. AHORRO EXTERNO	5,2	4,0	4,5	3,9	3,2	3,3	3,1	2,3

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

Balanza comercial

32. Durante el primer semestre del presente año la balanza comercial registró un déficit equivalente a US\$ 2 008 millones, mayor al de igual período de 2014. Este





resultado refleja una reducción de las exportaciones en 15,7 por ciento, mientras que las importaciones presentaron una contracción del orden del 10,3 por ciento en un escenario de menores términos de intercambio. Las menores ventas al exterior estuvieron principalmente asociadas a la disminución en los precios de productos tradicionales, al que se sumó el efecto de menores volúmenes de productos no tradicionales. Por el lado de las importaciones, la reducción estuvo asociada a la dinámica observada en el semestre en el consumo e inversión.

En el caso de los envíos tradicionales, los países que presentaron las mayores reducciones en la compra de dichos bienes fueron China (hierro y cobre), Estados Unidos (plata y petróleo), Japón (petróleo, cobre y harina de pescado) y Brasil (petróleo). Asimismo, las bajas tasas de crecimiento de la actividad en América Latina durante el primer semestre del año se reflejaron en una reducción en los envíos de productos no tradicionales hacia dicha región. Así, Venezuela contrajo sus compras de productos textiles; Colombia de productos textiles y químicos; Ecuador de productos sidero-metalúrgicos y metal-mecánicos; y Brasil de productos sidero-metalúrgicos y minerales no metálicos.

33. La proyección de la balanza comercial para el año **2015** se ha revisado a la baja, de un déficit de US\$ 1,7 mil millones en el Reporte de Inflación de mayo a un déficit de US\$ 2,1 mil millones en el presente Reporte en un contexto de menores términos de intercambio. La revisión toma en cuenta el efecto de menores exportaciones tradicionales asociado a un mayor deterioro previsto de los precios, en particular del cobre y oro, dos de nuestros principales productos de exportación. El efecto sería parcialmente compensado por las menores importaciones de bienes de consumo y de capital, en línea con la revisión a la baja de las proyecciones de consumo privado e inversión para este año.

Para **2016** se espera un déficit comercial similar al que se observaría en el presente año. La mejora en los volúmenes exportados tanto de productos tradicionales (cobre, principalmente) como no tradicionales serían compensados por el efecto de mayores importaciones, principalmente de bienes de capital, asociado a la mayor inversión, la cual volvería a presentar una tasa de crecimiento positiva en dicho año.

Se estima que las exportaciones tradicionales aumenten de manera importante en **2017** por el incremento en la capacidad de producción de importantes proyectos de cobre, la estabilización de los precios de los metales que exportamos, los mayores volúmenes de harina de pescado (siendo este un año en donde ya no se tendría los efectos del Fenómeno de El Niño) y por mayores exportaciones no tradicionales. Todo ello se traduciría en una balanza comercial con saldo positivo después del déficit observado en el período 2014-2016.

Cuadro 18								
BALANZA COMERCIAL								
(Millones de US\$)								
	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
EXPORTACIONES	19 271	39 533	16 244	36 326	33 767	40 099	34 573	38 904
<i>De las cuales:</i>								
Productos tradicionales	13 586	27 685	11 011	24 284	22 492	27 541	22 903	26 378
Productos no tradicionales	5 579	11 677	5 191	11 824	11 113	12 358	11 470	12 327
IMPORTACIONES	20 351	40 809	18 253	38 019	35 874	40 598	36 609	38 859
<i>De las cuales:</i>								
Bienes de consumo	4 264	8 896	4 095	9 200	8 686	9 901	8 992	9 391
Insumos	9 370	18 815	8 036	14 737	14 733	15 770	14 202	15 218
Bienes de capital	6 623	12 913	5 919	12 153	11 620	13 170	11 903	12 736
BALANZA COMERCIAL	-1 080	-1 276	-2 008	-1 693	-2 107	-499	-2 036	46

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Cuadro 19								
BALANZA COMERCIAL								
(Variaciones porcentuales)								
	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
1. Valor:								
Exportaciones	-6,6	-7,8	-15,7	-8,1	-14,6	10,4	2,4	12,5
Productos tradicionales	-11,5	-12,3	-19,0	-12,3	-18,8	13,4	1,8	15,2
Productos no tradicionales	8,5	5,5	-7,0	1,3	-4,8	4,5	3,2	7,5
Importaciones	-2,0	-3,4	-10,3	-6,8	-12,1	6,8	2,0	6,1
2. Volumen:								
Exportaciones	2,5	-1,0	-3,0	1,1	-1,2	8,3	7,2	10,0
Productos tradicionales	0,6	-3,2	-2,1	-0,4	-0,9	9,9	8,4	11,7
Productos no tradicionales	9,0	6,2	-4,2	2,7	-2,2	5,7	4,4	6,1
Importaciones	-1,4	-1,9	-1,1	0,4	-3,1	4,2	2,2	4,0
3. Precio:								
Exportaciones	-8,9	-6,9	-13,1	-9,1	-13,4	1,9	-4,5	2,3
Productos tradicionales	-12,0	-9,4	-17,2	-11,9	-18,2	3,2	-5,9	2,7
Productos no tradicionales	-0,4	-0,7	-2,9	-1,4	-2,4	-1,1	-1,1	1,3
Importaciones	-0,6	-1,5	-9,3	-7,2	-9,4	2,5	-0,1	2,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

34. Se prevé una disminución de las exportaciones de 14,6 por ciento para el año 2015 (caída de 8,1 por ciento en el Reporte previo), principalmente por menores exportaciones tradicionales. El presente Reporte considera una mayor contracción del volumen de exportaciones tradicionales para este año, principalmente de productos petroleros, en línea con la menor producción de las empresas del sector hidrocarburos, debido a la caída en el precio internacional del petróleo.
35. En el horizonte de proyección **2016-2017** se estima una recuperación en las exportaciones mineras, principalmente de cobre, reflejando el impacto positivo sobre la producción de dicho metal de la entrada en operación del proyecto Las

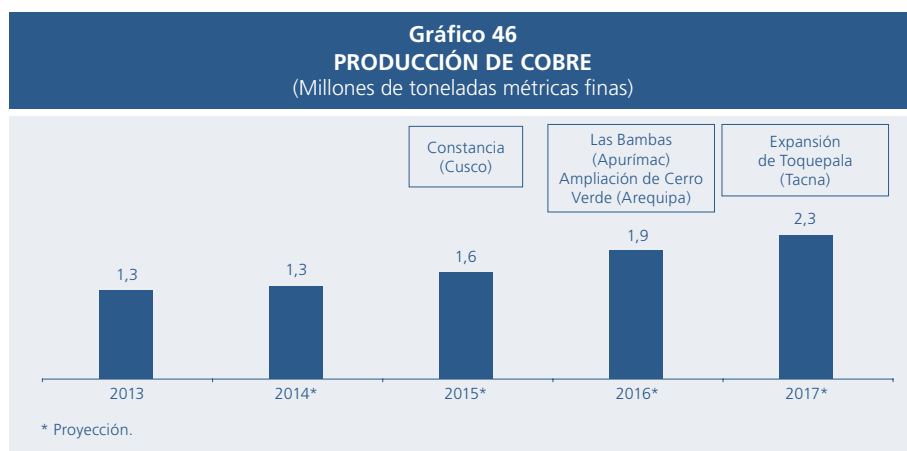


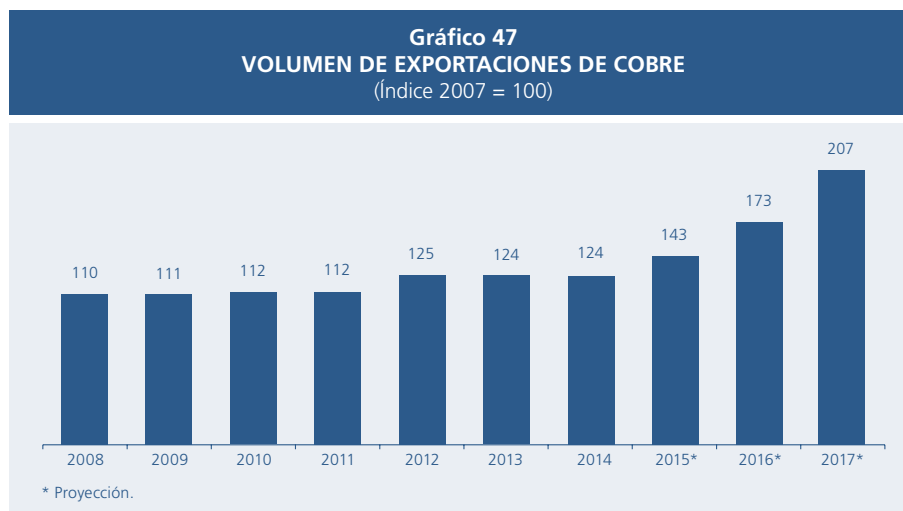


Bambas, la ampliación de Cerro Verde, la recuperación de las leyes de extracción de Antamina y los mayores niveles de producción de Constancia y Toromocho. Asimismo, se observarán mayores embarques de productos pesqueros, asumiendo la normalización de las condiciones climáticas hacia finales de 2016.

La tasa de crecimiento de las exportaciones no tradicionales para **2015** será menor a la proyectada en el Reporte de Inflación de mayo principalmente por los datos observados, así como por el crecimiento negativo que se observaría en los envíos pesqueros, debido a los efectos de un Fenómeno de El Niño de intensidad moderada/fuerte; y las menores ventas al exterior de productos textiles por la desaceleración de América Latina, uno de los principales destinos de venta de dichos productos.

Para **2016** y **2017** se espera que las exportaciones no tradicionales sean US\$ 11,5 mil millones y US\$ 12,3 mil millones, como resultado de la recuperación de los precios y la mayor demanda, en línea con el mayor crecimiento de nuestros principales socios comerciales (América Latina y Estados Unidos).

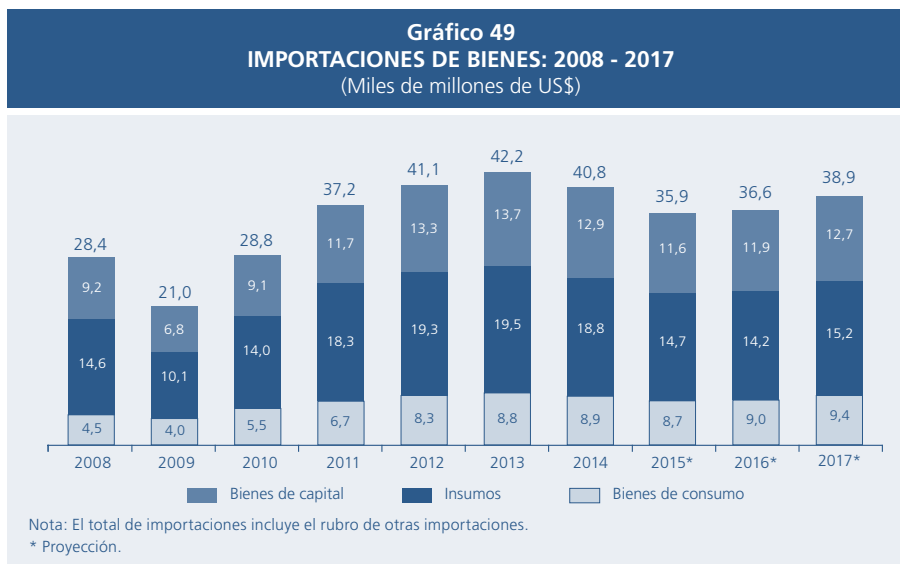




36. Para **2015** se prevé que el nivel de importaciones ascenderá a US\$ 35,9 mil millones, monto inferior al previsto en el Reporte de Inflación de mayo. La revisión a la baja refleja principalmente menores volúmenes de bienes de capital (de -0,7 a -7,3 por ciento), insumos industriales (de 1,2 a -3,9 por ciento) y bienes de consumo (de -2,9 a -5,7 por ciento), en línea con la menor tasa de crecimiento prevista de la actividad económica y la elevación observada en el tipo de cambio.

En **2016** se proyecta una recuperación del volumen de importaciones como resultado del mayor crecimiento de la actividad manufacturera e inversión para el año. Para **2017** se estima un mayor crecimiento real de las importaciones, acorde con el crecimiento de la demanda interna.





Términos de intercambio

37. En los siete primeros meses de 2015, el índice de términos de intercambio registró un nivel promedio de 94,0, menor en 4,6 por ciento con respecto a similar periodo de 2014. El índice de precios de exportación cayó 13,6 por ciento y el de importaciones 9,5 por ciento en el mismo periodo.
38. Por el lado de los precios de importación, destacó la fuerte caída en el precio promedio del petróleo a cerca de la mitad del valor registrado en el mismo periodo del año anterior en un contexto de amplia oferta global de crudo y de expectativas de menor demanda. La caída en el precio del petróleo afectó a la baja la cotización de los alimentos que además se ven presionados por la incertidumbre sobre si China pueda sostener el ritmo de sus importaciones.

Por el lado de las exportaciones, la caída en los precios de los metales básicos fue explicada por las mayores preocupaciones en torno al desempeño de China tras la caída bursátil y la depreciación del yuan. En el caso del oro, la menor cotización sigue siendo explicada por el fortalecimiento del dólar ante las expectativas de alza de tasas por parte de la Fed, aunque registró presiones al alza derivadas de demanda como activo de refugio en los episodios de mayor estrés.

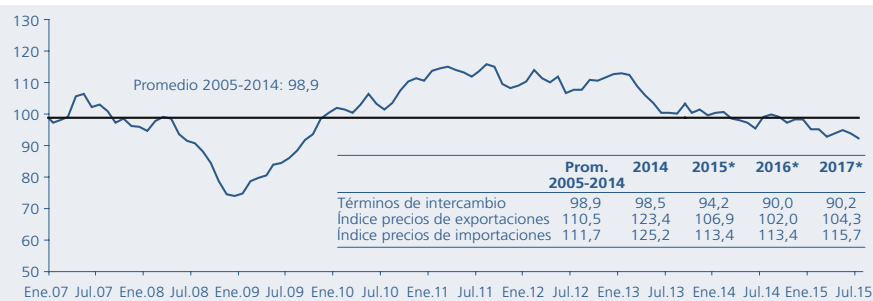
39. Se estima que los términos de intercambio disminuyan 4,4 por ciento durante 2015, 4,5 por ciento en 2016 y comiencen a corregir en 2017 a una tasa de 0,2 por ciento.

Cuadro 20
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO 2013 - 2017
(Datos promedio anuales)

	2013	2014	2015*		2016*		2017*
	Año	Año	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
Términos de intercambio	-5,7	-5,4	-2,0	-4,4	-0,6	-4,5	0,2
Precios de Exportaciones	-5,7	-6,9	-9,0	-13,4	1,9	-4,5	2,3
Cobre (ctv US\$ por libra)	332	311	277	252	285	234	237
Zinc (ctv US\$ por libra)	87	98	100	90	102	83	84
Plomo (ctv US\$ por libra)	97	95	88	82	90	79	80
Oro (US\$ por onza)	1 411	1 266	1 205	1 163	1 200	1 126	1 137
Precios de Importaciones	0,1	-1,5	-7,2	-9,4	2,5	-0,1	2,0
Petróleo (US\$ por barril)	98	93	55	50	64	48	52
Trigo (US\$ por TM)	266	243	200	191	215	193	211
Maíz (US\$ por TM)	235	155	144	143	158	155	163
Aceite de Soya (US\$ por TM)	992	812	713	668	733	626	645

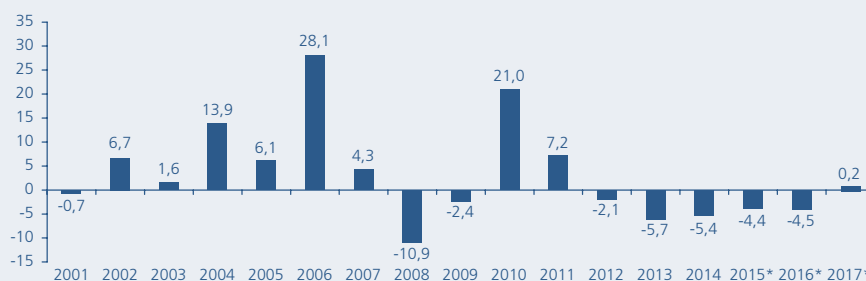
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.
Fuente: BCRP.

Gráfico 50
ÍNDICES DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: ENERO 2007 - JULIO 2015
(2007=100)



Ene.07 Jul.07 Ene.08 Jul.08 Ene.09 Jul.09 Ene.10 Jul.10 Ene.11 Jul.11 Ene.12 Jul.12 Ene.13 Jul.13 Ene.14 Jul.14 Ene.15 Jul.15
* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 51
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001 - 2017
(Variaciones porcentuales)



* Proyección.
Fuente: BCRP.





Cobre

40. El precio del **cobre** se redujo 20,0 por ciento en los primeros ocho meses de 2015, cerrando agosto con una cotización promedio mensual de US\$/lb. 2,33. El cobre disminuyó rápidamente hasta alcanzar un mínimo de US\$/lb. 2,217 el 24 de agosto.

Las presiones a la baja se explican por las perspectivas de que la demanda de cobre de China crecería menos de lo esperado. La anticipación de este cambio en el consumo de cobre de China, refuerza las previsiones iniciales de que el mercado registrará un superávit global de oferta importante este año⁸.

Las señales de menor dinamismo chino se sostuvieron en la desaceleración de su PBI, en especial en el menor crecimiento de su actividad manufacturera; en la caída de sus exportaciones totales; en la desaceleración de su inversión en infraestructura eléctrica; y en la desaceleración de su sector inmobiliario. La contracción en la demanda fue acompañada con un incremento importante en la producción de cobre, a pesar de los recortes no planeados en la oferta⁹. Ello se reflejó en un incremento en los inventarios mundiales¹⁰.

Para el horizonte de proyección, se prevé una recuperación de la demanda china a partir de cuarto trimestre aunque por debajo de las previsiones iniciales. Adicionalmente, se proyecta una mayor disponibilidad de oferta, debido al inicio de producción de grandes proyectos a partir del segundo semestre del año. En especial, se espera crecimiento en la producción en los próximos dos años, proveniente de Las Bambas, Toromocho, Sentinel y Cerro Verde, que contrarrestarían el declive de la producción de minas con menores leyes. En línea con estos desarrollos, se revisa a la baja los precios del cobre para 2015 y 2016 a un precio promedio de US\$/lb. 2,52 y US\$/lb. 2,34, respectivamente.

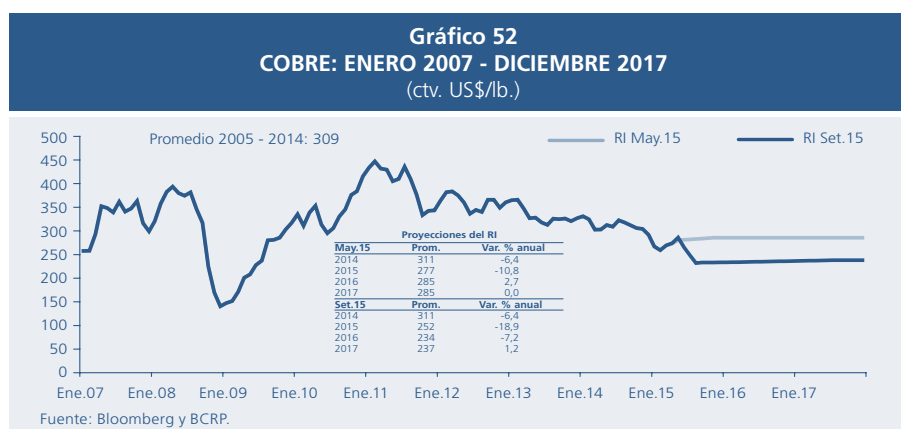
Se mantienen riesgos al alza asociados a la probable recuperación de la demanda china debido a las medidas de estímulo que iría implementando el gobierno, en especial es clave el apoyo a la expansión del crédito para la actividad industrial (debido a que el comercio y la demanda de cobre son actividades con un elevado grado de apalancamiento). También es probable un incremento

8 A pesar que el Grupo de Estudio Internacional del Cobre (ICSG por sus siglas en inglés) reportó que el superávit global de oferta se redujo a solo 4 mil toneladas en el periodo enero a mayo de 2015, debido principalmente a la recuperación estacional del consumo de China en los meses de abril y mayo.

9 Exportaciones de Grasberg se detuvieron el 25 de julio por las nuevas regulaciones del gobierno de Indonesia.

10 Los inventarios bursátiles globales aumentaron alrededor de 70 por ciento en los primeros ocho meses del año, destacando las alzas de los inventarios en LME y la bolsa de Shanghai. Los inventarios bursátiles superaron las 500 mil toneladas a fines de agosto.

de la inversión en infraestructura, en especial el crecimiento de la inversión en el sector eléctrico, que se ha rezagado respecto a lo previsto en el Reporte anterior. Los riesgos a la baja son la posibilidad de que el consumo de cobre de China continúe deteriorándose, así como un recorte de la producción mayor al esperado.



Zinc

41. El precio promedio del **zinc** disminuyó 14,9 por ciento en los primeros ocho meses del año, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/lb. 0,80 en agosto de 2015. Sin embargo, la cotización del zinc se incrementó en el segundo trimestre del año, aumentando hasta un máximo de US\$/lb. 1,09 el 6 de mayo, para luego iniciar una caída hasta un mínimo de US\$/lb. 0,77 el 24 de agosto.

La caída del precio del zinc se sustentó en los temores de una desaceleración de la demanda de China, en un contexto de un inesperado superávit de oferta global en el primer semestre¹¹. El exceso de oferta fue explicado por un crecimiento de la producción de zinc refinado de 9,4 por ciento anual en el primer semestre de 2015, y por una desaceleración de la demanda global¹². Esto último debido a que el consumo de zinc de China sólo creció 3,4 por ciento, mientras que la demanda de Estados Unidos se redujo 3,3 por ciento en el mismo periodo.

Los temores de un mercado bien abastecido contrarrestaron las expectativas de desaceleración del crecimiento de la oferta debido al cierre de las minas Century en Australia y Lisheen que presionarían al mercado a partir del cuarto trimestre de 2015. Los fundamentos del mercado del zinc indican un mercado un poco más ajustado en

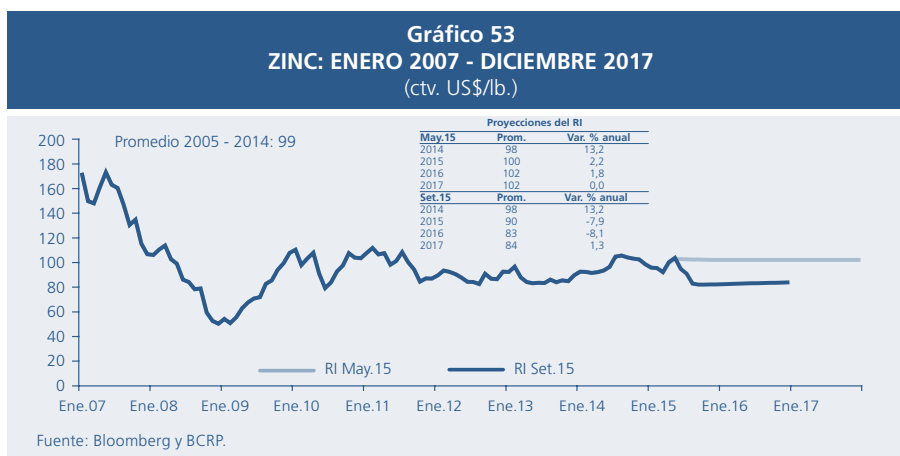
11 El Grupo de Estudio Internacional del Zinc y el Plomo (ILZSG por sus siglas en inglés) reportaron un superávit de oferta global de 157 mil toneladas en el primer semestre del año debido al estancamiento de la demanda mundial, en especial la desaceleración de la demanda china.
12 De acuerdo la reporte del Grupo de Estudio Internacional del Zinc y el Plomo (ILZSG por sus siglas en inglés) de agosto de 2015.





el último trimestre del año. Se estima que la producción de zinc refinado no crecería al mismo ritmo que el crecimiento en el consumo, generando presiones al alza en el precio.

