



REPORTE DE INFLACIÓN

Junio 2016

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2016-2018**

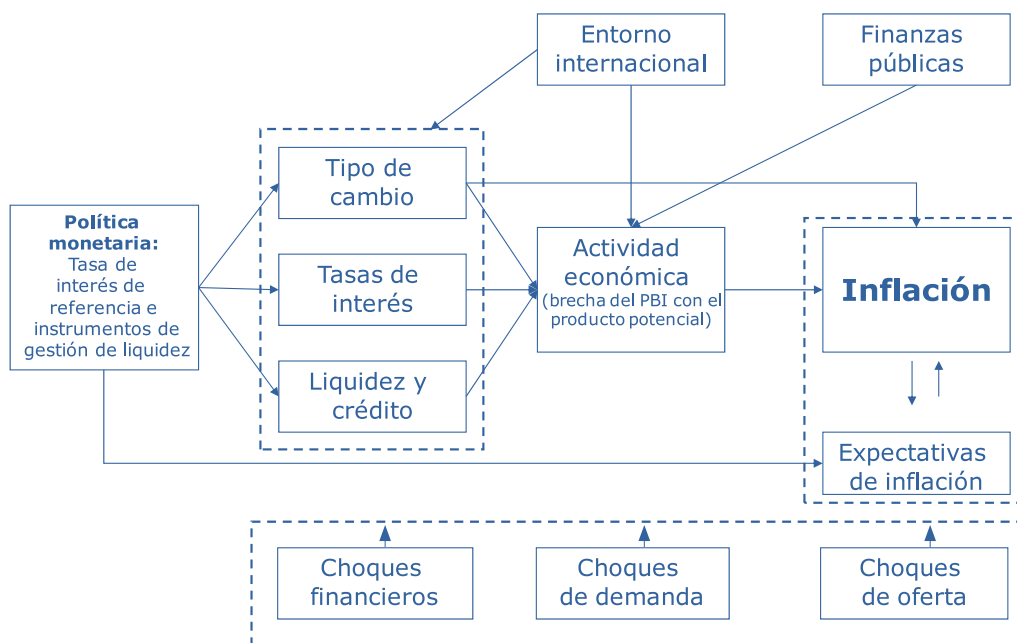


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018

Junio 2016



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 2016-2018

Junio 2016

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Actividad productiva	11
– Mercados financieros.....	22
II. Balanza de pagos	26
– Balanza en cuenta corriente.....	26
– Balanza comercial	28
– Términos de intercambio.....	31
– Financiamiento externo.....	38
III. Actividad económica	42
– PBI sectorial	43
– PBI gasto.....	48
IV. Finanzas públicas.....	68
– Ingresos fiscales	71
– Evolución del gasto público.....	73
– Deuda pública.....	74
V. Política monetaria y mercados financieros.....	77
– Acciones de Política Monetaria.....	77
– Operaciones Monetarias	79
– Liquidez y crédito.....	82
– Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	91
– Mercado de capitales.....	93
VI. Inflación.....	105
VII. Proyección de la inflación y balance de riesgos	111
– Proyección	111
– Balance de riesgos en el horizonte 2016-2018	115

RECUADROS

1. PBI Potencial: Proyectos de irrigación	63
2. Empleo e informalidad	65
3. Autonomía del Banco Central de Reserva del Perú.....	96
4. Perspectivas de largo plazo de la dolarización	99
5. Morosidad en la banca y dolarización del crédito.....	102
6. Esquemas de metas de inflación y política monetaria anticíclica.....	118
7. Estimación de la tasa natural de interés	121

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2016 de la Balanza de Pagos, a abril de 2016 del Producto Bruto Interno y cuentas monetarias, y a mayo de 2016 de las operaciones del Sector Público No Financiero, 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, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue el esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación contempla un rango entre 1,0 por ciento y 3,0 por ciento, buscando así 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 de interés 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 temporalmente la oferta de bienes y servicios, como es el caso de los originados en bienes importados o en factores climáticos internos. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito de devolver y mantener a las expectativas de inflación dentro del rango meta.
- 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 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 y composición del crédito, 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 incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 9 de junio de 2016.



Resumen

- i. Para el presente año se proyecta que la economía mundial crecería a la misma tasa que en 2015 (3,1 por ciento), la tasa más baja desde el año 2009. Esta revisión a la baja respecto a la proyección del Reporte previo (3,3 por ciento) se explica tanto por las economías desarrolladas como por las economías emergentes. En el primer caso, destaca el menor crecimiento estimado para Estados Unidos y el deterioro en las perspectivas de Japón y Reino Unido. En el caso de las economías emergentes, destaca la revisión a la baja del crecimiento del PBI de Brasil. Para los años 2017 y 2018 se estima una recuperación gradual, con tasas de crecimiento de 3,5 y 3,6 por ciento, respectivamente.

De manera consistente con esta perspectiva de crecimiento mundial, se prevé una reducción de los términos de intercambio (por quinto año consecutivo), de 2,6 por ciento en 2016, una tasa más moderada que en los años previos. Hacia adelante, se esperan términos de intercambio estables.

- ii. El PBI local registró un crecimiento de 3,9 por ciento en el primer cuatrimestre de 2016, impulsado principalmente por los sectores primarios, los cuales se expandieron en 7 por ciento. Con ello, el presente Reporte de Inflación mantiene la tasa de crecimiento del PBI en 4,0 por ciento para el año 2016. La presente proyección contempla un mayor crecimiento del gasto público, lo que se compensa con una caída en la inversión privada explicada básicamente por la ejecución del primer trimestre.

Para los años 2017 y 2018 se proyecta un crecimiento del PBI de 4,6 y 4,2 por ciento, respectivamente. Este crecimiento será impulsado principalmente por los sectores primarios. Hacia 2018 se prevé un mayor ritmo de crecimiento de los sectores no primarios impulsados por una mayor tasa de crecimiento de la construcción (por los proyectos de infraestructura) y la recuperación de la manufactura no primaria (por mayor demanda externa y por el crecimiento de la inversión privada).

- iii. La evolución proyectada de la brecha producto está determinada por la evolución de condiciones externas, la posición de política monetaria y otras condiciones financieras, el impulso fiscal y la confianza de los agentes económicos en la marcha de la economía. Así, la proyección de crecimiento económico para el horizonte 2016-2018 es consistente con la recuperación gradual de la brecha del producto y un nivel de PBI potencial cercano a 4,0 por ciento.
- iv. El déficit en cuenta corriente de balanza de pagos comenzaría a disminuir este año de 4,4 por ciento del PBI en 2015 a 3,8 por ciento en 2016, para luego disminuir a alrededor de 3 por ciento en los siguientes dos años por efecto del crecimiento





del volumen de exportaciones. Las exportaciones se verán impulsadas en todo este período por el mayor dinamismo de las ventas al exterior de minerales y además una mayor contribución al final del período de los productos no tradicionales, en línea con un mayor acceso a los mercados externos y a la ampliación de la frontera agrícola. Esta reducción del déficit externo se daría en un contexto en el que los flujos de capitales de largo plazo continuarían financiando la balanza de pagos en línea con la ejecución de proyectos de inversión de infraestructura, de hidrocarburos y de energía.

- v. El déficit fiscal del primer trimestre se ubicó en términos anuales en 2,9 por ciento del PBI, mayor