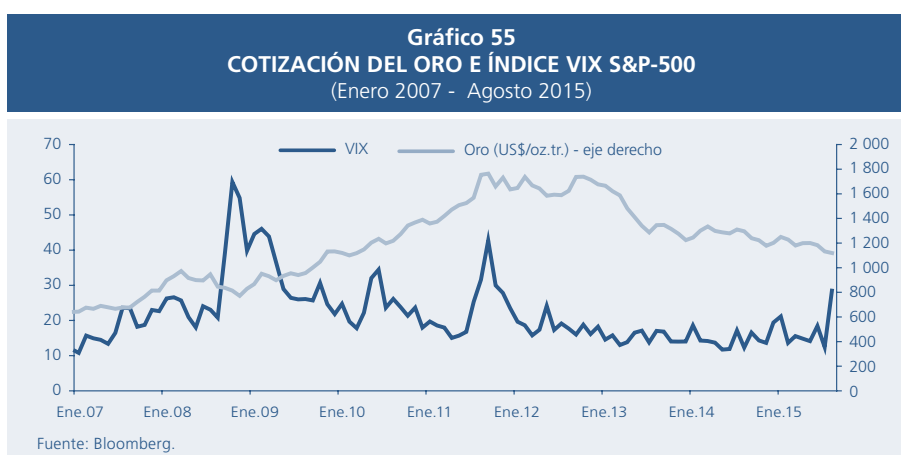
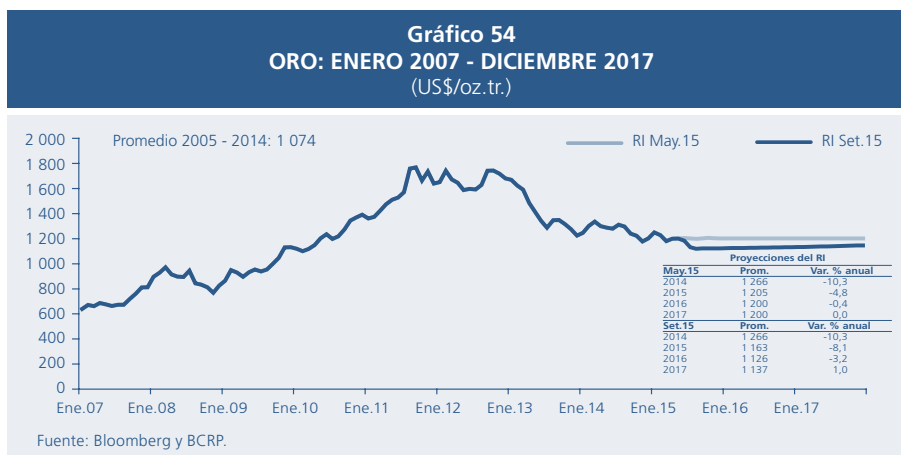
En este contexto, se prevé que, en el horizonte de proyección, la cotización internacional de zinc se recupere en los meses que siguen, aunque la mayor debilidad de China ubica los precios por debajo de los niveles estimados en el Reporte de Inflación de mayo.



Oro

42. La cotización del **oro** se redujo 8,1 por ciento en los primeros ocho meses de 2015, cerrando agosto con una cotización promedio mensual de US\$/oz.tr. 1 103. Durante la mayor parte del año, el precio del oro mantuvo su tendencia descendente presionado por el fortalecimiento del dólar ante las expectativas de que la Fed inicie el proceso de alza de la tasa de interés. A ello se sumó, en los últimos meses, la menor demanda física de oro de las principales economías emergentes debido a la depreciación de sus monedas. Esta caída fue limitada por la mayor demanda de este metal como activo seguro, en especial en periodos de marcada volatilidad financiera.

En el horizonte de proyección se espera que el precio del oro se ubique por debajo del estimado en el Reporte de mayo. Las señales de que la Fed mantenga su decisión de aumentar su tasa de interés y de que las expectativas que la economía de Estados Unidos continuarán mejorando mantendrán las presiones a la baja sobre el precio del oro. Las perspectivas de una baja inflación en la mayoría de economías afectarían la demanda.



Petróleo

43. El precio del **petróleo WTI** se redujo 26,8 por ciento en los primeros ocho meses de 2015, promediando una cotización mensual de US\$/bl. 43,8 en agosto. Este comportamiento descendente se asoció al exceso de oferta global de crudo, en respuesta principalmente a un incremento en la producción global.

Por un lado, los países miembros de la OPEP aumentaron su producción con la estrategia de mantener su participación. A esta estrategia se añadió las expectativas de retorno de la producción de crudo de Irán, luego que se acordara levantar las sanciones impuestas por el desarrollo de su Programa Nuclear¹³. De otro lado, la mayor oferta también se sustenta en la producción de los países que no son miembros

13 Aunque todavía falta la aprobación del Congreso de Estados Unidos.



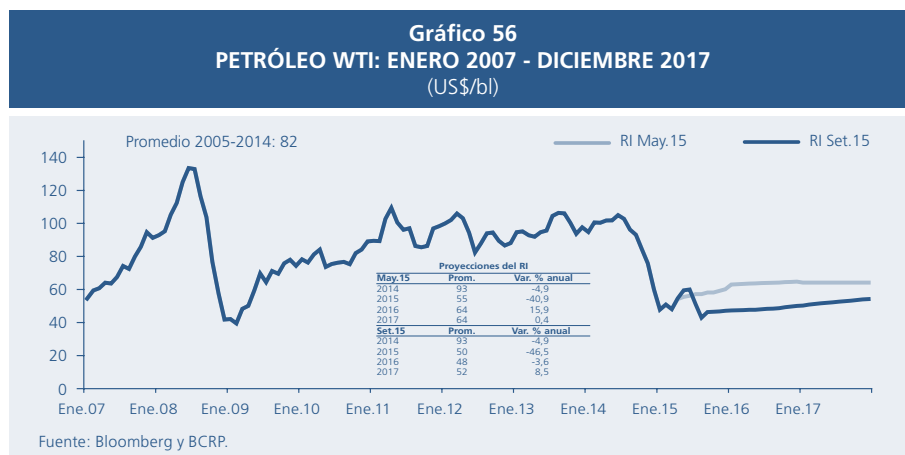


de la OPEP: la producción de crudo de Estados Unidos alcanzó niveles máximos no registrados desde 1972; y permitió que los inventarios de crudo alcanzaran niveles no vistos desde 1930. Ello mostraría que la producción de petróleo de Estados Unidos podría ser menos sensible a los bajos precios de lo que se anticipaba en el Reporte de Inflación previo.

Por el lado de la demanda, las perspectivas han sido afectadas por las señales de desaceleración económica de China, el país que más ha contribuido con el crecimiento de la demanda en la última década.

En este contexto, se revisa a la baja la proyección del precio del petróleo WTI. Sin embargo, se mantienen elevados los factores de riesgo, tanto a la baja como al alza. Los riesgos a la baja se asocian a un rápido retorno de la producción de Irán al mercado; la posibilidad de que la producción de Estados Unidos no se reduzca según lo estimado; que el consumo de China disminuya; y que la demanda global de crudo sea más inelástica de lo estimado.

Entre los riesgos al alza, destaca una reducción rápida de la producción en los países no miembros de la OPEP. La Agencia Internacional de Energía estima que la producción de crudo de los países no miembros de la OPEP se mantendrá estable en 2016, y que este año sólo se incremente alrededor de 1,0 millón de barriles diarios¹⁴. En especial, indicadores adelantados señalan que la producción de petróleo de Estados Unidos ha comenzado a disminuir y continuará cayendo el resto del año, e incluso en 2016 si el precio no se recupera¹⁵. Además, el número de plataformas petroleras en los países no miembros de la OPEP ha caído más de 20 por ciento desde julio de 2014¹⁶.



14 Menor al crecimiento de la producción de los países no miembros de la OPEP de 2,4 millones de barriles diarios de 2014.

15 Según el Short Term Energy Outlook, agosto 2015.

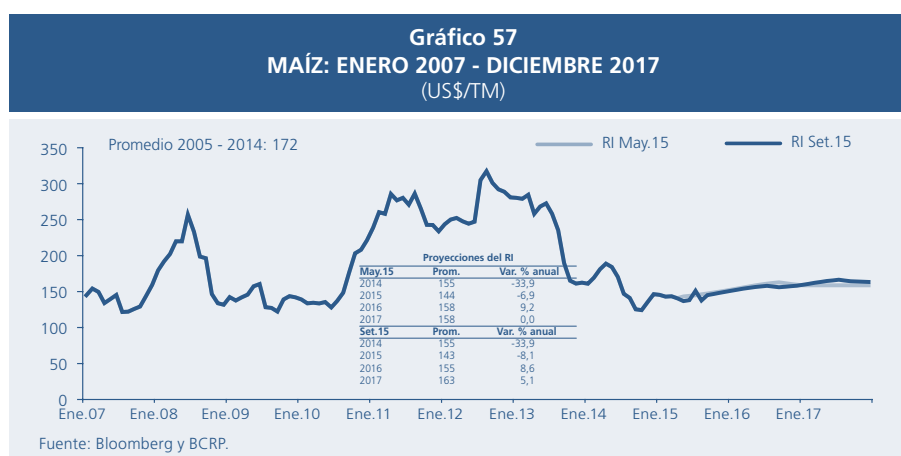
16 Según estadísticas de Bakker Hugh.

Maíz

44. En agosto, la cotización internacional promedio del **maíz** fue de US\$/TM 136,0, menor en 2,2 por ciento al promedio de abril de 2015.

Esta evolución se sustentó en la mejora de las condiciones climáticas en agosto, lo que generó una revisión al alza de los rendimientos en Estados Unidos y de los inventarios finales por parte de USDA. Otro factor que presionó a la baja el precio de los cultivos fue la caída del precio del petróleo, lo que disminuyó la demanda por biocombustible como el etanol. La caída de la cotización del maíz se vio limitada por las excesivas lluvias en Estados Unidos a fines de junio y julio, lo que generó preocupaciones sobre el estado de los cultivos.

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



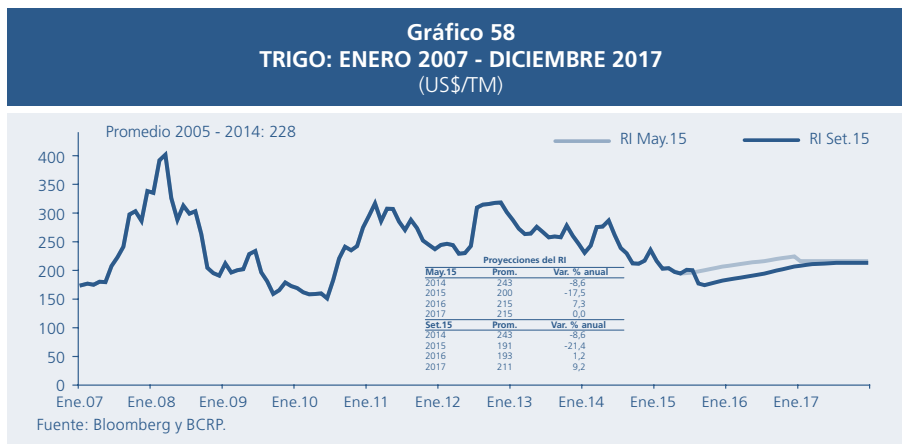
Trigo

45. Al mes de agosto, el precio internacional del **trigo** registró una caída de 10,2 por ciento respecto a abril y cerró con un nivel promedio de US\$/TM 176,0.

La caída del precio del trigo estuvo explicada por las favorables condiciones climáticas en agosto en Estados Unidos y la revisión al alza de los inventarios finales de USDA para la campaña 2015/2016 cuando el mercado esperaba lo contrario. Otros factores que presionaron el precio a la baja fueron la apreciación del dólar respecto al euro que restó competitividad a las exportaciones estadounidenses respecto a sus similares europeos, así como los mayores rendimientos previstos en otros importantes productores de trigo como Rusia.

Debido a estos factores, se estima que el precio del trigo se cotice a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo.



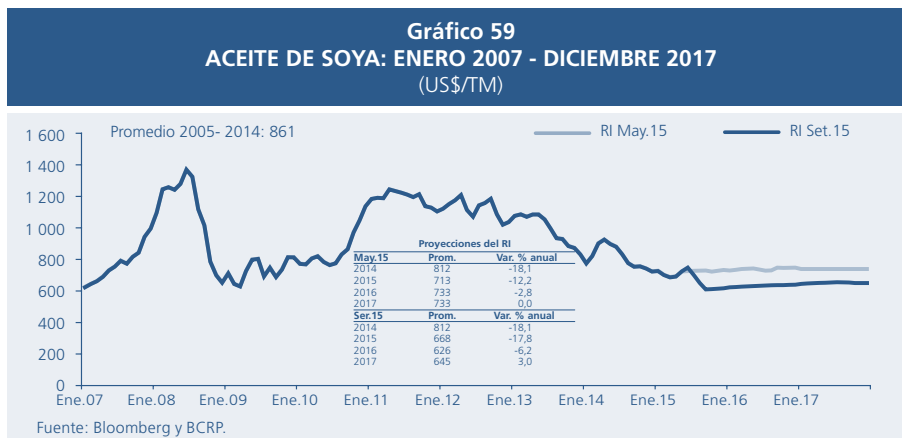


Aceite de Soya

46. La cotización promedio de agosto del aceite de soya fue US\$/TM 644,0, nivel inferior en 6,2 por ciento al promedio de abril de 2015. Esta evolución es explicada por los retrocesos en julio (6,5 por ciento respecto a junio) y agosto (7,4 por ciento respecto a julio).

El principal factor que impulsó el precio a la baja fue la disminución de la cotización del petróleo en los dos últimos meses. Otro factor que presionó a la baja durante agosto fue el temor sobre si China, principal importador de soya, podría sostener su nivel de demanda luego de la devaluación del yuan.

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



Financiamiento externo

47. El flujo neto de financiamiento externo privado de largo plazo alcanzará US\$ 3,2 mil millones en **2015**, contándose como inversiones en el exterior por parte de residentes un total de US\$ 2,4 mil millones y como inversiones en el país por parte de no residentes US\$ 5,6 mil millones. Este nivel de financiamiento neto es menor al estimado en el Reporte de Inflación previo. La revisión considera principalmente menos flujos de inversión extranjera directa, en línea con la revisión a la baja del crecimiento de la inversión privada, así como un menor financiamiento para el sector no financiero.

Para el horizonte **2016-2017** se proyecta una entrada neta de capitales de largo plazo más gradual respecto a lo proyectado en el Reporte de Inflación de mayo, totalizando flujos netos positivos de US\$ 4,2 mil millones (2,1 por ciento del PBI) y US\$ 4,3 mil millones en cada año (2,0 por ciento del PBI), respectivamente. La proyección para este período considera un escenario de aumento gradual de las tasas de interés internacionales en los siguientes años.

Cuadro 21
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
A. LARGO PLAZO	2 693	6 490	3 297	4 563	3 187	5 148	4 214	4 250
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>2,7</i>	<i>3,2</i>	<i>3,5</i>	<i>2,2</i>	<i>1,7</i>	<i>2,3</i>	<i>2,1</i>	<i>2,0</i>
1. ACTIVOS	-2 667	-4 548	-844	-4 330	-2 366	-2 703	-1 492	-2 611
2. PASIVOS	5 360	11 038	4 141	8 893	5 553	7 851	5 707	6 861
Inversión directa extranjera								
en el país	4 519	7 885	4 038	7 620	5 935	5 618	4 867	4 930
Sector no financiero	993	3 023	446	1 001	-37	1 233	839	1 931
<i>Préstamos de largo plazo</i>	<i>-169</i>	<i>1 078</i>	<i>722</i>	<i>-146</i>	<i>185</i>	<i>-305</i>	<i>-573</i>	<i>180</i>
<i>Inversión de cartera</i>	<i>1 163</i>	<i>1 945</i>	<i>-276</i>	<i>1 148</i>	<i>-222</i>	<i>1 538</i>	<i>1 412</i>	<i>1 751</i>
Sector financiero	-153	131	-342	271	-343	1 000	0	0
<i>Préstamos de largo plazo</i>	<i>-439</i>	<i>-593</i>	<i>-341</i>	<i>-30</i>	<i>-338</i>	<i>500</i>	<i>-500</i>	<i>-550</i>
<i>Inversión de cartera</i>	<i>286</i>	<i>723</i>	<i>-1</i>	<i>301</i>	<i>-5</i>	<i>500</i>	<i>500</i>	<i>550</i>
B CORTO PLAZO ^{1/}	1 083	-631	-727	-117	-664	0	0	0
C SECTOR PRIVADO (A + B)	3 775	5 859	2 570	4 446	2 524	5 148	4 214	4 250

* Proyección.

1/ Incluye errores y omisiones netos.

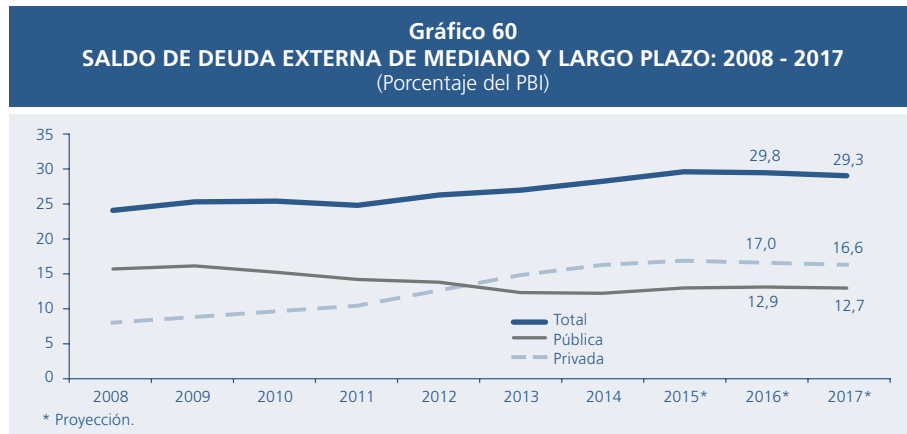
RI: Reporte de Inflación.

48. El flujo positivo que se espera en la **cuenta financiera del sector público** para los siguientes 3 años (cerca de US\$ 9,0 mil millones) refleja importantes desembolsos destinados a financiar diversos proyectos de inversión como la ampliación de la Refinería de Talara y el desarrollo de la Línea 2 del Metro de Lima en ese período, así como las necesidades de financiamiento del fisco.





49. A finales de 2014, el endeudamiento externo del sector privado representó 16,6 por ciento del PBI, mientras que el del sector público fue equivalente a 11,8 por ciento del producto. Se espera que la deuda externa se mantenga estable en el horizonte de proyección con una mayor preferencia de los agentes económicos por financiamiento en moneda nacional.



50. 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 se fueron construyendo de manera preventiva en el periodo de inlfujos de capitales y de altos precios de *commodities*.

Cuadro 22
INDICADORES DE COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Como porcentaje de:	2005	2010	2015*
PBI	19,0	29,7	31,8
Deuda externa de corto plazo ^{1/}	292,7	506,9	641,9
Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	385,5	360,2	392,2

* Proyección.
1/ Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector privado y público.



Recuadro 2
POTENCIAL AGROEXPORTADOR DEL PERÚ

El sector agroexportador peruano ha mostrado un crecimiento exponencial en los últimos diecisiete años. Durante ese periodo, el valor de estas exportaciones se incrementó en 707,7 por ciento y según el Ministerio de Agricultura y Riego se prevé que el valor de las agro exportaciones pasaría de US\$ 5 048 a US\$ 7 000 millones entre 2014 y 2016, aún en un escenario con presencia del fenómeno “El Niño” moderado/fuerte para el próximo año.

Esta evolución favorable de las exportaciones podría mantenerse e incluso potenciarse aún más, a través de la constante búsqueda de productos rentables con alta demanda externa y mediante la generación de un mayor valor agregado, en base a la constante incorporación de tecnología, ejecución de obras de infraestructura hidráulica, sumada a las ventajas naturales del país como la diversidad climática, una mano de obra identificada con la agricultura, un buen trabajo del Servicio Nacional de Sanidad Agraria (SENASA)¹⁷ y la expansión de mercados de destino a través de los Tratados de Libre Comercio (TLC) y la promoción de la oferta exportable. Estos elementos han favorecido a que actualmente el Perú sea un líder mundial en muchos productos de su ventana de exportación.

PRODUCTOS DE AGROEXPORTACIÓN		
Productos	Posición en el Mercado Mundial - 2014 Referencia comercio internacional de empresas	Posición en Rendimientos Agrícola (TM/Ha) En el mundo y en su ventana de exportación 1/
Quinua	1	1ero. en su ventana de exportación
Espárrago fresco	1	1ero. en su ventana de exportación
Café orgánico	1	n.d.
Espárrago en conserva	2	n.d.
Palta	2	1ero. en su ventana de exportación
Uva	5	1ero. en su ventana de exportación
Banano orgánico	5	n.d.
Mango	6	5to. en su venta de exportación
Mandarina	7	4to. en su ventana de exportación
Café convencional	7	9no. variedad arábigo
Alcachofa	8	5to.
Aceituna	9	7mo.
Cebolla	10	5to. en su venta de exportación
Arándanos	10	11vo. en su ventana de exportación
Cacao	11	7mo.

Fuente: MINAGRI, FAO, TRADEMAP.
1/ Ventana de exportación en espárragos: Chile, México Estados Unidos; en palta: Chile, Estados Unidos, México; en uva: Chile, Sudáfrica, Estados Unidos; en mango: Israel, Brasil, Sudáfrica, Estados Unidos; en arándanos: Holanda, México, Chile, Estados Unidos, Bulgaria, Alemania, Nueva Zelandia, Marruecos, Polonia, Canadá; en cebolla: Estados Unidos, España, Holanda y Chile.

Estas ventajas se expresan en el logro de altos rendimientos, la ganancia de áreas en el desierto y en la selva. El área cosechada de los diez principales productos de agroexportación¹⁸ se amplió en más del doble entre 1998 y 2013, pasando de 353 a 825 mil hectáreas, y se han adaptado eficientemente especies no nativas. Permitiendo así, mostrar al país como una gran despensa a nivel mundial, ocupando los primeros lugares como proveedor de alimentos de manera rentable¹⁹.

Otros determinantes que refuerzan el potencial agrícola son la continua diversificación de la canasta exportadora manifiesta en la ampliación del cultivo de arándanos en La Libertad, las cuales pasarán de 200 a 3 mil hectáreas entre 2014 y 2018; la incorporación de 38 mil hectáreas nuevas en la irrigación Olmos con plantaciones comercializables en alrededor de tres años; la renovación de alrededor de 40 mil hectáreas de cafetales en la selva en los próximos años y el reconocimiento de nuestro cacao fino y de “aroma”.

17 Desde 1993, promueve la participación de la actividad privada para la prevención, control y erradicación de plagas y enfermedades que inciden con mayor significación socioeconómica en la agricultura.

18 Comprende además del café, la alcachofa, cacao, quinua, espárrago, mango, palta, uva, cebolla, aceituna y mandarina.

19 Con rendimientos agrícolas en muchos casos superiores al promedio mundial.

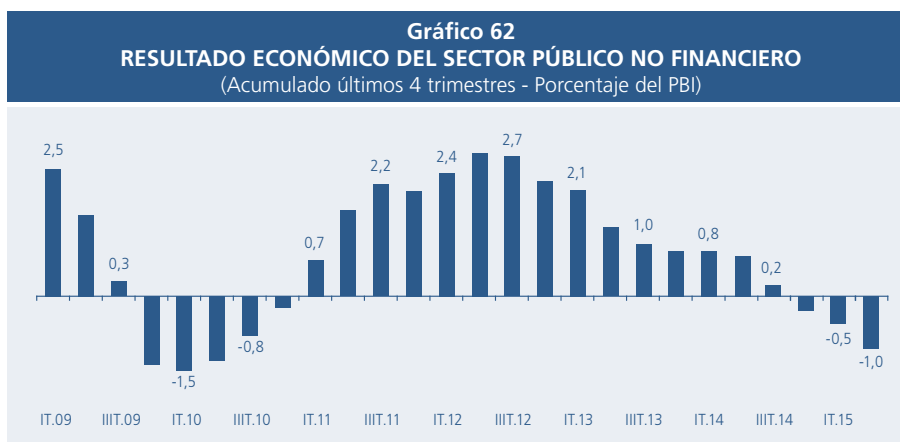




IV. Finanzas públicas

Resultado económico

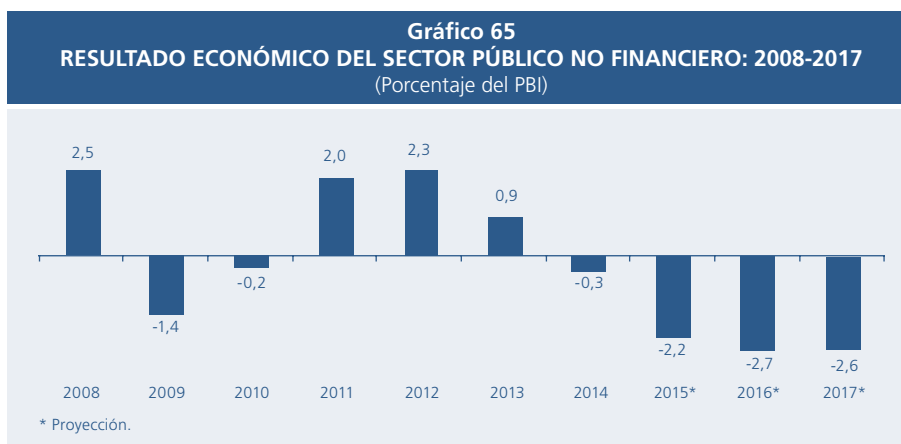
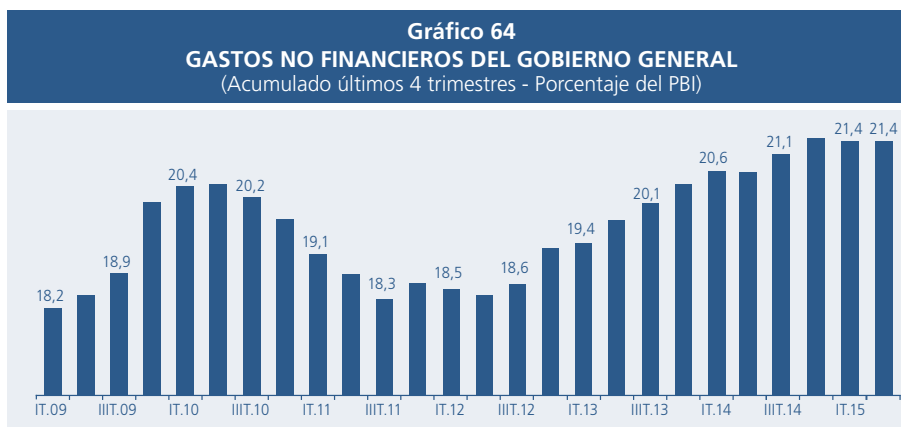
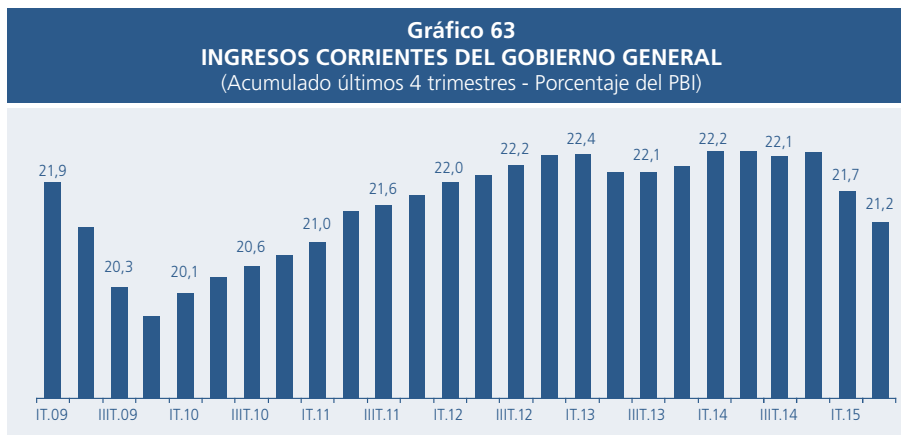
51. La trayectoria hacia un menor resultado económico continuó, sobre todo por el lado de los ingresos fiscales ante la caída de los precios de minerales e hidrocarburos, las medidas tributarias y la desaceleración de la economía. El gasto no financiero se redujo ligeramente de 17,9 por ciento del PBI en el primer semestre de 2014, a 17,8 por ciento en el primer semestre de 2015, como consecuencia de los menores gastos de capital que se compensaron parcialmente con un mayor gasto corriente. Con ello, el resultado económico de los últimos cuatro trimestres ascendió a un déficit de 1,0 por ciento del PBI.



Tomando en consideración los resultados del primer semestre, se ha revisado la proyección del año 2015, elevándose el déficit fiscal a 2,2 por ciento del producto, de 2,0 por ciento del PBI previsto en el Reporte de mayo. Asimismo, por el lado del gasto no financiero se ha revisado ligeramente a la baja la proyección, reduciéndose en 0,1 puntos porcentuales del PBI respecto al nivel registrado en el Reporte de mayo, principalmente por el menor gasto esperado de los gobiernos subnacionales, en particular, el de gasto de capital.

Para 2016 y 2017, la proyección del crecimiento de los ingresos del gobierno general se reduce respecto a lo esperado en el Reporte previo, pasando de 20,4

por ciento del PBI a 20,0 por ciento del producto en ambos años. Los gastos fiscales muestran un aumento equivalente a 0,5 y 0,6 puntos porcentuales del producto, respectivamente, en ambos años.





Cuadro 23
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
1. Ingresos corrientes del gobierno general ^{1/}	23,6	22,2	21,4	20,3	20,0	20,4	20,0	20,0
<i>Variación % real</i>	3,9	2,4	-7,0	-5,3	-7,7	5,5	3,5	4,3
2. Gastos no financieros del gobierno general ^{2/}	17,9	21,5	17,8	21,4	21,3	21,0	21,5	21,2
<i>Variación % real</i>	6,7	7,3	2,1	2,8	1,4	3,4	4,4	3,3
Del cual:								
Gasto corriente	13,5	15,6	14,0	15,7	15,8	15,5	16,0	15,6
<i>Variación % real</i>	8,7	10,6	6,3	4,9	4,4	3,1	4,3	2,1
Formación bruta de capital	4,1	5,5	3,2	5,2	4,9	5,2	4,9	5,1
<i>Variación % real</i>	0,1	-0,2	-19,7	-2,2	-9,6	4,1	5,1	7,3
3. Otros	-0,2	0,5	0,4	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	5,5	0,7	3,9	-1,0	-1,2	-0,8	-1,5	-1,3
5. Intereses	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,3
6. Resultado económico	4,5	-0,3	2,9	-2,0	-2,2	-1,8	-2,7	-2,6

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.

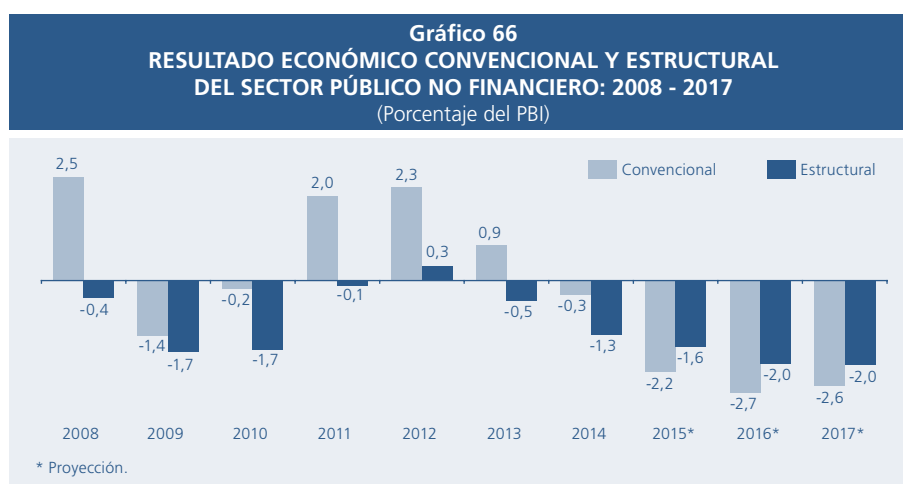
RI: Reporte de Inflación.

52. En el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) revisado del 31 de agosto de 2015, las proyecciones muestran un déficit de 2,7 por ciento del PBI en 2015, en contraste con el 2,2 por ciento proyectado en el presente Reporte de Inflación. Ello se explicaría en buena medida porque el MMM revisado considera un mayor gasto de capital del gobierno general, así como un menor resultado de las empresas públicas no financieras que incorporan el gasto por el proyecto de modernización de la Refinería de Talara. De la misma forma, en el 2016 el MMM revisado toma en cuenta un crecimiento mayor para el gasto de capital del gobierno general que el considerado por el Reporte de Inflación, con lo que se llega a un déficit de 3,0 por ciento frente al 2,7 proyectado en este Reporte. La proyección del BCRP en 2016 considera que la inversión del gobierno nacional se vería afectada por las elecciones de las nuevas autoridades nacionales. Cabe recordar que en 2011, año en el que se dieron las últimas elecciones generales, la formación bruta de capital acumulada entre agosto y diciembre se redujo en 3,1 por ciento en términos reales, respecto a similar periodo del año 2010. En el año 2017, ambas proyecciones llegan a converger hacia un déficit de 2,6 por ciento del PBI.

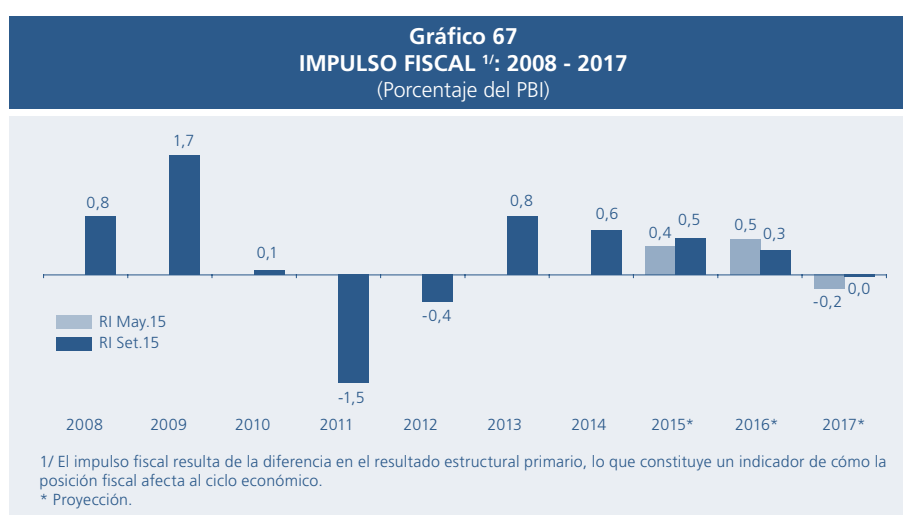
Impulso fiscal

53. El **resultado económico estructural** es aquel que se obtendría si el producto estuviera en su nivel de tendencia y el precio de las exportaciones mineras y de

hidrocarburos estuvieran en sus valores de largo plazo. Se calcula aislando el efecto que tienen el ciclo económico y los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos sobre los ingresos del gobierno general. Así, el resultado económico estructural sería deficitario en 1,6 por ciento del PBI en 2015, en tanto que para 2016 y 2017 se mantendría en un déficit estructural de 2,0 por ciento.



El cambio en el resultado estructural determina el **impulso fiscal**. Este indicador permite distinguir el efecto de la política fiscal sobre la demanda interna descontando los efectos del ciclo económico. En el horizonte de proyección, el impulso fiscal se va reduciendo desde un 0,5 en el año 2015 hacia una posición neutral en el año 2017.



54. Cabe indicar que por Decreto de Urgencia N° 003-2015 del 28 de agosto de 2015 se ha dispuesto de manera excepcional que para efectos de la aplicación de la Ley





de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal, Ley N° 30099 del 31 de octubre de 2013, la guía ex ante del resultado fiscal estructural del sector público no financiero no puede ser mayor al 3 por ciento del producto en el año 2016. En el mes de abril el Decreto de Urgencia N° 002-2015 había fijado en 2 por ciento este ratio. Los mayores recursos que se derivan de la aplicación de la reciente norma se destinarán exclusivamente a financiar proyectos de inversión pública y mantenimiento de infraestructura. Se dispone, asimismo, que en el plazo máximo de 180 días el poder ejecutivo remitirá un proyecto de ley en el que la guía ex ante del resultado fiscal estructural para los años posteriores a 2016 considerará una reducción anual no menor al 0,5 por ciento del producto hasta llegar al 1,0 por ciento establecido originalmente en la Ley N° 30099.

Evolución de los ingresos fiscales

55. En el **primer semestre de 2015 los ingresos corrientes del gobierno general** ascendieron a 21,4 por ciento del PBI, menor en 2,2 puntos porcentuales a los ingresos recaudados en similar periodo de 2014, representando en términos reales una caída de 7,0 por ciento. Este resultado se explica principalmente por la disminución real de 7,9 por ciento de los ingresos tributarios, los que pasaron de representar 17,9 por ciento del PBI en el primer semestre de 2014 a 16,1 por ciento del producto en el primer semestre de 2015. Adicionalmente, este desempeño se vio reforzado por una caída de los ingresos no tributarios como porcentaje del PBI, de 5,6 por ciento del producto en el primer semestre de 2014 a 5,3 por ciento del PBI en 2015.

Cuadro 24
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
INGRESOS TRIBUTARIOS	17,9	17,0	16,1	15,4	15,1	15,4	15,2	15,1
Impuesto a la Renta	7,6	7,0	6,7	5,8	5,7	5,8	5,7	5,5
Impuesto General a las Ventas	9,0	8,8	8,6	8,5	8,5	8,5	8,6	8,6
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,9	1,9	1,6	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7
Devoluciones de impuestos	-1,9	-1,9	-2,0	-1,8	-2,0	-1,8	-2,0	-2,0
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,6	5,2	5,3	4,9	4,9	4,9	4,8	4,9
TOTAL	23,6	22,2	21,4	20,3	20,0	20,4	20,0	20,0

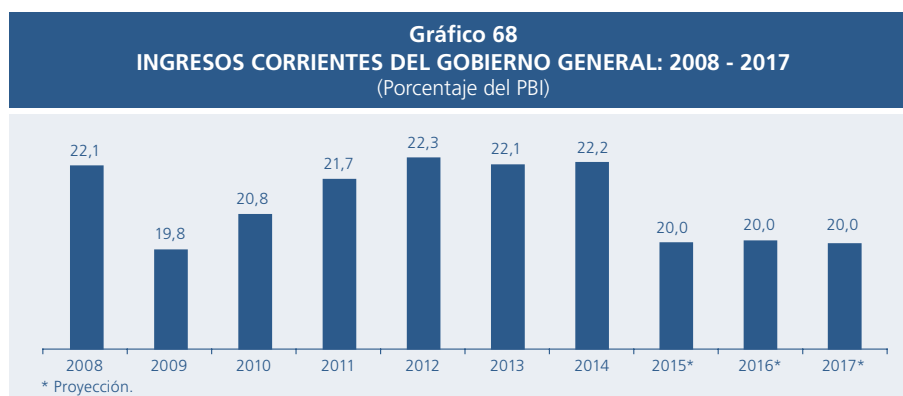
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Esta disminución de los ingresos se explica por las medidas fiscales de fines de 2014 que incluyeron una reducción de la tasa del impuesto a la renta, la rebaja de las tasas arancelarias, la disminución de las tasas del ISC a los combustibles, así como una

modificación de los sistemas de pago anticipado del IGV. Adicionalmente, se aúnan a estos efectos, el menor ritmo de crecimiento que registra la economía, así como la caída del precio del petróleo y de nuestros principales productos de exportación que afectan directamente los ingresos por canon y regalías petroleras, el Impuesto Especial a la Minería, el Gravamen Especial Minero y las regalías mineras.

Entre enero y julio del presente año, la recaudación minera ha representado el 6,2 por ciento del total de tributos internos, cifra que contrasta con la participación de 17,5 por ciento alcanzada el año 2011, y con el máximo alcanzado el año 2007 cercano a 25 por ciento. Cabe mencionar, que luego de ser la actividad más importante en la recaudación de tributos internos el año 2011, actualmente la minería es superada por sectores como la industria no primaria, la construcción y el comercio.

Para el año **2015** se prevé que los ingresos corrientes del gobierno general acentúen su caída pasando de una contracción de 5,3 por ciento en el Reporte previo a una caída de 7,7 por ciento en el Reporte actual, lo que se explicaría principalmente por los menores ingresos esperados por impuesto a la renta, principalmente de personas jurídicas, por el menor ritmo de crecimiento de la economía. Cabe señalar, que para el segundo semestre se espera una caída de los ingresos fiscales (8,5 por ciento en términos reales) mayor a la del primer semestre (7,0 por ciento), lo que se explicaría además de los efectos ya mencionados, por el efecto base de ingresos tributarios percibidos el año pasado por la venta de dos empresas del sector minero e hidrocarburos (S/. 2,7 mil millones). Con ello, el ratio de los ingresos corrientes con respecto al PBI caería en alrededor de 2,2 puntos porcentuales del producto, respecto de 2014, ubicándose en 20,0 por ciento, nivel que se mantendría en el horizonte de proyección de 2016 y 2017.



Evolución del gasto público

56. En el primer semestre de 2015 el gasto no financiero del gobierno general ascendió a 17,8 por ciento del producto, lo que representó un aumento de 2,1 por ciento





respecto al registrado en similar periodo de 2014. Este resultado refleja la aceleración en el crecimiento del gasto no financiero del Gobierno Nacional que aumentó en 14,0 por ciento, variación de que se explica tanto por un aumento del gasto corriente, 10,3 por ciento, cuanto por el de formación bruta de capital, 16,0 por ciento. Los gobiernos subnacionales, sin embargo, mostraron una reducción de su gasto debido a problemas derivados del hecho que el 2015 es el primer año de gestión de las autoridades locales y regionales. Así, los gobiernos regionales y locales, redujeron su gasto público, en 5,3 y 25,8 por ciento; respectivamente, en particular por la significativa caída de su gasto de capital.

Cuadro 25
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Variaciones porcentuales reales)

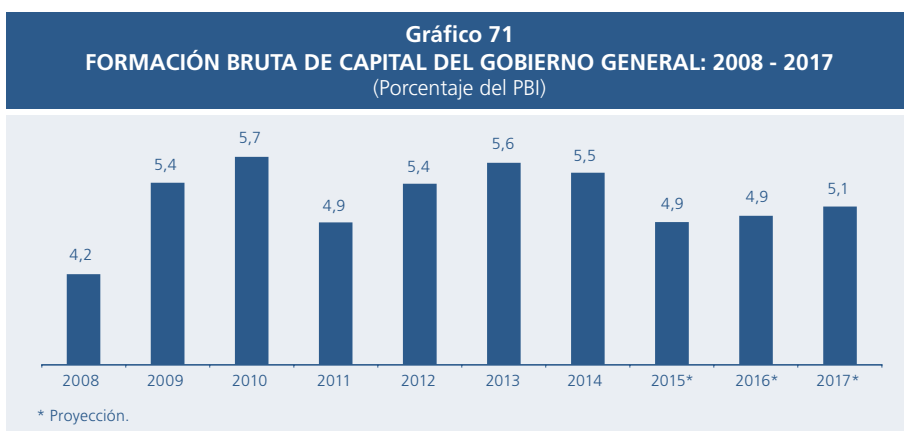
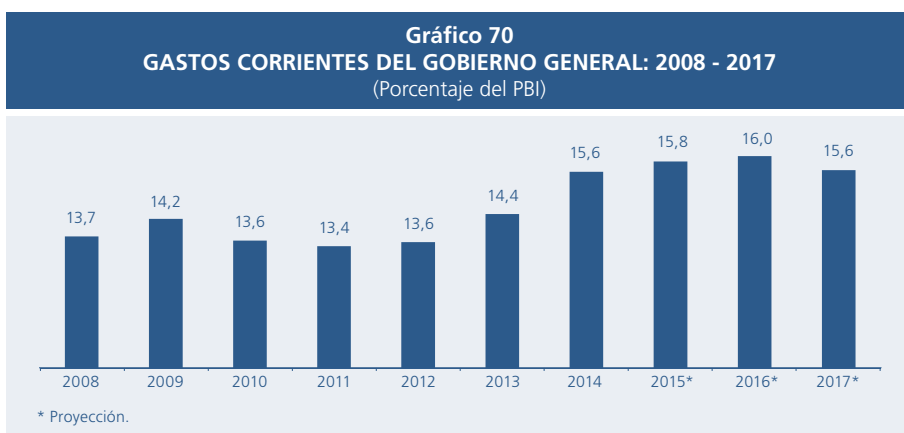
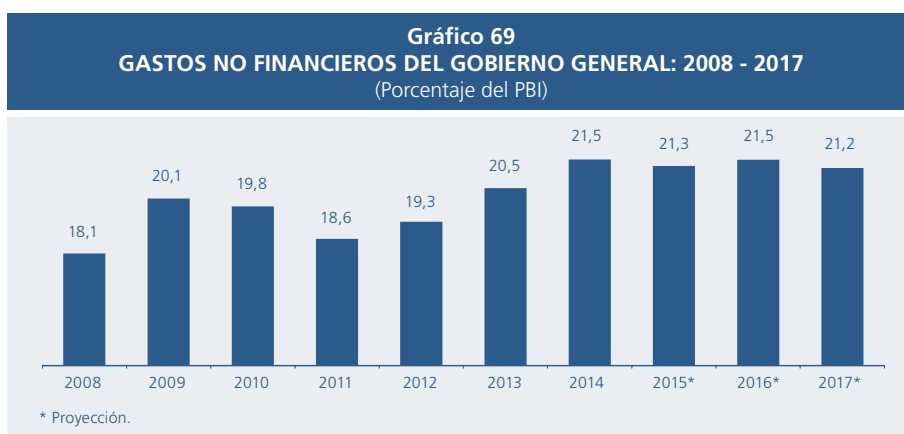
	2012	2013	2014	2015 I Sem.
GASTO CORRIENTE	5,3	10,5	10,6	6,3
Gobierno Nacional	1,7	12,8	12,7	10,3
Gobiernos Regionales	10,7	8,8	9,8	4,2
Gobiernos Locales	16,7	2,1	0,7	-11,3
GASTO DE CAPITAL	15,0	12,4	-0,4	-10,9
Formación Bruta de Capital	15,6	9,7	-0,2	-19,7
Gobierno Nacional	-16,5	10,8	16,4	16,0
Gobiernos Regionales	38,2	4,2	-14,5	-31,4
Gobiernos Locales	39,8	12,0	-4,3	-40,3
Otros	7,0	54,5	-2,2	121,2
TOTAL	8,0	11,0	7,3	2,1
Gobierno Nacional	-1,2	13,7	12,9	14,0
Gobiernos Regionales	18,3	7,4	1,9	-5,3
Gobiernos Locales	27,8	7,7	-2,4	-25,8

Para el año **2015** se estima un crecimiento real de 1,4 por ciento del gasto no financiero, por debajo de lo previsto en el Reporte de mayo (2,8 por ciento) como consecuencia de la subejecución regional y local en el primer semestre del año. La variación proyectada para el 2015 asume una recuperación del gasto en el cuarto trimestre del año. Cabe destacar, que en 2011, año en el que también nuevas autoridades regionales y locales iniciaron su gestión, la formación bruta de capital de los gobiernos subnacionales se redujo en 35,0 por ciento en el periodo enero-setiembre y aumentó 17,0 por ciento en el cuarto trimestre del año.

Cabe señalar que mediante Decreto Legislativo N° 1176 del 4 de julio de 2015 se ha autorizado la reasignación de recursos entre los distintos pliegos presupuestales de los tres niveles de gobierno; nacional, regional y local; para el financiamiento de proyectos de inversión pública, así como para el financiamiento de gastos de mantenimiento y equipamiento. La reorientación de recursos se dará desde aquellos pliegos que no hayan comprometido los montos asignados por la fuente Recursos

Ordinarios hacia los pliegos que cuenten con proyectos de inversión pública cuya ejecución se iniciaría en el presente año.

Con todo ello, el gasto no financiero del gobierno general se ubicaría en el año 2015 en un nivel equivalente a 21,3 por ciento del PBI, ratio menor al registrado en 2014 (21,5 por ciento), y menor al proyectado en el Reporte previo en 0,1 punto porcentual del producto.





Cuadro 26
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Porcentaje del PBI)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
GASTO CORRIENTE	13,5	15,6	14,0	15,7	15,8	15,5	16,0	15,6
Gobierno Nacional	9,1	10,7	9,8	10,9	11,1	10,6	11,2	10,8
Gobiernos Regionales	2,7	3,0	2,7	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0
Gobiernos Locales	1,8	1,8	1,5	1,8	1,7	1,8	1,7	1,7
GASTO DE CAPITAL	4,4	6,0	3,8	5,6	5,5	5,6	5,5	5,6
Formación Bruta de Capital	4,1	5,5	3,2	5,2	4,9	5,2	4,9	5,1
Gobierno Nacional	1,3	2,0	1,5	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3
Gobiernos Regionales	1,0	1,1	0,7	1,0	0,8	1,0	0,9	0,9
Gobiernos Locales	1,8	2,4	1,0	1,8	1,7	1,8	1,8	1,9
Otros	0,3	0,5	0,6	0,4	0,6	0,4	0,6	0,6
TOTAL	17,9	21,5	17,8	21,4	21,3	21,0	21,5	21,2
Gobierno Nacional	10,7	13,2	11,9	13,7	14,0	13,4	14,0	13,7
Gobiernos Regionales	3,7	4,1	3,4	4,0	3,8	4,0	3,9	3,9
Gobiernos Locales	3,6	4,3	2,6	3,7	3,5	3,7	3,6	3,6

* Proyección.
 RI: Reporte de Inflación.

Para los años 2016 y 2017, se proyecta un crecimiento del gasto no financiero de 4,4 y 3,3 por ciento, respectivamente. Dentro del nivel de gasto proyectado, el gasto corriente tiende a desacelerarse llegando a crecer 4,3 por ciento en 2016 y 2,1 por ciento en 2017, en tanto que la formación bruta de capital se acelera a 5,1 por ciento en 2016 y 7,3 por ciento en 2017, bajo la consideración que las nuevas autoridades elegidas para los gobiernos regionales y locales superarían los problemas de gestión que usualmente se registran en el primer año de su periodo electoral.

57. El Ministerio de Economía y Finanzas ha presentado al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuesto para el año 2016. El total de usos de recursos de este proyecto asciende a S/. 138 491 millones, monto que representa un incremento nominal de 6,0 por ciento respecto al presupuesto inicial del año 2015. El gasto no financiero del Proyecto de Presupuesto asciende a S/. 126 760 millones, monto superior en 6,1 por ciento al contemplado en el presupuesto inicial del 2015. En 2016 el presupuesto orientado a resultados, a través de 90 programas presupuestales, asciende al 62 por ciento del gasto no financiero ni previsional, lo que representa un avance respecto al 58 por ciento del año 2015. Por el monto involucrado, el proyecto de inversión pública más importante considerado en el presupuesto 2016 es la Construcción de la Línea 2 y ramal Av. Faucett-Gambeta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao que asciende a S/. 2 594 millones. Se han asignado también S/. 3 000 millones de la Reserva de Contingencia para gastos vinculados al Fenómeno del Niño.



Requerimiento financiero y deuda del sector público no financiero

58. El resultado económico proyectado para 2015 (déficit de 2,2 por ciento del PBI), genera una necesidad de financiamiento de S/. 21,6 mil millones, monto ligeramente superior al considerado en el Reporte de Inflación de mayo. Para atender este requerimiento financiero del sector público se cuenta con desembolsos externos y colocaciones de bonos.

Cuadro 27
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de Nuevos soles)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Sem.	Año	I Sem.	RI May.15	RI Set.15	RI May.15	RI Set.15	RI Set.15
I. USOS	-10 773	11 061	-2 380	20 552	21 554	18 169	23 719	26 658
1. Amortización	1 581	9 059	6 021	8 071	8 021	6 031	5 984	8 927
a. Externa	839	4 207	2 842	3 671	3 782	3 374	3 328	2 869
b. Interna	434	4 160	2 863	4 400	3 549	2 657	2 026	5 349
Del cual: bonos de reconocimiento	308	692	315	655	690	631	631	709
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-12 354	2 002	-8 400	12 480	13 533	12 138	17 735	17 731
II. FUENTES	-10 773	11 061	-2 380	20 552	21 554	18 169	23 719	26 658
1. Externas	1 384	2 654	1 313	7 701	6 430	5 581	4 181	6 767
2. Bonos ^{1/}	1 736	13 002	7 418	8 846	16 316	9 261	17 569	7 263
3. Internas ^{2/}	-13 894	-4 595	-11 111	4 005	-1 192	3 327	1 969	12 629
Nota:								
Porcentaje del PBI								
Saldo de deuda pública bruta	18,3	20,1	20,0	20,7	22,4	21,0	24,2	24,2
Saldo de deuda pública neta ^{3/}	1,3	3,9	3,2	5,6	6,5	7,2	9,2	11,7
* Proyección.								
^{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.								
RI: Reporte de Inflación.								

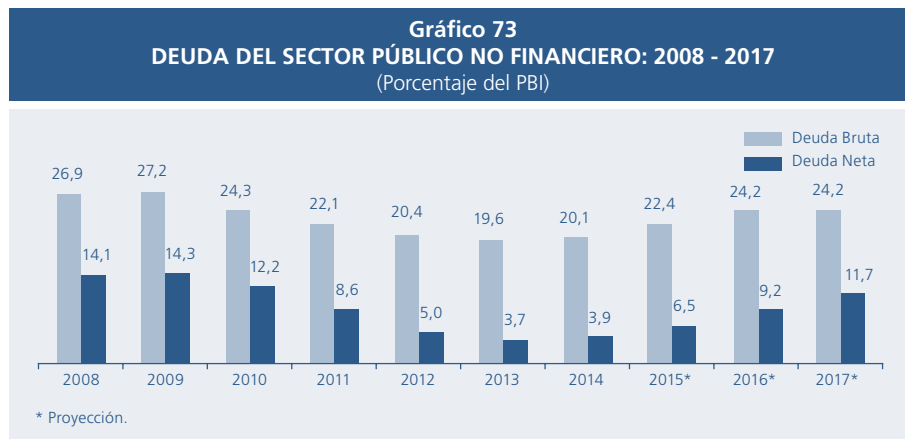




59. Para **2015** se prevé un incremento de la deuda pública a 22,4 por ciento del PBI, por encima del 20,1 por ciento del producto a finales de 2014, y superior en 1,7 puntos porcentuales respecto del Reporte de mayo previo. Este resultado se encuentra en línea con un contexto de mayor déficit fiscal y un ritmo moderado de crecimiento de la actividad económica.

Cabe indicar que el 18 de agosto de este año se realizó la colocación del Bono Global 2027, en virtud del Decreto Supremo N° 230-2015-EF del 17 de agosto de 2015, por un monto de US\$ 1 250 millones a una tasa de rendimiento de 4,15 por ciento, una tasa cupón de 4,125 por ciento y un precio de 99,766 por ciento. La emisión tuvo una demanda total de aproximadamente US\$ 5 400 millones, 4,3 veces el monto ofertado. Los recursos obtenidos se destinarán a prefinanciar los requerimientos del ejercicio fiscal 2016.

La deuda bruta del Sector Público No Financiero se ubicaría en 24,2 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, en tanto que la deuda neta aumentaría a 11,7 por ciento del producto hacia 2017.



V. Política monetaria y mercados financieros

Acciones de Política Monetaria

60. Desde el último Reporte de Inflación, los riesgos al alza en la proyección de inflación se han plasmado mediante un incremento del tipo de cambio y de las expectativas de inflación. El efecto de la mayor depreciación del tipo de cambio sobre los precios ha producido un aumento en la inflación en el horizonte de proyección, mientras que choques de oferta debido a factores climáticos han tenido un efecto temporal persistente en la inflación.

Asimismo, las expectativas de inflación para el 2016 se han incrementado gradualmente hasta ubicarse en el límite superior del rango meta. Ello, como resultado del efecto del aumento persistente en el ritmo inflacionario en los meses previos. En este contexto, en setiembre el Directorio acordó aumentar la tasa de interés de referencia en 25 pbs a 3,50 por ciento, y reiteró que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, ajustes adicionales en la tasa de referencia que conduzcan a la inflación al rango meta, precisando, además, que no se ha iniciado una secuencia de alzas en la tasa de referencia.

Este nuevo nivel de la tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que converge a 2,0 por ciento en el horizonte de proyección 2015-2017, y corresponde a la fecha del Reporte a una tasa de interés real de 0,5 por ciento que refleja una posición de política monetaria expansiva.

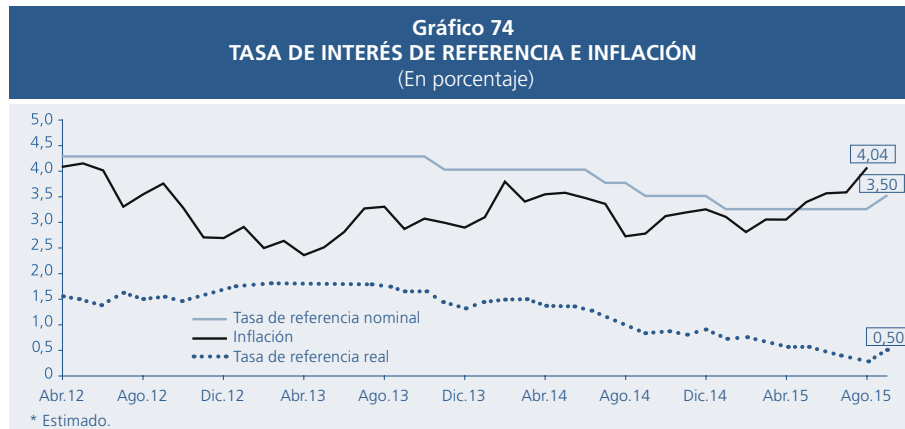
61. Los comunicados de política monetaria de los últimos meses destacaron que las expectativas de inflación se han incrementado alcanzando tasas similares al tope del rango meta de inflación. De esta manera, el Directorio ha reiterado la importancia de la evolución futura de las expectativas de inflación en la evolución futura de la tasa de referencia de política monetaria.

En este contexto, el incremento en la tasa de interés de referencia es preventivo y tiene por objetivo evitar efectos de segunda vuelta de los choques de oferta, y la depreciación del tipo de cambio en la inflación. Con el aumento de la





tasa de referencia la tasa de interés real de 0,5 por ciento es similar a la que se tenía hace dos meses, y consistente con una posición expansiva de la política monetaria.



Además, el BCRP continuó flexibilizando el régimen de encaje en moneda nacional a fin de proveer liquidez en soles a la banca para facilitar la expansión del crédito en esta moneda, en un contexto en que los depósitos en soles han crecido a un menor ritmo que el crédito. La última reducción fue de 7,0 por ciento a 6,5 por ciento y entró en vigencia en junio de 2015.

Por otra parte, durante el segundo trimestre y lo que va del tercero, con el fin de limitar la excesiva presión del mercado de derivados sobre la moneda doméstica, el Banco Central ha ajustado los encajes adicionales en moneda nacional en función a las operaciones de venta de dólares a futuro con derivados cambiarios.

Operaciones Monetarias

62. Las operaciones monetarias del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez en un contexto de fuerte demanda de moneda nacional por parte de la banca y de expectativas de depreciación. Para ello, el BCRP continuó realizando operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional a plazo, principalmente a través de repos de monedas y subastas de depósitos públicos. Así, entre mayo y agosto de 2015, el saldo de operaciones repo de monedas aumentó en S/. 5 682 millones, mientras que el saldo de subastas de depósitos públicos aumentó en S/. 2 450 millones. A fines de agosto, el saldo de operaciones REPO con plazo mayor a 1 día es de S/. 27 055 millones, y el correspondiente a las subastas de depósitos con fondos que el Banco de la Nación y el Tesoro Público mantienen en el BCRP a S/. 3 350 millones.

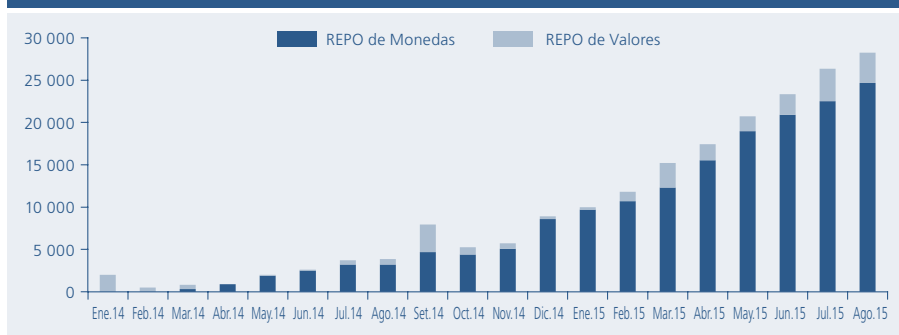
Cuadro 28
OPERACIONES REPO DE MONEDAS
(Millones de Nuevos soles)

Fecha	Modalidad	Plazo	Monto	Tasa promedio
1-jun-15	Regular	6 meses	500	3,94%
3-jun-15	Sustitución	2 años	300	3,03%
5-jun-15	Expansión	2 años	400	4,61%
12-jun-15	Expansión	2 años	200	4,69%
12-jun-15	Sustitución	2 años	200	3,15%
19-jun-15	Sustitución	2 años	200	3,19%
26-jun-15	Sustitución	2 años	132	3,16%
3-jul-15	Expansión	2 años	500	4,70%
10-jul-15	Expansión	2 años	300	4,80%
17-jul-15	Regular	6 meses	300	4,20%
31-jul-15	Regular	6 meses	500	4,60%
7-ago-15	Regular	6 meses	400	5,07%
21-ago-15	Regular	1 año	500	5,98%
24-ago-15	Regular	3 años	500	6,63%
25-ago-15	Sustitución	3 años	500	5,31%
28-ago-15	Regular	2 años	250	5,68%
TOTAL			5 682	

Cuadro 29
OPERACIONES DE SUBASTA DE DEPÓSITOS PÚBLICOS
(Millones de Nuevos soles)

Fecha	Modalidad	Plazo	Monto	Tasa promedio
3-jun-15	Banco de la Nación	1 año	300	4,36%
10-jun-15	Tesoro Público	1 año	300	4,30%
24-jun-15	Tesoro Público	6 meses	500	4,47%
8-jul-15	Tesoro Público	6 meses	500	4,43%
22-jul-15	Tesoro Público	5 meses	300	4,73%
19-ago-15	Tesoro Público	6 meses	250	5,25%
24-ago-15	Tesoro Público	6 meses	300	5,89%
TOTAL			2 450	

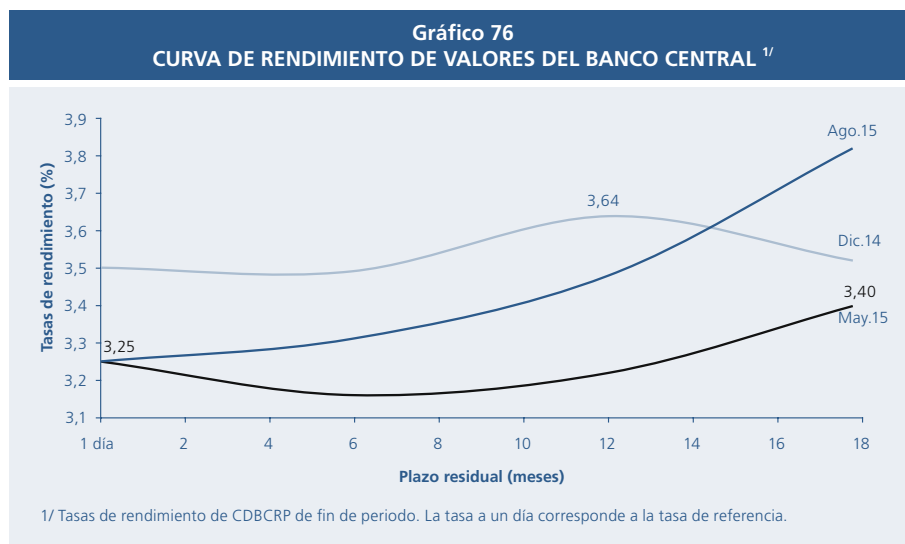
Gráfico 75
SALDO DE OPERACIONES REPO A PLAZO AL FIN DE MES
(Millones de Nuevos soles)





63. El BCRP también continuó con subastas regulares de CDBCRP tres veces por semana a los plazos de 6, 12 y 18 meses, por montos de S/. 50 millones por subasta con la finalidad de incrementar los volúmenes de estos certificados y darle más liquidez al mercado secundario de CDBCRP para favorecer el desarrollo de la curva de rendimiento de corto plazo en soles. Entre mayo y agosto se realizaron colocaciones de CDBCRP por S/. 6 148,7 millones y vencieron S/. 4 990 millones, con lo que el saldo de CDBCRP aumentó en S/. 1 159 millones.

La curva de rendimiento de los CDBCRP aumentó en promedio 28 puntos básicos entre mayo y agosto, evidenciando la menor disponibilidad de liquidez en moneda nacional y la expectativa de mercado de un próximo incremento de la tasa de referencia del BCRP.



64. Como resultado de las operaciones de inyección de liquidez, disminuyó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en los pasivos totales del Banco Central. Estos pasaron de representar el 21,2 por ciento de las reservas internacionales en mayo a 11,4 por ciento en agosto. La mayor parte de la variación se debió al incremento del saldo de operaciones Repo de monedas. Por su parte, la participación de los depósitos del sistema financiero se mantuvo estable pues la disminución del encaje en soles se compensó con el aumento de los depósitos en moneda extranjera asociados a las ventas de dólares del BCRP y a las operaciones REPO de monedas. Los depósitos del sector público siguieron siendo la mayor fuente de esterilización. Estos pasaron de representar 44,6 por ciento de las reservas internacionales en mayo a 40,2 por ciento en agosto. Esta disminución se debe a los menores depósitos en soles, producto del pago de deuda y del mayor gasto del gobierno en estos meses.

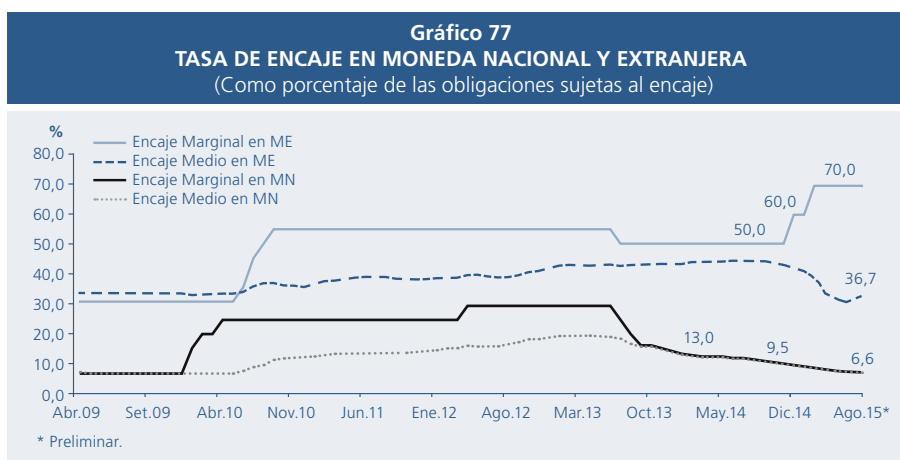
Cuadro 30				
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP				
(Como porcentaje de los Activos Netos)				
	Dic.13	Dic.14	May.15	Ago.15
I. Activos netos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Reservas Internacionales Netas	99,5%	94,7%	88,2%	85,5%
	(US\$ 65 663 mills)	(US\$ 62 307 mills.)	(US\$ 60 413 mills.)	(US\$ 60 613 mills.)
Repos	0,5%	5,3%	11,8%	14,5%
II. Pasivos netos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
1. Depósitos totales del Sector Público	36,3%	38,8%	44,6%	40,2%
En moneda nacional	19,9%	19,7%	22,5%	17,7%
En moneda extranjera	16,4%	19,1%	22,1%	22,6%
2. Depósitos totales del sistema financiero	31,0%	28,4%	39,6%	39,5%
En moneda nacional	9,1%	8,1%	5,5%	4,6%
En moneda extranjera	21,9%	20,4%	34,2%	34,9%
3. Instrumentos del BCRP	70,9%	40,1%	21,2%	11,4%
CD BCRP	10,3%	8,4%	7,8%	7,7%
CDR BCRP	1,7%	1,4%	0,3%	3,2%
Depósitos a Plazo	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%
Depósitos <i>overnight</i>	1,7%	0,5%	0,8%	0,5%
4. Circulante y otros	19,5%	27,8%	18,7%	23,3%

Encajes

65. El BCRP continuó reduciendo el encaje en moneda nacional hasta el mes de junio, con el fin de proveer liquidez al sistema financiero. La tasa de encaje del régimen general en moneda nacional pasó de 8,0 por ciento en marzo de 2015 a 6,5 por ciento en junio de 2015. En tanto se mantuvo el requerimiento mínimo de depósitos en cuenta corriente de 0,75 por ciento del TOSE. La liberación estimada de liquidez al sistema entre marzo y junio fue de S/. 968 millones.

Cuadro 31					
MEDIDAS DE ENCAJE					
	Moneda nacional			Moneda extranjera	
	Tasa de encaje	Depósitos en cuenta corriente	Tasa de encaje mínimo legal	Tasa de encaje marginal para depósitos	Tope tasa de encaje medio
Ene.14	14,0%	3,00%	9,0%	50%	45%
Feb.14	13,0%	3,00%	9,0%	50%	45%
Mar.14	12,5%	3,00%	9,0%	50%	45%
Abr.14	12,0%	3,00%	9,0%	50%	45%
Jul.14	11,5%	3,00%	9,0%	50%	45%
Set.14	11,0%	3,00%	9,0%	50%	45%
Oct.14	10,5%	3,00%	9,0%	50%	45%
Nov.14	10,0%	3,00%	9,0%	50%	45%
Dic.14	9,5%	2,50%	9,0%	50%	45%
Ene.15	9,0%	2,00%	9,0%	60%	-
Feb.15	8,5%	1,50%	8,5%	60%	-
Mar.15	8,0%	1,00%	8,0%	70%	60%
Abr.15	7,5%	0,75%	7,5%	70%	60%
May.15	7,0%	0,75%	7,0%	70%	60%
Jun.15	6,5%	0,75%	6,5%	70%	60%





Liquidez y crédito

66. El circulante promedio creció 6,8 por ciento en agosto de 2015 respecto a los últimos doce meses, tasa de crecimiento menor a la del primer trimestre de 2015 y a la del cierre del año 2014 (8,4 y 11,5 por ciento, respectivamente), reflejo del menor dinamismo de la actividad económica en lo que va del año. Para el 2015 se espera un crecimiento anual de alrededor de 8,0 por ciento, consistente con la previsión de la evolución de la actividad económica.

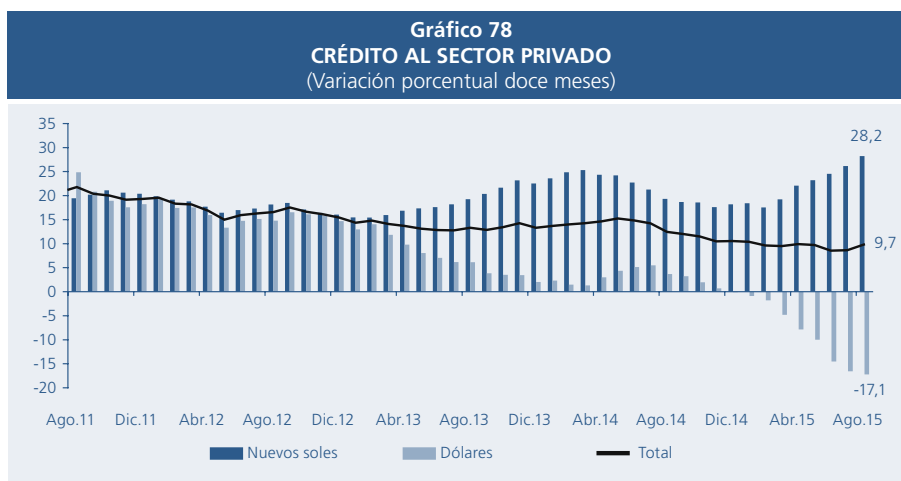
Los depósitos en moneda nacional siguieron mostrando un menor dinamismo (crecieron 1,5 por ciento en agosto de 2015 frente al crecimiento de 7,4 por ciento al cierre del primer trimestre de 2015 y de 9,5 por ciento en 2014), reflejo de la sustitución de ahorros en soles por ahorros dólares en un contexto de debilitamiento de la moneda doméstica. El porcentaje de dolarización de los depósitos aumentó de 39,8 por ciento en diciembre de 2014 a 43,3 por ciento en agosto de 2015.

Cuadro 32
AGREGADOS MONETARIOS (FIN DE PERIODO)
(Variación porcentual doce meses)

	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Jul.15	Ago.15
Circulante	11,5	8,4	8,7	7,8	5,5
Depósitos en moneda nacional	9,5	7,4	4,5	4,1	1,5
Liquidez en moneda nacional	10,1	7,9	6,4	5,5	3,2
Liquidez total 1/	6,5	5,3	5,7	5,1	6,1
Crédito en moneda nacional al sector privado	18,2	19,2	24,5	26,1	28,2
Crédito total al sector privado	10,4	9,4	8,4	8,5	9,7

1/Incluye moneda extranjera.

67. Por su parte, el crédito al sector privado creció 9,7 por ciento anual en agosto de 2015, tasa similar a la observada en el primer trimestre (en marzo, el crecimiento fue de 9,4 por ciento interanual; en diciembre de 2014, la tasa fue de 10,4 por ciento). Por monedas, el crédito en moneda nacional siguió siendo más dinámico, con un crecimiento anual de 28,2 por ciento, mientras que el crédito en moneda extranjera se contrajo en 17,1 por ciento, reflejando el proceso de desdolarización del crédito impulsado por las medidas adoptadas por el BCRP a fines de 2014. Para el 2015 se prevé un crecimiento del crédito total alrededor de los niveles actuales, consistente con la recuperación de la actividad económica esperada para la segunda mitad del año.



68. El crédito a personas naturales ha registrado un crecimiento estable alrededor de 12,4 por ciento. El segmento más dinámico fue el orientado a consumo, que pasó de crecer 11,4 por ciento en diciembre de 2014 a 14,5 por ciento al cierre de agosto, mientras que el crédito hipotecario mantuvo tasas de crecimiento cercanas al 9,6 por ciento anual.

Dentro del crédito a empresas, el segmento corporativo y gran empresa se expandió a un tasa anual de 17,5 por ciento en agosto; en tanto que el segmento de mediana empresa se contrajo 1,6 por ciento y el de pequeña y micro empresa apenas creció 0,2 por ciento.

La desaceleración en la expansión del crédito a pequeña y micro empresa refleja en parte una menor oferta por parte de las sociedades financieras no bancarias, lo que fue parcialmente compensado por un mayor ritmo de expansión del crédito





por parte de la banca, lo cual se refleja en un deterioro de la calidad de la cartera en este segmento de crédito. En ambos casos, el crédito en moneda extranjera a este segmento de crédito se siguió contrayendo.

Cuadro 33 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (Variación porcentual doce meses)						
	Dic.14	Mar.15	May.15	Jun.15	Jul.15	Ago.15
Empresas	9,7	7,9	8,1	6,5	6,6	8,2
Corporativo y Gran Empresa	11,6	15,2	16,2	15,1	14,8	17,5
Mediana Empresa	13,7	1,1	-0,2	-3,2	-2,8	-1,6
Pequeña y Micro Empresa	1,6	1,5	1,1	0,3	0,4	0,2
Personas	11,8	12,1	12,4	12,0	12,0	12,4
Consumo	11,4	12,6	13,6	13,8	13,9	14,5
Vehicular	6,7	2,8	1,2	0,5	0,6	-0,4
Tarjeta	15,0	18,2	21,2	21,8	23,0	24,3
Hipotecario	12,4	11,4	10,9	9,6	9,5	9,6
Total	10,4	9,4	9,6	8,4	8,5	9,7

Cuadro 34 CRÉDITOS A PEQUEÑAS Y MICROEMPRESAS				
	Flujos anuales		Tasa de crecimiento % 12 meses	
	Dic.14	Ago.15	Dic.14	Ago.15
Bancos	-1 295	1 919	-8,4	13,0
Moneda nacional	-882	3 105	-7,1	26,0
Moneda extranjera	-139	-398	-14,4	-42,5
Resto	1 836	-1 861	10,4	-10,1
Moneda nacional	1 858	-1 756	11,5	-10,3
Moneda extranjera	-7	-35	-1,6	-7,8
Total	541	58	1,6	0,2
Moneda nacional	977	1 349	3,4	4,6
Moneda extranjera	-146	-433	-10,2	-31,2

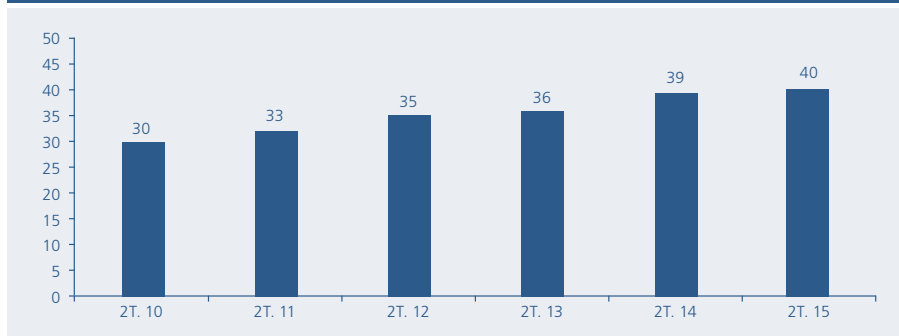
En agosto, el ratio de morosidad del crédito a empresas se ubicó en 3,3 por ciento, ligeramente mayor al observado en marzo de 2015 de 3,2 por ciento. Dentro de este segmento, el de crédito a empresas pequeñas registró un incremento en su tasa de morosidad de 20 puntos básicos, llegando a 9,7 por ciento de la cartera de estos créditos; mientras que en el segmento de empresas medianas, el incremento de la morosidad fue de 51 puntos básicos, registrándose un ratio de cartera morosa de 5,5 por ciento. En el caso del crédito a personas, el ratio de morosidad se incrementó en 17 puntos básicos, ubicándose en 2,7 por ciento en agosto.

Cuadro 35
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITOS

	Dic.13	Dic.14	Ago.15
Empresas	2,70	3,14	3,26
Corporativo	0,00	0,00	0,00
Gran empresa	0,38	0,68	1,07
Mediana empresa	3,72	4,82	5,54
Pequeña empresa	7,56	8,97	9,73
Microempresa	5,08	5,83	5,44
Personas	2,32	2,46	2,66
Consumo	3,39	3,37	3,50
Vehiculares	3,37	4,23	4,17
Tarjeta	4,71	4,25	4,94
Hipotecario	1,04	1,44	1,66
Morosidad Promedio	2,57	2,96	3,06

69. Para 2016, se proyecta un crecimiento del crédito de 9,0 por ciento, que toma en cuenta un ritmo de expansión del crédito en soles de 12,0 por ciento, consistente con la mayor preferencia por crédito en soles y el efecto de las medidas para impulsar la desdolarización del crédito por parte del BCRP. Los depósitos en moneda nacional crecerían 10,5 por ciento en el año. Con ello, se prevé que el ratio de crédito sobre PBI continuará incrementándose durante 2016.

Gráfico 79
RATIO CRÉDITO/PBI: II TRIMESTRE
(Porcentaje)



70. A fines de 2014, el BCRP estableció el Programa de Desdolarización del Crédito buscando que reducir los riesgos asociados a la dolarización de los créditos de los agentes económicos. El Programa establece encajes adicionales en moneda extranjera con el fin de encarecer el financiamiento en esta moneda. En particular, se buscó que los bancos reduzcan sus saldos de créditos en dólares: (i) para el caso de los créditos totales²⁰, el saldo requerido a junio era de 95 por ciento del saldo de setiembre de

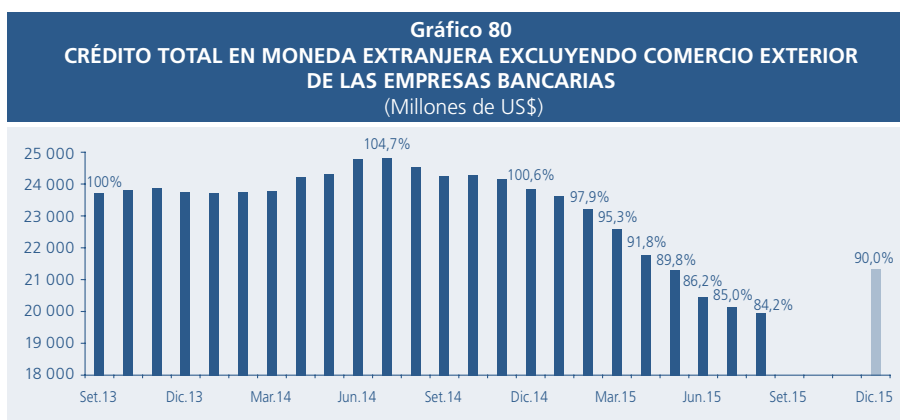
²⁰ Excluyendo los créditos de comercio exterior y los créditos de montos mayores a US\$ 10 millones y de plazos mayores a 3 años pactados a partir del 01 de enero de 2015.



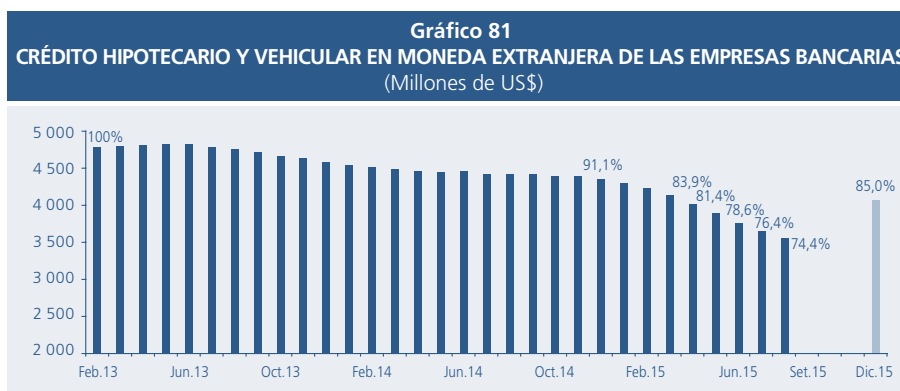


2013 y de 90 por ciento del mismo saldo para diciembre, y (ii) para los créditos vehiculares e hipotecarios, el saldo requerido a junio de 2015 era de 90 por ciento del saldo de febrero de 2013 y de 85 por ciento de dicho saldo para diciembre.

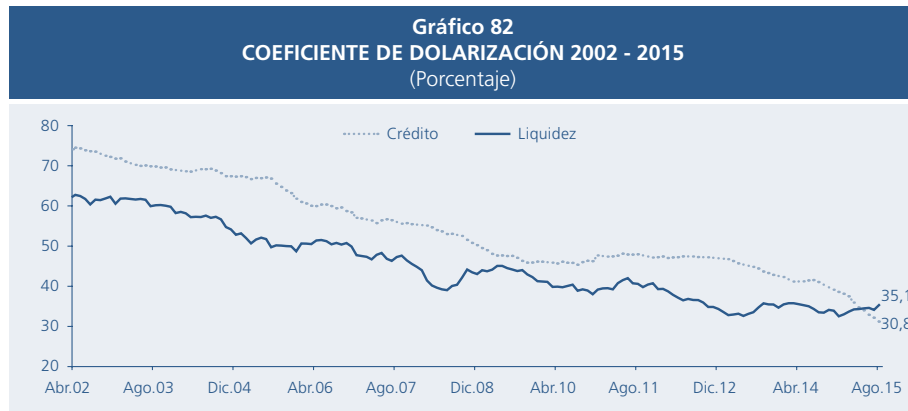
Como efecto de tales medidas todos los bancos empezaron a reducir su cartera de créditos en dólares y sustituirlos por créditos en soles. En el caso de los créditos totales, estos se redujeron de un saldo de US\$ 23 850 millones en diciembre de 2014 a US\$ 19 964 millones en agosto de 2015 (US\$ 4 957 millones de contracción). Dicho saldo equivale al 84 por ciento del saldo de crédito de las empresas bancarias de setiembre de 2013 (por debajo del saldo requerido a diciembre de 2015).



71. Por el lado del crédito vehicular e hipotecario, también se observa una reducción significativa. Entre diciembre de 2014 y agosto de 2015 estos créditos se han contraído US\$ 797 millones, alcanzando un saldo de US\$ 3 554 millones (equivalente a 74,4 por ciento del saldo de febrero de 2013).



72. Como resultado de esta evolución, la dolarización del crédito se ha reducido de 38,3 por ciento en diciembre de 2014 a 30,8 por ciento en agosto de 2015.



73. Por tipo de crédito, se puede apreciar una disminución de la dolarización en todos los segmentos. En el caso del crédito hipotecario la reducción fue de 33,9 a 26,9 por ciento a agosto de 2015 y para los créditos vehiculares, la disminución de la dolarización fue de 18 puntos porcentuales. Por el lado de empresas, las empresas corporativas y grandes disminuyeron la dolarización de su portafolio de créditos en 12,1 puntos porcentuales, seguidos de las medianas empresas, que lo hicieron en 11,3 puntos porcentuales.

Cuadro 36
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Dic.13	Dic.14	Ago.15
Empresas	52,9	48,5	39,3
Corporativo y Gran Empresa	67,4	59,9	47,8
Mediana Empresa	63,7	59,3	47,9
Pequeña y Microempresa	13,0	11,5	8,6
Personas	23,1	20,0	15,8
Consumo	10,5	9,5	7,8
Vehiculares	75,9	68,9	51,1
Tarjeta	7,2	6,6	6,0
Hipotecario	40,0	33,9	26,9
TOTAL	42,4	38,3	30,8

Los menores niveles de dolarización del crédito incrementan la fortaleza del sistema financiero ante choques externos que generen una elevada volatilidad en el tipo de cambio. Igualmente, reducen los efectos negativos sobre los balances de las empresas y familias de la volatilidad en el tipo de cambio.

Por su parte, los depósitos del sector privado han incrementado sus niveles de dolarización, aunque las personas naturales siguen presentando un menor nivel en comparación a las empresas e inversionistas institucionales. La dolarización de los depósitos de empresas se incrementó en 70 puntos básicos respecto al primer trimestre; mientras que la dolarización de los depósitos de inversionistas institucionales se incrementó en 12 puntos porcentuales, aproximadamente. En el





caso de los fondos mutuos, la dolarización de sus depósitos disminuyó 1 punto porcentual respecto al primer trimestre.

Cuadro 37			
COEFICIENTE DE DOLARIZACION DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO			
	Dic.13	Dic.14	Ago.15
Empresas	53,8	51,1	55,0
Vista	48,7	48,2	51,8
Ahorro	45,6	63,9	69,2
Plazo	70,5	61,6	66,3
Personas	35,3	33,7	37,2
Vista	48,7	48,2	51,8
Ahorro	35,6	35,2	38,9
Plazo	33,3	30,8	34,0
Fondos de Pensiones	83,8	88,6	94,2
Fondos Mutuos	59,6	54,6	56,1
Total	46,0	42,5	46,6

Tasas de interés

74. Las tasas de interés reales de los depósitos y créditos en moneda nacional disminuyeron entre mayo y agosto de 2015. Así, la tasa de interés real para los préstamos corporativos a tres meses disminuyó en 6 puntos básicos mientras que las de préstamos corporativos, a grandes empresas, medianas empresas, pequeñas empresas y microempresas disminuyeron en 16, 9, 8, 30 y 146 puntos básicos, respectivamente. La tasa de interés real para préstamos hipotecarios se redujo en 17 puntos básicos en el mismo periodo.

Cuadro 38				
TASAS DE INTERÉS EN TÉRMINOS REALES EN MONEDA NACIONAL				
(En porcentajes)				
	Dic. 14	May. 15	Ago. 15	Var. Ago.-May. (pbs)
Préstamos Corporativos (a 3 meses)	2,20	2,05	1,99	-6
Depósitos hasta 30 días	1,20	1,02	1,06	4
Depósitos de personas jurídicas hasta 30 días	1,20	1,14	1,20	6
Préstamos Corporativos	3,01	2,68	2,52	-16
Préstamos Grandes Empresas	4,20	3,97	3,88	-9
Préstamos Medianas Empresas	6,85	7,11	7,03	-8
Préstamos Pequeñas Empresas	17,97	18,15	17,85	-30
Préstamos Microempresas	30,36	32,51	31,05	-146
Préstamos Consumo	40,71	40,34	40,43	9
Préstamos Hipotecario	6,36	5,66	5,49	-17

75. La tendencia ascendente de las tasas nominales del mercado monetario influenciaron moderadamente a las tasas de interés de préstamos en moneda nacional, las cuales aumentaron en la mayoría de los segmentos de crédito entre mayo y agosto de 2015.

Para los segmentos de consumo, medianas empresas, grandes empresas, corporativo e hipotecario, las subidas fueron de 39, 22, 21, 14 y 13 puntos básicos, respectivamente. El segmento a las microempresas presentó una considerable reducción en su tasa de interés desde 35,2 por ciento a 34,1 por ciento, en línea con la menor morosidad en el segmento.

En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda nacional, las de depósitos menores a 30 días y entre 181 y 360 días, disminuyeron en 9 y 13 puntos básicos, respectivamente. La tasa de depósitos entre 31 y 180 días se incrementó en 21 puntos básicos. Las medidas de inyección de liquidez a plazos en moneda nacional contribuirían a una reducción de las tasas activas en los próximos meses.

Cuadro 39
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL ^{1/}
(En porcentajes)

	Interbancaria	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.14	3,80	5,6	6,8	9,5	20,6	33,0	43,3	9,0
Ene.15	3,35	5,2	6,6	9,5	20,4	32,5	42,3	8,9
Feb.15	3,43	5,1	6,7	10,0	20,5	32,2	40,5	8,9
Mar.15	3,35	5,2	6,6	9,8	21,2	34,4	40,6	8,5
Abr.15	3,52	5,0	6,6	9,8	21,3	35,1	41,1	8,5
May.15	3,50	5,4	6,7	9,8	20,9	35,2	43,0	8,4
Jun.15	3,42	5,1	6,6	9,7	20,8	34,6	43,8	8,4
Jul.15	3,26	4,7	6,6	9,6	20,7	34,3	44,0	8,4
Ago.15	3,69	5,5	6,9	10,0	20,9	34,1	43,4	8,5
Variación Acumulada (pbs)								
Ago.15-May.15	19	14	21	22	0	-116	39	13
Ago.15-Dic.14	-11	-9	8	58	28	109	12	-47
Ago.15-Dic.13	-47	11	-17	-11	-18	95	117	-54

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

Cuadro 40
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES
(En porcentajes)

	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.14	3,8	3,8	4,3
Ene.15	3,6	3,8	4,4
Feb.15	3,3	3,7	4,4
Mar.15	3,5	3,8	4,4
Abr.15	3,7	3,8	4,4
May.15	3,9	3,9	4,4
Jun.15	3,4	4,0	4,4
Jul.15	3,6	4,0	4,3
Ago.15	3,8	4,1	4,3
Variación Acumulada (pbs)			
Ago.15-May.15	-9	21	-13
Ago.15-Dic.14	2	34	0
Ago.15-Dic.13	7	58	44

Fuente: BCRP.





76. En el caso de las tasas de interés en dólares, la mayoría de tasas activas y pasivas disminuyeron a pesar del uso por parte de los bancos de sus excedentes de liquidez en moneda extranjera para realizar operaciones de reporte con monedas con el BCRP. Así, la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días en dólares disminuyó 21 puntos básicos respecto a mayo, alcanzando un nivel de 0,61 por ciento, mientras que la tasa interbancaria permaneció en 0,15 por ciento.

Cuadro 41
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA ^{1/}
(En porcentajes)

	Interbancaria	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.14	0,15	2,5	5,1	8,3	12,3	16,9	27,3	7,6
Ene.15	0,15	2,5	5,2	8,1	11,5	17,9	28,1	7,6
Feb.15	0,15	3,6	5,3	8,3	12,0	18,1	29,9	7,7
Mar.15	0,15	2,6	4,9	8,2	13,5	14,9	30,9	7,4
Abr.15	0,15	2,1	4,8	8,3	11,6	19,9	30,6	7,1
May.15	0,15	2,8	4,7	8,5	10,9	20,4	31,0	7,4
Jun.15	0,15	2,2	4,6	8,3	11,7	19,7	31,4	7,3
Jul.15	0,15	1,7	5,0	8,7	11,0	18,5	31,2	7,1
Ago.15	0,15	2,1	5,3	8,2	11,3	15,0	31,3	6,9
Variación Acumulada (pbs)								
Ago.15-May.15	0	-76	62	-26	43	-549	28	-48
Ago.15-Dic.14	0	-40	22	-9	-101	-196	401	-66
Ago.15-Dic.13	0	-31	-18	-8	-192	-424	522	-156

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

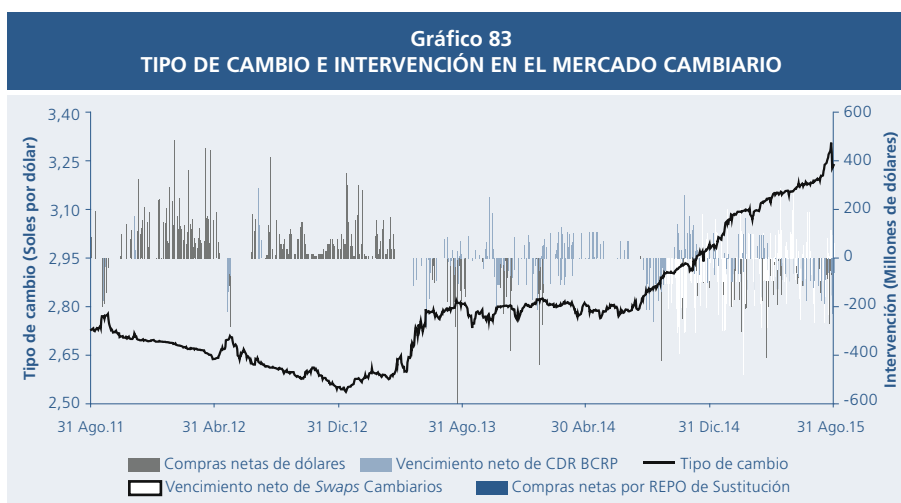
Cuadro 42
TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES
(En porcentajes)

	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.14	0,2	0,5	0,8
Ene.15	0,3	0,5	0,8
Feb.15	0,3	0,5	0,8
Mar.15	0,2	0,5	0,8
Abr.15	0,1	0,5	0,7
May.15	0,1	0,4	0,7
Jun.15	0,1	0,4	0,7
Jul.15	0,1	0,3	0,7
Ago.15	0,1	0,3	0,6
Variación Acumulada (pbs)			
Ago.15-May.15	-2	-10	-9
Ago.15-Dic.14	-7	-15	-18
Ago.15-Dic.13	-5	-43	-66

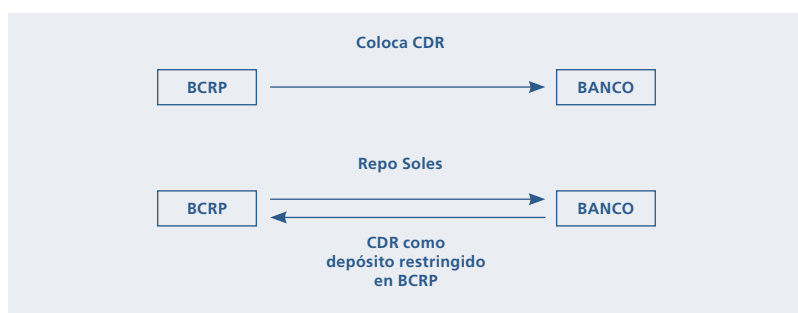
Fuente: BCRP.

Tipo de cambio e intervención cambiaria

77. Entre mayo y agosto de 2015, el tipo de cambio mantuvo su tendencia al alza producto de la mayor proximidad del fin de la política monetaria expansiva de la Reserva Federal, la devaluación del Yuan en agosto, y los temores por una mayor desaceleración de la economía China. Así, el tipo de cambio pasó de S/. 3,157 por dólar a finales de mayo de 2015 a S/. 3,237 al cierre de agosto de 2015, reflejando una depreciación de 2,5 por ciento.



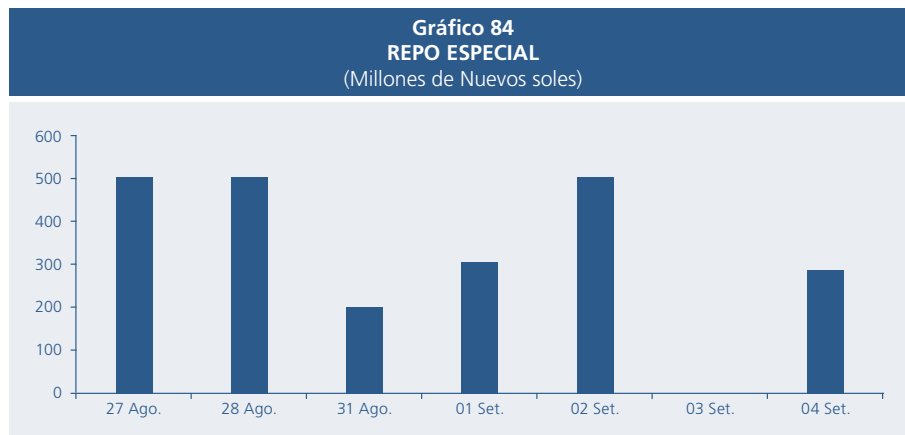
78. Con la finalidad de reducir las presiones sobre el dólar, a fines del mes de agosto el Banco Central estableció un nuevo instrumento denominado Repo Especial, que consiste en la venta de un Certificado de Depósito Reajutable (CDR) por parte del Banco Central y una operación de repo de valores simultánea en la que las entidades financieras usan el CDR como colateral para prestarse nuevos soles del BCRP. De esta forma, el instrumento no inyecta liquidez a las entidades financieras. En ese sentido, la operación es similar a la Repo de sustitución pero cambia la venta de dólares en el mercado spot por colocaciones de CDR.





Como resultado de esta operación, la banca privada recibe moneda nacional generando un pasivo y mantiene un activo equivalente al CDR que queda como colateral en el Banco Central. Por su parte, el BCR registra un pasivo por el CDR y un activo asociado a la repo especial.

Esquema de Repo especial			
Bancos			
Colateral CDR (Mill. S/.)	+300	Repo especial (Mill. S/.)	+300
Banco Central			
Repo especial (Mill. S/.)	+300	Colateral CDR (Mill. S/.)	+300



Al 8 de setiembre, el saldo de las operaciones de Repo Especial asciende a S/. 2 284 millones.

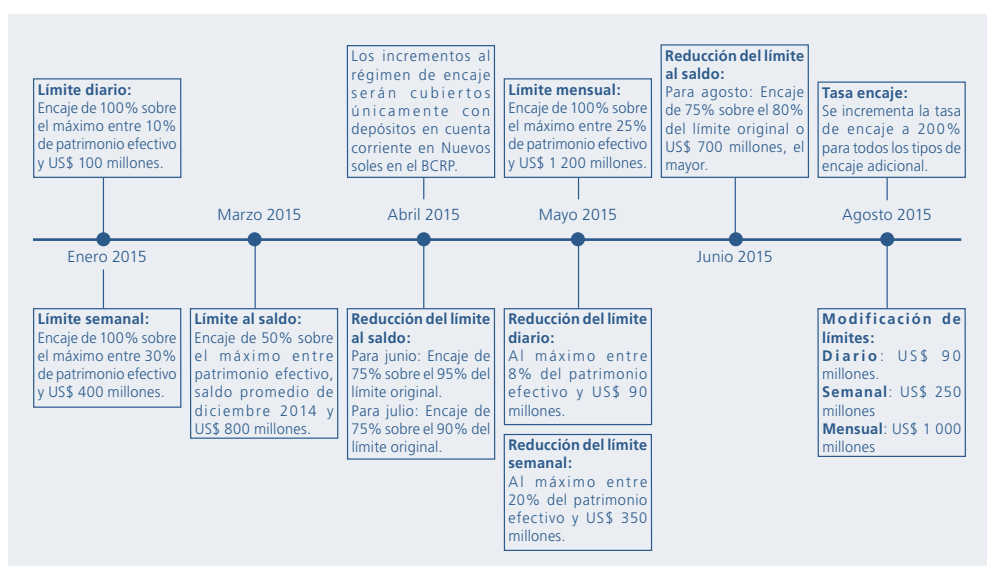
79. La demanda neta de dólares que se observó entre mayo y agosto fue de US\$ 4 640 millones, ligeramente mayor que la demanda neta de US\$ 4 431 millones observada en los 3 meses previos. La mayor demanda provino del sector privado no minero, que demandó US\$ 4 545 millones en el periodo y de AFPs por US\$ 676 millones. De otro lado, la oferta en el mercado se generó por parte del sector minero y del BCRP.

En este contexto, el BCRP intervino a través de la venta de dólares en el mercado *spot* por US\$ 2 676 millones, de los cuales US\$ 415 millones fueron ventas asociadas a operaciones repo de monedas de sustitución. En el periodo también se continuó interviniendo en el mercado *forward* a través de *swaps* cambiarios. Se realizaron colocaciones netas de *swaps* cambiarios por US\$ 162 millones. Estas colocaciones de *swaps* acompañaron las colocaciones netas CDRs por un monto equivalente a US\$ 2 271 millones. De este monto colocado, US\$ 444 millones se dieron como parte de la nueva modalidad de REPO de valores, las operaciones REPO especial.

Adicionalmente, y con la finalidad de moderar las presiones en el mercado cambiario que se generan en el mercado de *forwards* y *swaps*, el Banco Central ha ido ajustando los encajes adicionales en moneda nacional en función a las operaciones de venta de dólares a futuro con derivados cambiarios. De esta manera, en abril de este año se redujo el límite para el cálculo del encaje adicional en función al saldo de operaciones de venta de dólares a futuro con derivados cambiarios de manera gradual (95 por ciento del límite original para junio; 90 por ciento, para julio; y 80 por ciento, para agosto).

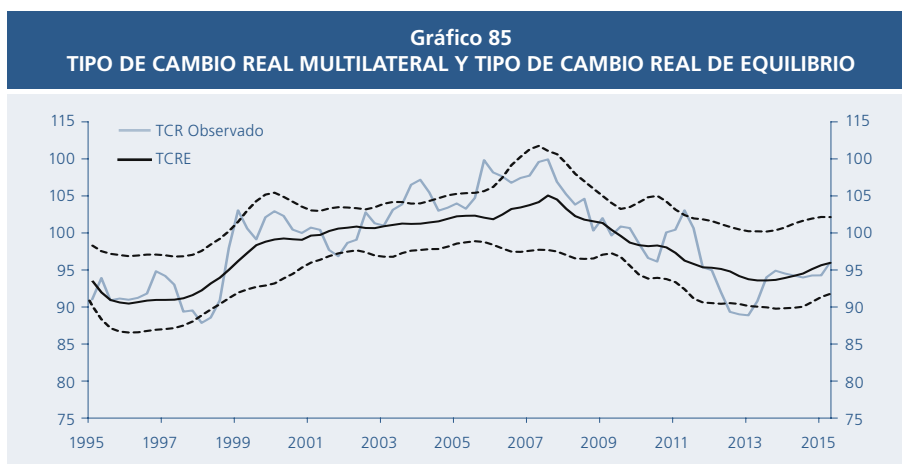
En mayo, se redujo el límite para las operaciones diarias al monto mayor entre 8 por ciento del patrimonio efectivo o US\$ 90 millones; para el límite a las operaciones semanales, el límite pasó al máximo entre 20 por ciento del patrimonio y US\$ 350 millones. Adicionalmente, se estableció un encaje adicional para el volumen acumulado de operaciones en el mes, cuyo límite fue fijado en el monto mayor entre 25 por ciento del patrimonio efectivo o US\$ 1 200 millones.

A partir de setiembre, los límites para el volumen de operaciones en el día, semana y mes han sido ajustados. En el caso del primero, pasó a un monto fijo de US\$ 90 millones; el segundo, a US\$ 250 millones; y el tercero, se fijó en US\$ 1 000 millones. A la vez, para todos estos requerimientos adicionales (incluyendo el requerido al saldo) la tasa de encaje pasó a ser 200 por ciento del exceso. Anteriormente los excesos en el volumen de operaciones tenían una tasa de encaje de 100 por ciento y los excesos sobre el límite al saldo una tasa de 75 por ciento. Estas medidas están orientadas a reducir los incentivos a las empresas bancarias a atender la demanda de venta de moneda extranjera a futuro con *forwards* o *swaps* más allá de los límites establecidos.



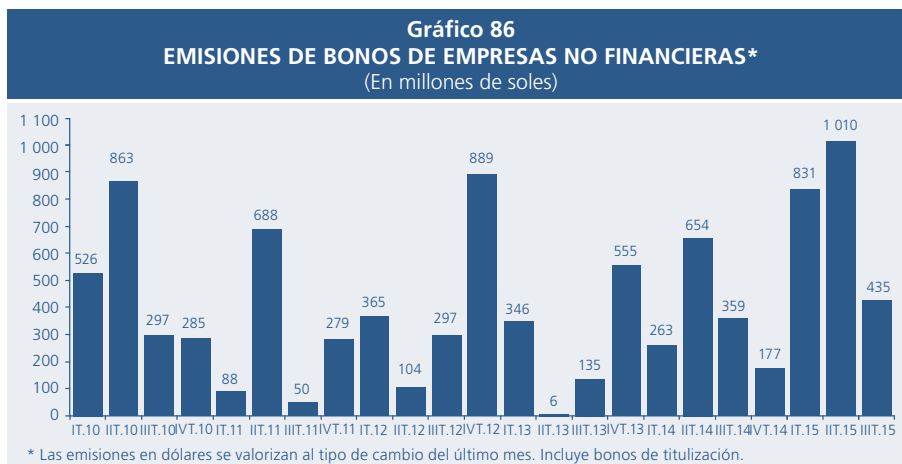


80. El índice de tipo de cambio real multilateral disminuyó 1,8 por ciento entre mayo de 2015 y agosto de 2015. Comparado con agosto de 2014, el índice de tipo de cambio real multilateral es mayor en 0,5 por ciento. El nivel actual del tipo de cambio real se ubica dentro del rango de equilibrio, lo que refleja los fundamentos que aseguran la sostenibilidad de las cuentas externas.



Emisiones de bonos del sector privado

81. En lo que va del tercer trimestre de 2015, las empresas no financieras realizaron emisiones de valores en el mercado local por S/. 435 millones, menor a las colocaciones del segundo trimestre (S/. 1 010 millones), pero superior al nivel del tercer trimestre de 2014. En términos anuales, las emisiones de 2015 son superiores a las de los últimos cinco años.



Las empresas no financieras únicamente emitieron valores en nuevos soles, en un contexto de mayor volatilidad del tipo de cambio, comportamiento que tendría como objetivo protegerse contra el riesgo cambiario del pago de cupones y principal. En el caso del sector financiero, las empresas privadas emitieron valores por S/. 130 millones.

Cuadro 43
EMISIONES DE BONOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

Mes	US\$	S/.	Total S/.
Dic.13	111,0	90,0	400,8
Ene.14	1,0	0,0	2,8
Feb.14	62,5	85,0	259,9
Abr.14	0,0	220,0	220,0
Jun.14	0,0	434,0	434,0
Jul.14	20,0	0,0	55,9
Set.14	50,0	160,0	303,5
Nov.14	21,0	0,0	61,3
Dic.14	0,0	116,0	116,0
Ene.15	10,0	500,0	530,6
Feb.15	0,0	300,0	300,0
Abr.15	6,0	0,0	18,8
May.15	0,0	502,0	502,0
Jun.15	154,0	0,0	489,3
Jul.15	0,0	435,0	435,0
Promedio 2010			158,0
Promedio 2011			104,0
Promedio 2012			137,9
Promedio 2013			86,8
Promedio 2014			145,3
Promedio 2015			325,1

82. Las emisiones de empresas en el mercado internacional ascendieron a US\$ 1 955 millones entre mayo y agosto, monto inferior al del primer trimestre, asociado a la mayor incertidumbre en los mercados financieros por el menor crecimiento en China, lo cual ha disminuido el apetito por riesgo de los inversionistas globales por valores considerados más riesgosos.

El principal emisor en el mercado internacional fue la empresa Consorcio Nuevo Metro de Lima que emitió US\$ 1 155 millones.

En el mismo periodo, las empresas del sector corporativo en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Paraguay y Perú emitieron en total US\$ 6 648 millones. En términos de participación, las empresas brasileñas lideraron la región (40 por ciento), seguido de las compañías chilenas y peruanas con el 29 por ciento cada una. El total emitido durante el presente año asciende a US\$ 13 103 millones, monto aun inferior al total emitido por la región en el 2014 (US\$ 25 536 millones).

El Gobierno peruano realizó una venta de bonos en el mercado internacional por US\$ 1 250 millones al plazo de 12 años y tasa cupón de 4,125 por ciento. La demanda presentó un ratio *bid to cover* de 3,4 y el *spread* crediticio asignado a la emisión fue de 189 puntos sobre el bono del Tesoro Americano equivalente.





Cuadro 44
EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

Empresa	Fecha de Emisión	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
AÑO 2014		5 510		
Sector no Financiero		3 306		
Compañía Minera Ares	15-ene	350	7	7,75%
Minsur	31-ene	450	10	6,25%
Abengoa Transmisión Sur	08-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	01-jul	350	7	6,50%
InRetail Consumer	07-oct	300	7	5,25%
Unión Andina de Cementos	28-oct	625	7	5,88%
Energía Eólica	15-dic	204	20	6,00%
Sector Financiero		2 204		
<u>Sector Financiero Privado</u>		1 025		
Banco de Crédito	15-ene	200	13	6,13%
Interbank	11-mar	300	15	6,63%
Banco de Crédito	01-jul	225	4	2,75%
BBVA Banco Continental	15-set	300	15	5,25%
<u>Sector Financiero Público</u>		1 179		
Fondo MiVivienda	26-mar	300	5	3,38%
Fondo MiVivienda*	15-may	279	4	1,25%
COFIDE	08-jul	300	5	3,25%
COFIDE	08-jul	300	15	5,25%
AÑO 2015		4 510		
Sector no Financiero		3 361		
GyM Ferrovias***	03-feb	206	25	4,75%
Southern Copper Corporation	17-abr	500	10	3,88%
Southern Copper Corporation	17-abr	1 500	30	5,88%
Consortio Nuevo Metro de Lima	10-jun	1 155	19	5,88%
Sector Financiero		1 149		
<u>Sector Financiero Privado</u>		349		
Intercorp	03-feb	250	10	5,88%
Interbank**	03-feb	99	15	7,66%
<u>Sector Financiero Público</u>		800		
COFIDE	07-jul	200	4	3,25%
COFIDE	07-jul	600	10	4,75%

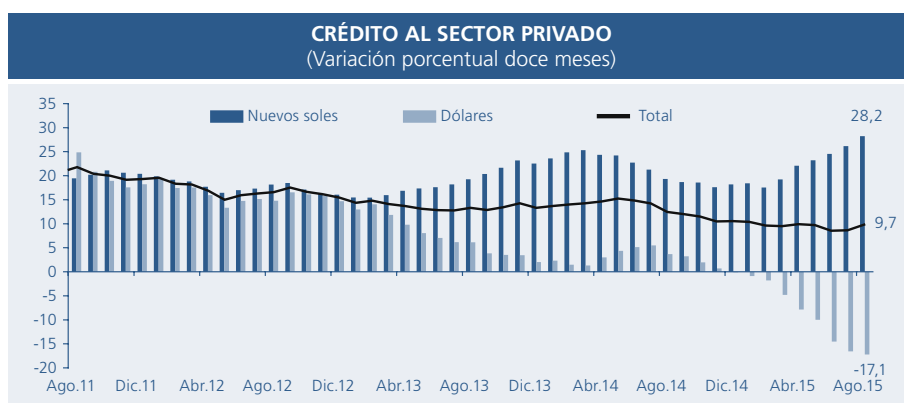
* Emisión en Francos suizos.
 ** Emisión en Nuevos Soles.
 *** Emisión en Nuevos Soles VAC.

Recuadro 3

FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y LAS OPERACIONES DE REPORTE DEL BCRP

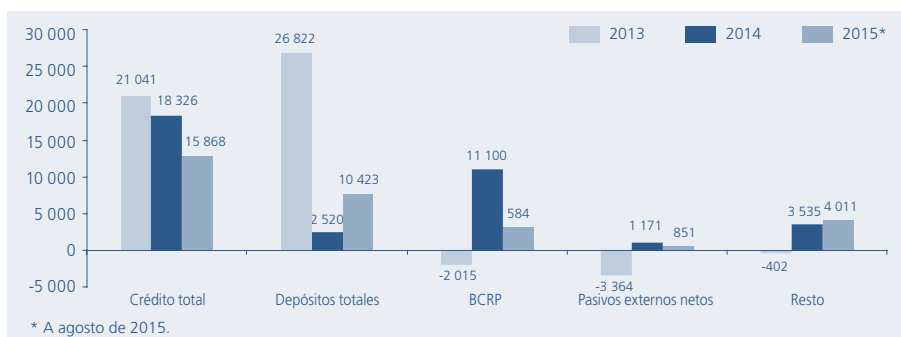
En este recuadro se analiza la evolución del crédito al sector privado y sus fuentes de expansión, en particular se discute el rol que vienen cumpliendo las operaciones de reporte a plazos del BCRP en facilitar el proceso de desdolarización del crédito y en extender el plazo promedio de los pasivos de la banca.

El crecimiento del crédito al sector privado de las sociedades de depósito pasó de 12,9 por ciento en el 2013 a 9,7 por ciento a agosto de 2015 en línea con el menor ritmo de crecimiento de la actividad económica. En este periodo, se ha observado una aceleración en la desdolarización del crédito que pasó de 42,4 por ciento a 30,8 por ciento por las medidas adoptadas por el BCRP. Ello implicó que el crédito en moneda nacional acelerara su crecimiento, pasando de 22,3 en diciembre de 2013 a 28,2 por ciento en agosto de 2015 mientras que el crédito en moneda extranjera se desaceleró de 2,1 por ciento en 2013 a una reducción de 17,1 por ciento en agosto de 2015.



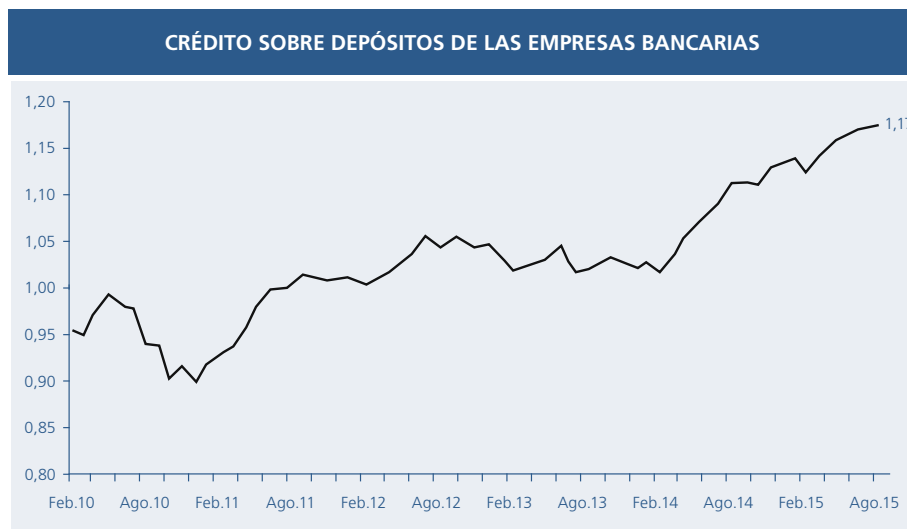
Las principales fuentes de expansión del crédito total han sido los depósitos y las operaciones con el BCRP. En el 2013, el crédito se expandió en S/. 21 041 millones mientras que los depósitos crecieron S/. 26 822 millones, lo que permitió no solo financiar el crédito sino también reducir pasivos externos netos y acumular depósitos en el BCRP. En el 2014 de una expansión del crédito de S/. 18 326 millones únicamente S/. 2 520 millones se financió con depósitos por lo que el BCRP inyectó S/. 11 100 millones adicionales mediante reducciones de encaje (S/. 7 858 millones) y reducción de saldo de certificados de depósito del BCRP por S/. 2 891 millones.

A agosto de 2015, la expansión del crédito es de S/. 15 868 millones, financiada con depósitos por S/. 10 423 millones y operaciones con el BCRP por S/. 584 millones.



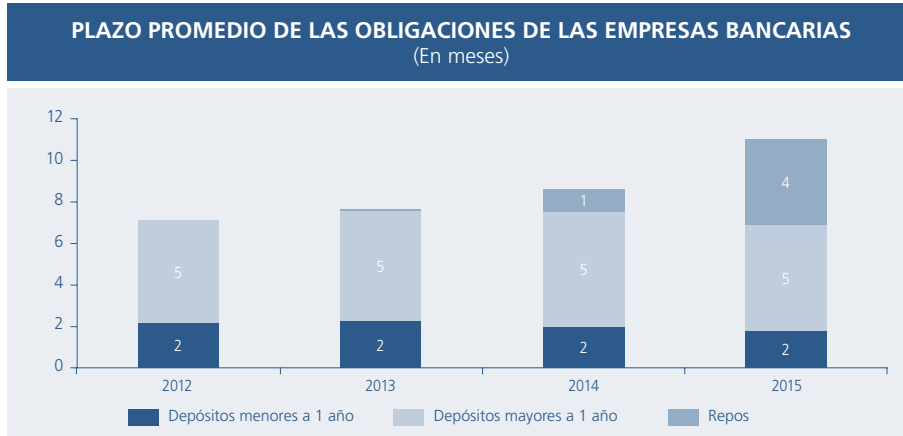


Como consecuencia de esta dinámica en las fuentes de expansión del crédito, el ratio de crédito sobre depósitos de las empresas bancarias se ha incrementado de 1,04 en diciembre de 2012 a 1,17 a agosto de 2015. En particular, el incremento del ratio en este periodo refleja la reducción del encaje en moneda nacional de S/. 13 724 millones y en moneda extranjera de US\$ 2 425 millones (asociado a las operaciones de repo de expansión). Usualmente, un incremento en este indicador se interpreta como un aumento de la participación en el financiamiento de fuentes alternativas a los depósitos que son más riesgosas por su mayor volatilidad, este es el caso por ejemplo, de los adeudados de corto plazo con el exterior. Sin embargo, las otras fuentes que se observan en la banca son obligaciones de largo plazo y patrimonio. Por tanto no debe interpretarse este ratio más alto como reflejo de un mayor riesgo de liquidez.



Por monedas, destaca la mayor participación de las operaciones del BCRP entre las fuentes de expansión del crédito en soles. Sin embargo, en este caso, se debe tener en cuenta que las operaciones de repos de moneda, en la medida que permiten a los bancos intercambiar fondeo en dólares que no requieren por fondeo en soles a plazos largos con el BCRP, no afectarían el ratio de crédito total a depósitos totales, solo cambian la composición por monedas del fondeo. Adicionalmente, en la medida que las operaciones de repo de monedas de la banca con el BCRP son de largo plazo, en promedio con vencimiento de 2 años y 9 meses constituyen una fuente de financiamiento estable y no incrementa el riesgo de liquidez de la banca.

De hecho, las operaciones de repos de moneda y valores a plazo han ayudado a ampliar el plazo promedio de las obligaciones en moneda nacional en las empresas bancarias. A junio de 2015, el plazo promedio de los depósitos del sector privado en los bancos se estima en alrededor de 6 meses, aproximadamente, similar a lo observado en años previos. Si a ello sumamos las operaciones de inyección del BCRP, el número de meses se incrementa en 4, llegando a un plazo promedio de 10 meses. De esta manera, al alargar la maduración promedio del fondeo en moneda nacional, las entidades financieras estarían enfrentando un menor riesgo de liquidez.

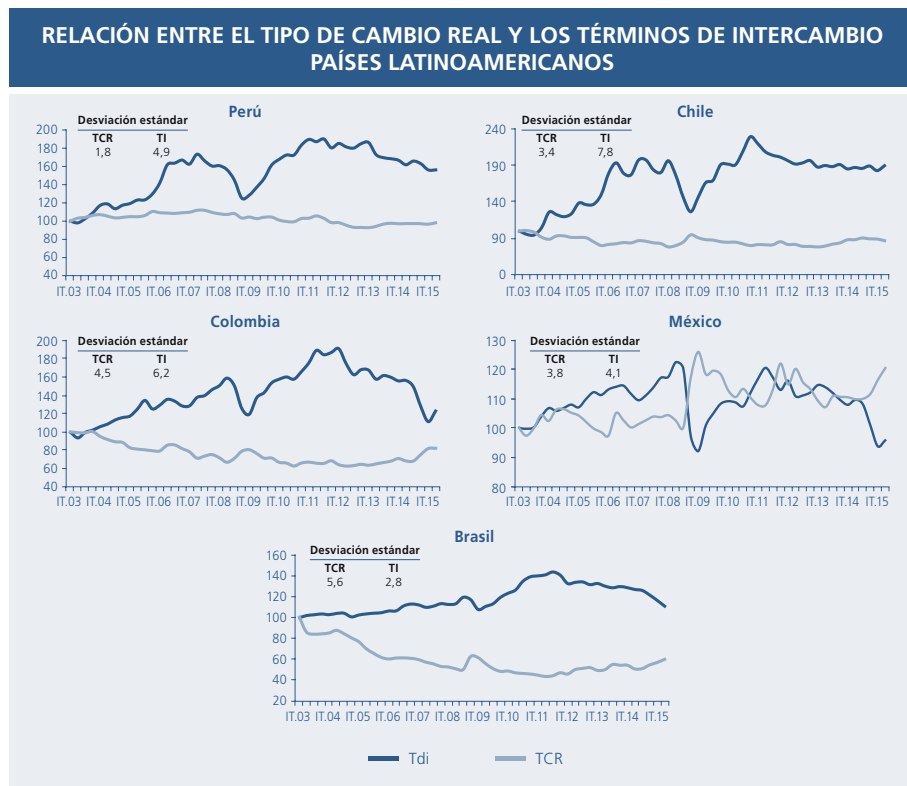


A manera de conclusión, las operaciones de reporte del BCRP están contribuyendo al proceso de desdolarización del crédito al facilitar que las entidades financieras transformen financiamiento en dólares, que es relativamente más abundante, por financiamiento en soles, y con ello se limitan las presiones en las tasas de interés pasivas en soles. Además, en la medida que estas operaciones son a plazos largos, contribuyen también a alargar el plazo promedio de los pasivos de los bancos, lo que a su vez reduce el riesgo de liquidez de las entidades financieras.



Recuadro 4
LA VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL EN EL PERÚ

En este recuadro se compara la volatilidad del tipo de cambio real de Perú con la de otras economías en la región, y se discuten algunas hipótesis que explican la heterogeneidad observada. Para facilitar la comparación entre países analizados se utilizan los datos de índices de tipo de cambio real multilateral publicados por el Banco Internacional de Pagos para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.



El gráfico previo ilustra la evolución del tipo de cambio real multilateral²¹ y de los términos de intercambio, en una base común, el primer trimestre de 2003. Como se puede apreciar, Perú, juntamente con Chile presenta los indicadores de volatilidad del tipo de cambio real menos volátiles del conjunto de países analizados, mientras que Brasil y Colombia presentan los indicadores de mayor volatilidad. Ello, a pesar que la volatilidad en los términos de intercambios no es menor que la de los otros países analizados.

La literatura ha identificado diferentes determinantes fundamentales para el movimiento del TCR, entre ellos tenemos la Productividad Relativa, la Posición Fiscal y los Términos de Intercambio (TI).²² De acuerdo con la literatura, un incremento de los TI resultaría en una apreciación del TCR al tener una mayor demanda de bienes internos producto

21 Un aumento del índice significa depreciación de la moneda local en términos reales.

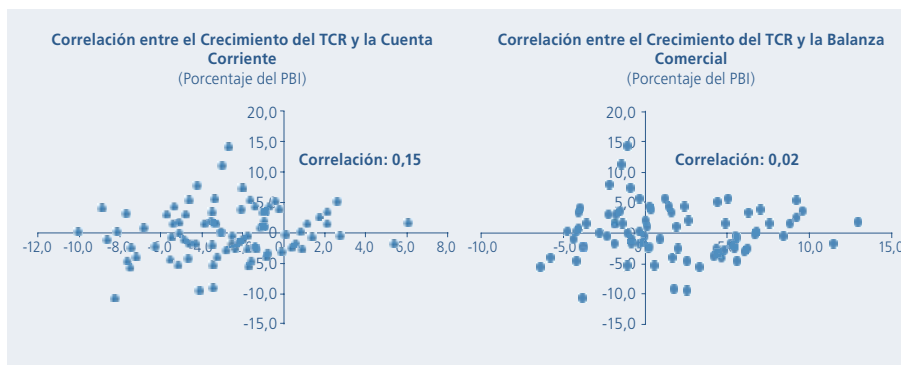
22 Para una explicación más amplia acerca de los determinantes fundamentales del TCR se puede referir a Rodríguez (2011) "¿Qué explica la evolución del tipo de cambio real de equilibrio en el Perú?," Revista Moneda 147. BCRP.

de mayores ingresos. Sin embargo, en el caso del Perú, hay algunos factores que limitan su efecto sobre el TCR, como el efecto que tiene sobre la cuenta corriente la renta neta de factores, y su correlación negativa con la balanza comercial, que actúa como un mecanismo de cobertura de la balanza de pagos ante choques de los términos de intercambio (ver Tashu (2015)²³).

CORRELACIÓN		
	TCR, TI	TCR, TI(-1)
Perú	-0,30	0,08
Chile	0,50	0,33
Colombia	0,48	0,34
México	0,69	0,16
Brasil	0,31	0,28

El aumento (disminución) del pago neto de factores al exterior de empresas no residentes en respuesta a términos de intercambio más elevados (bajos) reduce, en el caso del Perú, la apreciación (depreciación) del TCR necesaria para mantener un nivel sostenible de cuenta corriente, debido a que estos pagos están directamente correlacionadas con la evolución de los términos de intercambio.

En el siguiente gráfico se puede observar que existe una mayor relación entre el TCR y la Cuenta Corriente peruana que sobre su cuenta comercial (que no toma en cuenta las repatriaciones de utilidades). Para poder poner a prueba estas dos hipótesis se presentarán resultados de un ejercicio de cointegración entre las tres variables de interés: el TCR, los TI y se usará los egresos de la Renta de Factores como porcentaje del PBI dado que incluye la repatriación de Utilidades en la Cuenta Corriente. El período de evaluación del ejercicio será trimestral de 1996 al segundo trimestre de 2015.



Los resultados del ejercicio de cointegración serán en base a las ecuaciones (1) y (2) y se pueden observar en la tabla que se presenta a continuación. Los resultados de la Ecuación (1) nos muestran que los TI (LTI_t) afectan al TCR ($LTCT$) en la dirección esperada (un aumento del TI aprecia el TCR) pero en pequeña magnitud (un incremento de 1 por ciento de los términos de intercambio resultaría en una apreciación de 0,02 por ciento del TCR). Si incluimos los egresos de la Renta de Factores (LRF) en la Ecuación (2), la semi-elasticidad del TCR sobre el TI se incrementa drásticamente (0,32) lo

23 Tashu, M., 2015. "Drivers of Peru's Equilibrium Real Exchange Rate: Is the Nuevo Sol a Commodity Currency", IMF Working Paper, WP/15/26.





que sería evidencia de que el pago neto de factores de empresas no residentes compensaría los efectos de los TI sobre el TCR. Las utilidades pagadas al exterior estarían funcionando como un seguro al riesgo de movimientos bruscos en los términos de intercambio. Frente a un crecimiento de términos de intercambio, los ingresos disponibles en el país no crecerían tanto como se esperaría; mientras que cuando se reduzcan los términos de intercambio, los ingresos disponibles no disminuirían en la magnitud esperada. Esta mayor estabilidad en el ingreso disponible reduciría la volatilidad en la demanda local aminorando los vaivenes en el Tipo de Cambio Real.

$$LTCR_t = \theta_0 + \theta_1 LTI_t + \varepsilon_t \dots (1)$$

$$LTCR_t = \theta_0 + \theta_1 LTI_t + \theta_2 LRF_t + \varepsilon_t \dots (2)$$

RESULTADO DE LA COINTEGRACIÓN*		
	Ecuación (1)	Ecuación (2)
θ_0 (Constante)	4,70	5,81
θ_1 (Elasticidad a los Términos de Intercambio)	-0,03	-0,32
θ_2 (Elasticidad a los egresos de la Renta de Factores %PBI)	.-	0,14

*Los resultados son en base a la cointegración de las ecuaciones (1) y (2) que analiza los movimientos del Tipo de Cambio real en base a los términos de intercambio y los egresos de la Renta de Factores.

La estabilidad del Tipo de Cambio Real también estaría asociada a la Posición Fiscal en el Perú comparada con otros países de Latinoamérica. Si se observa la desviación estándar del TCR en los cinco países mencionados anteriormente, notamos que Chile y Perú son los países con menor volatilidad y presentan una mejor posición fiscal que el resto de países en el periodo 2006-2014 como se observa en la siguiente tabla.

VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO REAL Y LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (Desviación estándar en porcentajes de variaciones trimestrales)			
	Tipo de Cambio Real Multilateral (2003-2015)	Términos de Intercambio (2003-2015)	Superávit Fiscal Promedio (2006-2014)
Brasil	5,6	2,8	-3,1
Chile	3,4	7,8	1,7
Colombia	4,5	6,2	-1,4
México	3,8	4,1	-3,1
Perú	1,8	4,9	1,2

Fuente: BIS y FMI

Los resultados mostrados en este recuadro nos indican que para analizar los efectos de cambios en los precios de las materias primas y los términos de intercambio en el tipo de cambio real multilateral en el Perú, se debe tener en cuenta también, la evolución de la política fiscal, la productividad total de factores, y los otros determinantes fundamentales del tipo de cambio real multilateral, y no únicamente el precio de las materia primas. De otro modo se corre el riesgo de extrapolar comportamientos del tipo de cambio, que no son característicos de la economía peruana.

VI. Inflación

83. La inflación acumulada en los últimos doce meses pasó de 3,22 por ciento en diciembre de 2014 a 4,04 por ciento en agosto 2015.

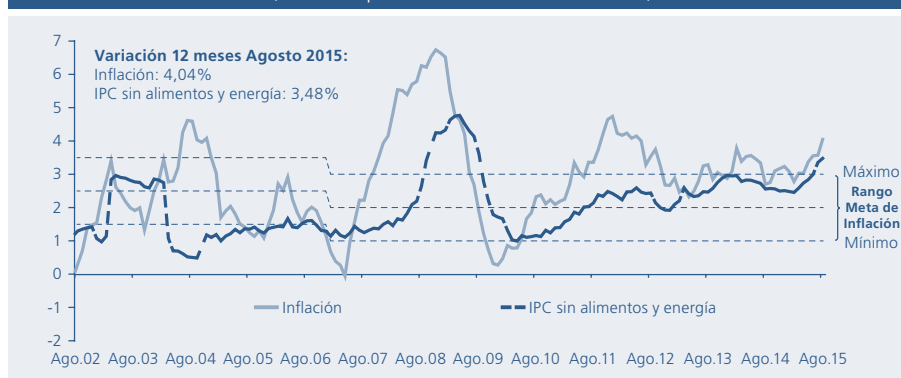
La inflación reflejó principalmente alzas en los precios de alimentos y tarifas eléctricas. El componente de alimentos y energía se incrementó en 4,70 por ciento. La inflación sin alimentos y energía, es decir descontando el impacto de estos rubros de alta volatilidad de precios, ascendió a 3,48 por ciento, principalmente por el alza en educación y tarifas de agua potable, así como de algunos rubros asociados al tipo de cambio, como compra de vehículos y alquiler de vivienda.

Cuadro 45 CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN ENERO - AGOSTO 2015			
	Peso	Var. %	Contr. pond.
INFLACIÓN	100,0	3,4	3,40
Alimentos	37,8	3,9	1,57
Efecto de precios internacionales	10,0	1,7	0,17
<i>Del cual</i>			
Azúcar	0,5	20,1	0,11
Arroz	1,9	1,5	0,03
Leche en conserva	1,6	1,2	0,02
Choques de oferta interna	4,95	10,8	0,58
<i>Del cual</i>			
Cebolla	0,4	98,0	0,31
Pescado fresco y congelado	0,7	11,9	0,09
Otras hortalizas	0,4	12,4	0,06
Otras frutas frescas	0,4	12,8	0,06
Papa	0,9	6,4	0,05
Tomate	0,2	28,1	0,05
Choclo	0,1	23,7	0,04
Comidas fuera del hogar	11,7	3,8	0,50
Resto de alimentos	11,1	2,8	0,32
Combustibles, pasaje urbano y electricidad	14,3	3,5	0,50
Combustibles	2,8	-2,4	-0,07
Pasaje urbano	8,5	1,0	0,09
Electricidad	2,9	16,7	0,48
Asociados al tipo de cambio	4,5	5,2	0,21
<i>Del cual</i>			
Compra de vehículos	1,6	8,2	0,13
Alquiler de vivienda	2,4	2,4	0,05
Pasaje de avión	0,4	8,8	0,03
Educación	9,85	4,9	0,51
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,7	0,45
Enseñanza en áreas diversas	0,3	14,8	0,04
Textos y útiles escolares	0,7	3,5	0,02
Resto	33,58	2,0	0,61





Gráfico 87
INFLACIÓN Y META DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos doce meses)



Cuadro 46
IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES
(Variación promedio anualizada)

	Enero - Agosto	Setiembre - Diciembre	Año
2001-2014			
IPC	3,0	1,8	2,6
Alimentos agrícolas perecibles	8,2	-3,8	4,0
2014			
IPC	3,9	1,9	3,2
Alimentos agrícolas perecibles	12,5	1,3	8,6
2015			
IPC	5,1		
Alimentos agrícolas perecibles	13,6		

Cuadro 47
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
									Ene.-Ago.	12 meses
IPC	100,0	6,65	0,25	2,08	4,74	2,65	2,86	3,22	3,40	4,04
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	4,25	1,71	1,38	2,42	1,91	2,97	2,51	2,62	3,48
a. Bienes	21,7	3,21	2,31	1,07	2,37	1,60	2,62	2,43	2,48	3,24
b. Servicios	34,8	4,97	1,24	1,58	2,45	2,10	3,18	2,55	2,70	3,63
2. Alimentos y energía	43,6	8,58	-0,86	2,98	7,70	3,55	2,73	4,08	4,33	4,70
a. Alimentos y bebidas	37,8	9,70	0,57	2,41	7,97	4,06	2,24	4,83	3,92	4,77
b. Combustibles y electricidad	5,7	1,65	-10,40	6,80	6,01	0,22	6,09	-0,85	7,16	4,25
Combustibles	2,8	-0,04	-12,66	12,21	7,54	-1,48	5,95	-5,59	-2,42	-9,15
Electricidad	2,9	6,31	-4,56	1,36	4,30	2,19	6,23	4,37	16,72	18,91

Cuadro 48 INFLACIÓN (Contribuciones ponderadas)										
	Peso	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
									Ene.-Ago. 12 meses	
IPC	100,0	6,65	0,25	2,08	4,74	2,65	2,86	3,22	3,40	4,04
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,88	0,74	0,78	1,36	1,05	1,62	1,37	1,42	1,88
a. Bienes	21,7	0,62	0,43	0,23	0,51	0,34	0,54	0,50	0,51	0,66
b. Servicios	34,8	1,24	0,30	0,55	0,85	0,71	1,08	0,87	0,91	1,22
2. Alimentos y energía	43,6	4,80	-0,49	1,30	3,38	1,60	1,24	1,86	1,98	2,16
a. Alimentos y bebidas	37,8	4,67	0,28	0,91	3,03	1,59	0,89	1,91	1,57	1,91
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,13	-0,77	0,38	0,35	0,01	0,35	-0,05	0,41	0,25
Combustibles	2,8	0,00	-0,68	0,34	0,23	-0,05	0,18	-0,18	-0,07	-0,28
Electricidad	2,9	0,13	-0,09	0,04	0,12	0,06	0,17	0,12	0,48	0,54

84. En el periodo enero - agosto los rubros con mayor contribución al alza en la inflación fueron comidas fuera del hogar, electricidad, matrículas y pensión de enseñanza, cebolla y consumo de agua. Por su parte, los rubros con mayor contribución a la baja fueron cítricos, gas, transporte nacional, palta y gasolina.

Cuadro 49 RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - AGOSTO 2015							
Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	3,8	0,50	Cítricos	0,5	-19,7	-0,15
Electricidad	2,9	16,7	0,48	Gas	1,4	-3,6	-0,05
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,7	0,45	Transporte nacional	0,3	-11,0	-0,04
Cebolla	0,4	98,0	0,31	Palta	0,1	-17,2	-0,03
Consumo de agua	1,6	8,1	0,14	Gasolina y lubricantes	1,3	-1,5	-0,02
Compra de vehículos	1,6	8,2	0,13	Otros cereales	0,1	-24,3	-0,02
Azúcar	0,5	20,1	0,11	Legumbres frescas	0,2	-5,9	-0,02
Pescado fresco y congelado	0,7	11,9	0,09	Teléfonos	2,9	-0,6	-0,01
Pasaje urbano	8,5	1,0	0,09	Uva	0,1	-5,8	-0,01
Artículos del cuidado personal	4,9	1,5	0,07	Carne de otras aves	0,1	-4,2	-0,01
Total			2,37	Total			-0,36

El alza del rubro **comida fuera del hogar** (3,8 por ciento) estuvo relacionada al mayor precio de los alimentos (4,1 por ciento).

Las **tarifas eléctricas** aumentaron 16,7 por ciento por la actualización de los precios de generación, distribución y transmisión. Los costos de estos componentes estuvieron afectados por el alza del tipo de cambio, a lo que se sumó el mayor precio





del gas natural en la parte de generación. Otros factores relevantes fueron en el mes de febrero la liquidación trimestral del mecanismo de compensación a los usuarios regulados frente a los contratos entre empresas distribuidoras y generadoras. Asimismo en mayo se autorizó el reajuste anual del peaje de transmisión así como el pago adelantado por el Gaseoducto Sur Peruano.

Las **matrículas y pensiones de enseñanza** aumentaron 4,7 por ciento, reflejando principalmente los reajustes registrados en el mes de marzo en las pensiones de los colegios particulares (6,4 por ciento) y de las universidades privadas (3,6 por ciento). En los siguientes meses se observaron alzas en las pensiones de los institutos privados.

La **tarifa de agua** se incrementó 8,1 por ciento ante el alza aprobada por el organismo regulador Sunass. Ello considerando el cumplimiento de las metas de gestión de Sedapal, y para aumentar la cobertura de agua potable.

El rubro **compra de vehículos** aumentó 8,2 por ciento, resultado asociado a la depreciación del tipo de cambio (9,3 por ciento).

Alimentos

85. En el período enero-agosto la oferta de los alimentos agrícolas perecibles como cebolla, tomate y choclo estuvo afectada por anomalías climatológicas.

En el caso de la **cebolla** (98,0 por ciento) producto que procede principalmente de Arequipa, las alteraciones climáticas en dicha región (lluvia en exceso en el primer cuatrimestre y condiciones ambientales más cálidas) dieron lugar a menores siembras y a una cosecha irregular. Ello determinó que la producción nacional de cebolla en el período enero-julio registrase una caída de 7 por ciento. En Lima se observó una disminución de la oferta del producto de primera calidad, lo que repercutió en el precio mayorista (pasó de S/. 0,54 el Kg. en diciembre 2014 a S/. 2,61 el en agosto 2015).

El precio del **tomate** aumentó 28,1 por ciento, reflejando también problemas de oferta. Los cambios climáticos en los valles de Lima (aumento de la temperatura, mayor necesidad de riego y aparición de plagas) afectaron el abastecimiento. A ello se sumó las menores siembras en Ica ante la menor demanda de la industria de la región.

El alza del precio del **choclo** (23,7 por ciento), reflejó los incrementos de los meses de julio y agosto (33,9 y 10,9 por ciento, respectivamente). A la menor participación estacional de Junín, se sumó el menor abastecimiento de Ancash, ante la culminación

de la cosecha afectada además por heladas. Adicionalmente, las siembras en Lima cayeron 27,2 por ciento en el período diciembre –abril con respecto a la campaña anterior, por efecto de las alteraciones del clima.

El incremento en el precio del **azúcar** (20,1 por ciento) estuvo en relación a problemas en el abastecimiento. La menor disponibilidad de caña, resultado de la escasez de agua en el año 2014, dio lugar a una disminución de la superficie cosechada y de los rendimientos. También contribuyeron a este resultado los problemas laborales y las paradas técnicas de algunas empresas.

El rubro **pescado fresco y congelado** aumentó 11,9 por ciento debido a un abastecimiento irregular. Los oleajes anómalos, de fuerte intensidad en algunas semanas, dieron lugar al cierre de puertos y a daños en la infraestructura portuaria. En el caso de jurel, una de las especies de mayor demanda, su disponibilidad disminuyó debido a factores oceanográficos, no llegándose a cubrir la cuota de pesca asignada a la flota industrial.



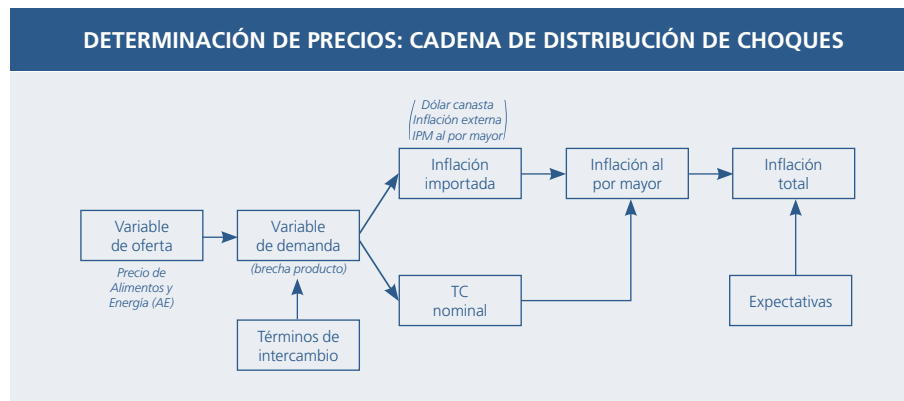
Recuadro 5

¿QUÉ EXPLICA EL DESVÍO DE LA INFLACIÓN? UN ANÁLISIS DE DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA

Para un control efectivo de la inflación, el banco central requiere conocer la fuente de los choques que genera desvíos de la tasa de inflación respecto de su nivel meta. Dichos desvíos pueden ser causados por diversos factores tanto domésticos como externos, y dependiendo de su naturaleza generan distintas respuestas de política monetaria.

Este recuadro realiza un ejercicio de descomposición histórica para la inflación utilizando un modelo de Vectores Autorregresivos estructurales, de 10 variables²⁴ el cual permitió descomponer la inflación en los siguientes determinantes: choque de expectativas, **choque de oferta** - compuesto por los choques a la inflación de alimentos y energía (IPCAE) y a la inflación de precios al por mayor-, la depreciación nominal, choques de componentes importados - que totaliza el efecto de las variaciones en el índice de precios importados, el dólar canasta y el índice de precios externos (IPE puro) -, **choques de demanda** -a partir de choques en la brecha producto y en el IPC - y choque de términos de intercambio.

El modelo propuesto es una modificación al presentado por McCarthy (2007)²⁵, el cual describe la dinámica de fijación de precios a través de una cadena de distribución en etapas. La transmisión de choques en el modelo propuesto sugiere la existencia de un choque de oferta que afecta al **IPCAE** y un choque externo de **términos de intercambio** que se transmite a la **brecha producto**, la que a su vez es influenciada por un choque de demanda interna. Estos choques afectan de manera separada al tipo de cambio nominal y a los componentes de la inflación importada. Incrementos en las variables antes mencionadas elevarán los costos de producción, lo que impactará al alza en los precios al por mayor (IPMNA). Por último la inflación total se verá afectada por los choques descritos y un choque de expectativas. Los mecanismos de transmisión de los choques antes mencionados se ilustran a continuación en el siguiente gráfico:



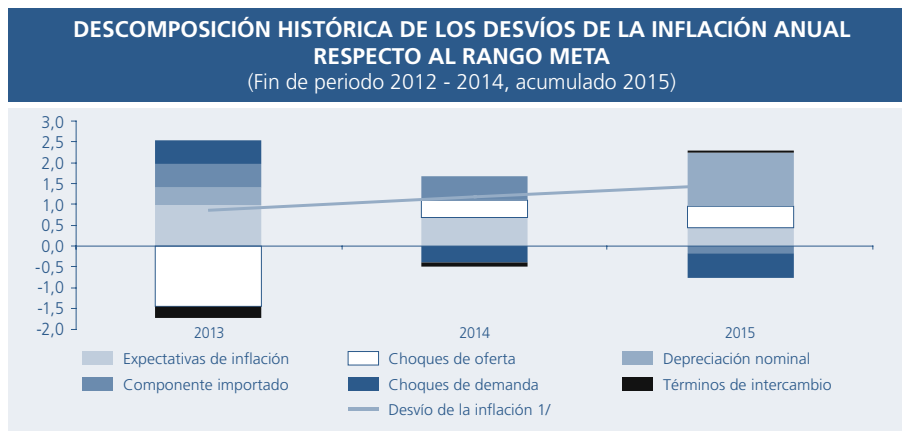
24 Las variables empleadas fueron: términos de intercambio (TI), inflación AE, brecha producto, depreciación nominal, inflación importada, inflación al por mayor, inflación total, expectativas de inflación, dólar canasta (DC) e IPE puro (IPEP). La frecuencia de estimación es trimestral y cubre el periodo 2002Q1 – 2015Q2. Las variables TI, DC e IPE se encuentran expresadas en variación anualizada respecto al trimestre anterior. Se empleó la descomposición de Cholesky como identificación estructural con el ordenamiento presentado en gráfico 1. El número de rezagos fue elegido a partir del criterio de Schwarz. Asimismo se realizaron pruebas de robustez modificando el ordenamiento propuesto, los resultados de dichos modelos no difieren en gran medida en los aquí consignados.

25 McCarthy J. "Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies" Eastern Economic Journal, 33(4), 511-537.

A continuación se reporta la descomposición de histórica de los desvíos de la inflación respecto a 2 por ciento desde el año 2013 hasta junio de 2015 resultantes de la estimación del VAR recursivo. Para el 2015, los determinantes del desvío de la inflación más importantes serían la depreciación nominal que explica 1,3 puntos porcentuales del desvío de 1,5 puntos porcentuales, los choques de oferta por el incremento de los precios en alimentos y energía, que explican 0,5 puntos porcentuales, mientras que la inflación importada en dólares, contribuye negativamente, al igual que la brecha producto, consistente con la evolución reciente del precio internacional del petróleo, y de un ciclo económico débil en el que la economía peruana viene creciendo por debajo de su nivel potencial.

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LOS DESVÍOS DE LA INFLACIÓN ANUAL RESPECTO DE LA META DE INFLACIÓN PERIODO 2013-2015 (Fin periodo 2011-2014)								
Año	Inflación	Desvío de la inflación 1/	Expectativas de inflación	Choques de oferta	Depreciación nominal	Componente Importado	Choques de demanda	Términos de Intercambio
2013	2,8	0,8	1,0	-1,5	0,4	0,6	0,6	-0,3
2014	3,2	1,2	0,7	0,4	0,0	0,6	-0,4	-0,1
2015	3,5	1,5	0,5	0,5	1,3	-0,2	-0,6	0,0

1/ Respecto a la meta de 2 por ciento.
2/ Se considera el promedio de los últimos 4 trimestres.



En el primer semestre de 2015 la inflación acumulada en los últimos 12 meses alcanzó 3,5 por ciento. A nivel desagregado se registró un incremento de precios en alimentos y energía (componente más volátil asociado a choques exógenos) de 4,2 por ciento -por mayores precios en electricidad y productos perecibles como la cebolla - y una inflación en los demás rubros (IPCSAE) de 3,0 por ciento. Asimismo, se observó una depreciación del tipo de cambio sol/dólar de 13,0 por ciento y una reducción de 2,3 por ciento en la inflación importada²⁶ en dólares. Por el lado de los productores, se registró una inflación de 1,7 por ciento en el índice de precios al por mayor nacional (IPMNAC).

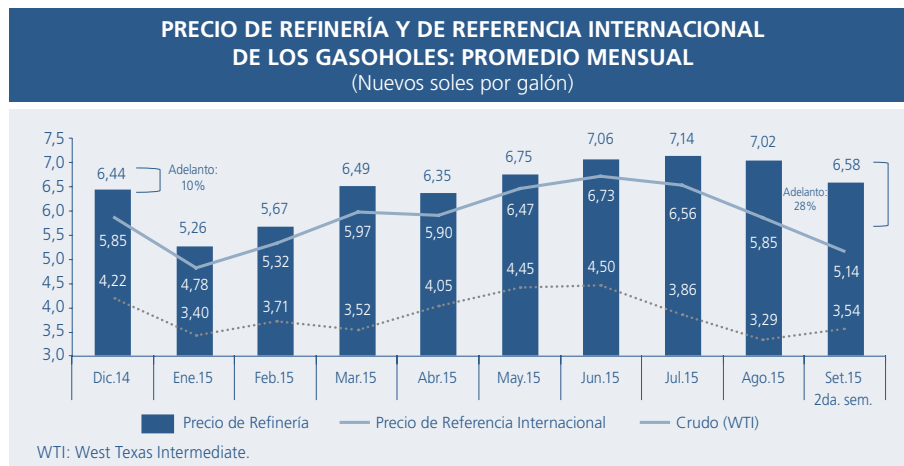
Los resultados obtenidos muestran que para este periodo, el efecto del tipo de cambio contribuyó 1,3 puntos porcentuales al desvío de la inflación, mientras que los choques de oferta y el desvío de las expectativas de inflación explican conjuntamente 1 punto porcentual adicional de este desvío. Los factores que compensan estos impulsos son fundamentalmente, la menor inflación importada, asociada a menores precios del petróleo y de los precios internacionales de alimentos importados, y la brecha producto negativa, que refleja los efectos del ciclo económico débil sobre la inflación.

26 Trimestral anualizada.



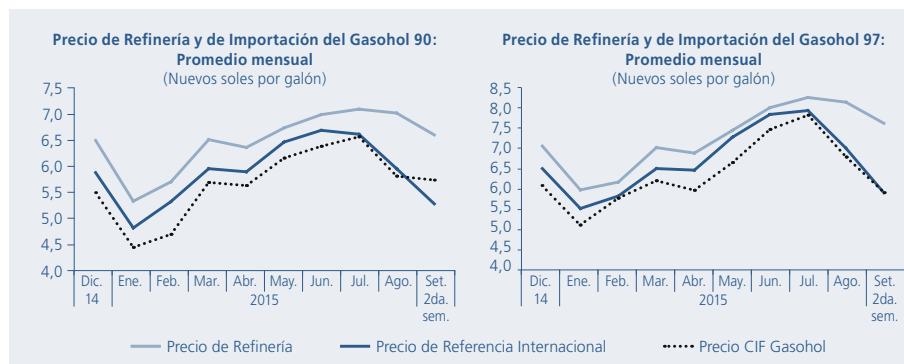
Recuadro 6
SITUACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS GASOHOLES

Durante los últimos meses se ha venido observando una reducción en los precios internacionales de los combustibles que publica Osinergmin (precios de paridad)²⁷, pero que no ha sido transmitida con la misma magnitud a los consumidores. Ello obedece en gran medida al comportamiento de las empresas refinadoras de petróleo.



Así, a la segunda semana de setiembre los precios en soles de las refinadoras eran 28 por ciento superiores a los precios de paridad de importación de Osinergmin, fijados también en soles.

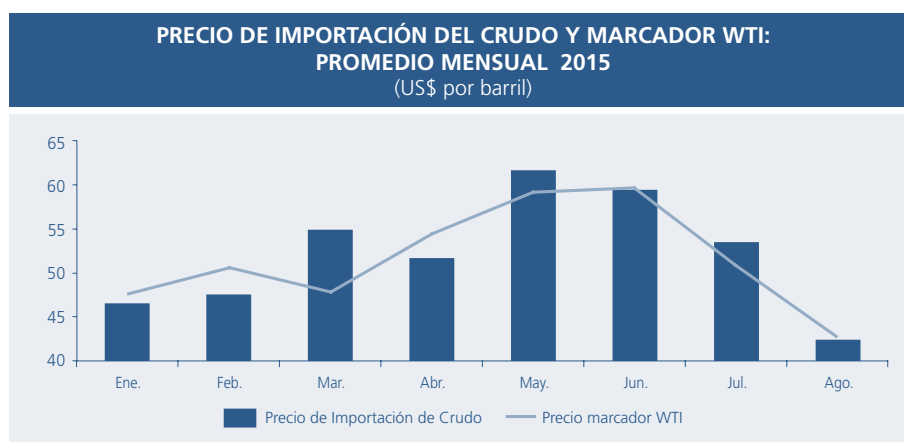
En el caso de Petroperú, la empresa abastece parte de su demanda mediante la importación de derivados. En el caso de los gasoholes, la empresa ha importado nafta, gasolina de alto octanaje y etanol. De acuerdo a información de Sunat el precio CIF de importación que ha pagado por estos productos se encontró en línea con el precio de referencia de Osinergmin para el gasohol de 90 y 97 octanos, salvo en la última semana en que el precio de referencia fue ligeramente menor al costo de importación del gasohol de 90²⁸.



27 El precio de Osinergmin representa una operación eficiente de importación, lo que incluye el precio del marcador internacional, el flete, seguro, mermas, gastos de importación, almacenamiento y despacho. A ello se le ha añadido un margen de comercialización de S/. 0,19 por galón.

28 En los gráficos el precio de importación CIF del gasohol se ha estimado como el promedio ponderado del precio CIF de importación de la nafta o gasolina con el precio del etanol importado, con un peso para el etanol de 7,8 por ciento.

Del mismo modo, para abastecer sus refinerías Petroperú importa crudo, siendo que el precio FOB de importación es muy similar al marcador WTI (West Texas Intermediate). El precio promedio de importación entre enero y agosto fue de US\$ 52,2 por barril mientras que el del crudo WTI de US\$ 51,6 por barril.



De otro lado, ante los movimientos en los precios internacionales de los derivados se ha observado una reacción asimétrica: entre enero y julio el precio internacional de referencia de los gasoholes se elevó en S/. 1,78 por galón (al pasar de S/. 4,78 a S/. 6,56 por galón) a lo que la empresa respondió elevando su precio de refinería en S/. 1,88 por galón. Asimismo desde julio a la segunda semana de setiembre el precio de referencia de los gasoholes se redujo en S/. 1,42 por galón (de S/. 6,56 a S/. 5,14 por galón) a lo que la empresa respondió reduciendo su precio de refinería solo en S/. 0,56 por galón.

Como resultado, el adelanto de los precios de refinería respecto a los precios internacionales se ha incrementado de 10 por ciento en diciembre de 2014 a 28 por ciento durante la primera quincena de setiembre, impidiendo que se traslade a los consumidores el menor precio internacional de los derivados.

Si el adelanto del precio de refinería respecto al precio de referencia internacional se eliminara, el precio al consumidor final de los gasoholes podría reducirse en alrededor de 16 por ciento, lo que implicaría a los usuarios de este combustible un ahorro mensual de alrededor de S/. 80 millones.

Esta política de precios de los gasoholes contribuye a explicar la mejora en los resultados de la empresa al primer semestre de 2015, registrándose utilidades netas por S/. 357 millones, monto superior a los S/. 71 millones registrados en el mismo periodo del año anterior.





VII. Proyección de la inflación y balance de riesgos

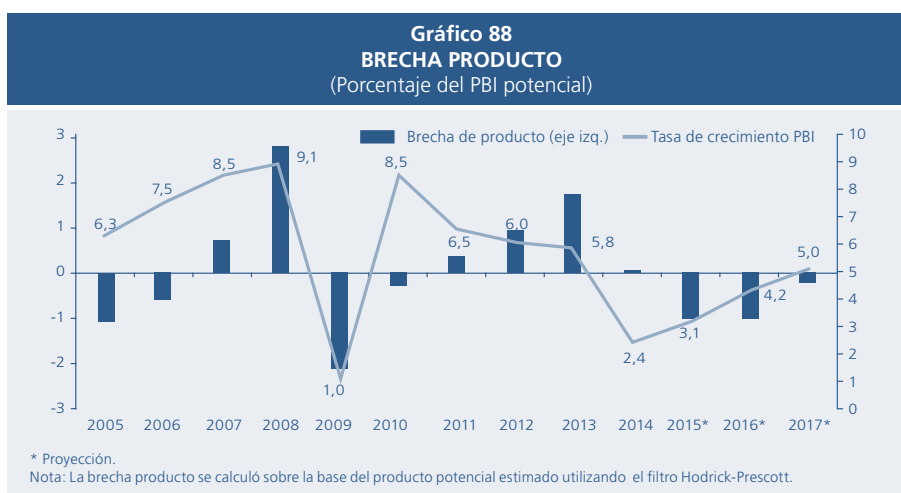
Proyección

86. Las acciones de política monetaria del BCRP responden a las proyecciones de la inflación y sus determinantes elaboradas con la información macroeconómica disponible al momento de la toma de decisiones. Estas proyecciones se presentan junto con un intervalo de confianza, el cual cuantifica la incertidumbre asociada a tales pronósticos. Entre los determinantes de la inflación destacan la evolución de las expectativas de inflación, la inflación importada y las presiones inflacionarias de demanda que se cuantifican a través de la brecha del producto (diferencia entre el PBI y su nivel potencial). Este indicador anticipa la evolución de la inflación por demanda y por ende es un indicador que permite ajustar la posición de política monetaria de manera oportuna.
87. En este contexto, se proyecta que la inflación se aproxime gradualmente a 2,0 por ciento en el horizonte 2015-2017, mostrando una convergencia más lenta que la proyectada en el Reporte de Inflación de mayo. Esta trayectoria de convergencia más lenta refleja principalmente una depreciación nominal mayor a la esperada, mayores expectativas de inflación y choques de oferta asociados al impacto del Fenómeno del Niño. Estos efectos se verán parcialmente compensados por una brecha del producto que se mantiene negativa y se recupera lentamente hacia el final del período de proyección. La reducción de la inflación en el horizonte de proyección está acompañada por una reversión de las expectativas de inflación hacia el rango meta del BCRP.
88. Los detalles de los determinantes de la proyección de inflación se discuten a continuación:
- a) La **brecha producto** fue negativa en el primer semestre de 2015 y se prevé que se recupere gradualmente durante el período de proyección, aunque a un menor ritmo que el contemplado en el Reporte de Inflación de mayo. La menor brecha del producto se explicaría por el efecto de menores términos de intercambio, menor confianza empresarial y menor crecimiento en los socios comerciales.

Los factores que incidirán positivamente en la brecha producto durante 2015 son condiciones monetarias en soles expansivas y un impulso fiscal a partir

del último trimestre del año. Se espera que estos efectos, acompañados por la recuperación del PBI primario (principalmente minería) favorezcan una recuperación gradual en la confianza empresarial, y con ello de la inversión en los siguientes trimestres.

Para 2016 el PBI crecería a una tasa similar a la tasa de crecimiento del PBI potencial, por lo que para los siguientes dos años se proyecta la convergencia de la economía hacia un ciclo neutral.



- b) Las **expectativas de inflación** para 2016 (horizonte relevante de política monetaria para el caso peruano) se han elevado hasta alcanzar el tope del rango meta. Cabe señalar que el Banco Central se mantendrá vigilante a los cambios en las expectativas de inflación de largo plazo para adoptar las correspondientes medidas de política monetaria que contribuyan a mantener las expectativas inflacionarias dentro del rango meta.





Cuadro 50
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN
(Porcentaje)

		Expectativas del:		
		RI Ene.15	RI May.15	RI Set.15*
Sistema Financiero	2015	2,5	2,9	3,3
	2016	2,5	2,8	3,0
	2017		2,9	2,8
Analistas Económicos	2015	2,7	2,9	3,5
	2016	2,5	2,6	3,0
	2017		2,5	2,6
Empresas No Financieras	2015	3,0	3,0	3,3
	2016	3,0	3,0	3,0
	2017		3,0	3,0

* Encuesta realizada durante la segunda quincena de agosto de 2015.

- c) La **inflación importada** recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. Con relación a los **precios internacionales**, se proyecta una ligera reversión en los precios de los principales bienes importados y una disminución parcial de los márgenes domésticos de refinación. Asimismo, la evolución reciente del tipo de cambio tendría un efecto al alza sobre la inflación, por el efecto traspaso. Este efecto es mayor en el caso de depreciación que en el caso de apreciación del tipo de cambio.

La encuesta de expectativas de tipo de cambio muestra que los agentes económicos esperan una depreciación moderada del Nuevo Sol para el próximo año; indicando que la depreciación realizada es un evento transitorio dado un contexto de incertidumbre sobre la desaceleración de la economía China y la búsqueda de una anticipación del mercado al retiro del estímulo monetario de la Reserva Federal en los Estados Unidos.

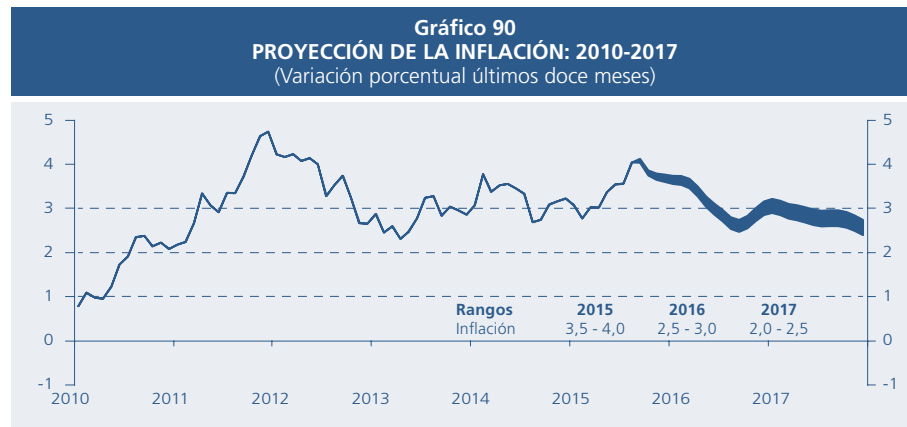
Cuadro 51
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO
(Nuevos soles por US Dólar)

		RI Ene.15	RI May.15	RI Set.15*
		Sistema Financiero	2015	3,10
	2016	3,15	3,25	3,45
	2017		3,25	3,45
Analistas Económicos	2015	3,10	3,25	3,35
	2016	3,15	3,30	3,45
	2017		3,30	3,45
Empresas No Financieras	2015	3,00	3,20	3,30
	2016	3,10	3,25	3,40
	2017		3,30	3,45

* Encuesta realizada durante la segunda quincena de agosto de 2015.

- d) Entre los principales **factores de oferta** que afectarían a la inflación destacan:
- i) el efecto del aumento del tipo de cambio, ii) la revisión anual de las tarifas eléctricas y iii) el efecto del fenómeno de El Niño. La conjugación de estos factores contribuirían a un mayor incremento en el promedio de los **precios de alimentos y energía**, que se estima en 4,0 por ciento en 2015; explicado principalmente por la evolución de los precios de energía (5,9 por ciento), que incluye combustibles y tarifas de electricidad, en tanto que el precio de los alimentos aumentaría 3,7 por ciento.
89. La evolución de la **brecha producto** está determinada por la evolución de condiciones externas, la posición de política monetaria, el impulso fiscal y la confianza de los agentes económicos en la marcha de la economía. En el horizonte de proyección 2015-2017 se estima una gradual reversión de la brecha producto. Los principales determinantes de esta proyección de brecha son:
- a) **Confianza empresarial:** se prevé una recuperación gradual de la confianza empresarial sustentada en el mayor crecimiento esperado de la economía mundial, la culminación de importantes proyectos de minería y energía y la recuperación de la inversión pública y privada.
 - b) **Condiciones externas:** se prevé una corrección más acompasada del crecimiento mundial, explicado principalmente por un débil desempeño de la actividad económica de la Eurozona y las economías emergentes, particularmente China. Asimismo, en línea con la evolución reciente de las materias primas se toma en cuenta términos de intercambio más bajos que los contemplados en el RI de mayo.
 - c) **Impulso fiscal:** el impulso fiscal estimado para el presente año sería de 0,5 por ciento del PBI, similar al nivel reportado en el RI de mayo. Este nivel considera la demora en la ejecución de la inversión pública por parte de los gobiernos subnacionales.
 - d) **Condiciones monetarias:** Las condiciones monetarias en soles se mantienen como uno de los factores que contribuyen positivamente al nivel de la brecha del producto. Por otra parte, se espera para 2015 una contracción en las condiciones monetarias en dólares, producto del retiro del programa de estímulos monetarios de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el inicio de una sucesión de incrementos anticipados en su tasa de política monetaria.
90. Los factores de riesgo que implican una mayor inflación se han ido materializando; en particular mayores precios de alimentos por factores externos, así como un mayor efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación. Con ello, se prevé que la inflación muestre una convergencia más lenta a 2 por ciento en el horizonte de proyección.





Toda proyección se encuentra sujeta a la realización de posibles eventos no anticipados, eventos que pueden provocar desvíos de dicha proyección respecto del escenario central. En un contexto de incertidumbre, la materialización de algunos riesgos podría implicar una inflación distinta a las proyectadas originalmente.

Balance de riesgos en el horizonte 2015 - 2017

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

a. Menor crecimiento mundial.

El escenario base considera una recuperación más lenta de la economía mundial en el período 2015-2017 respecto de lo previsto en el Reporte de mayo, principalmente por economías emergentes. Sin embargo, si dicha recuperación se postergara más, y los términos de intercambio siguieran deteriorándose, el menor impulso externo resultante se traduciría en una menor brecha del producto y una menor tasa de inflación.

b. Desaceleración de la demanda interna.

La recuperación económica podría demorarse si se produjera un aplazamiento en la ejecución de proyectos de inversión tanto públicos como privados, lo que generaría una brecha del producto más negativa (junto con una reducción del crecimiento del PBI potencial) y, por tanto, una menor inflación en el horizonte de proyección.

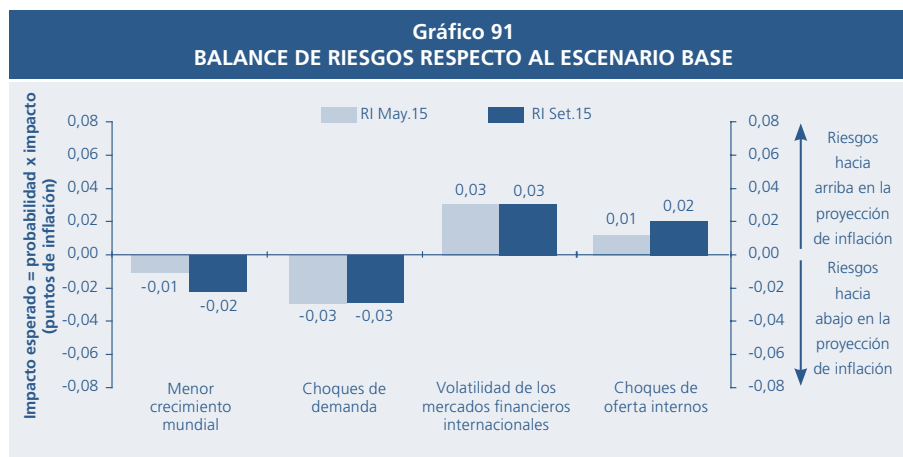
c. Volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Este riesgo podría materializarse si el retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos generara volatilidad en los mercados financieros internacionales. En tal caso, se podrían generar presiones depreciatorias que afectarían al alza mediante el efecto traspaso a la inflación.

d. Choques de oferta.

El escenario base supone un Niño de moderado a fuerte. Un Fenómeno del Niño más severo que el contemplado podría presionar los precios de algunos alimentos al alza.

92. El balance de los riesgos antes mencionados se mantiene neutral en la proyección de la inflación; sin embargo se prevé un mayor impacto negativo debido al menor crecimiento mundial, que sería compensado por mayores choques de oferta.



Conclusiones

93. 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 2015-2017; lo que es consistente con expectativas de inflación con tendencia a la baja, menores choques de oferta y una brecha de producto negativa que se va cerrando gradualmente en el horizonte de proyección.
94. 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 de la inflación en el rango meta.



BANCO DE RESERVA DEL PERU
PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

— DE ACUERDO CON LAS DISPOSICIONES DE LA LEY Nº 4500 —

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

[Handwritten signatures and names, including E. F. Romero]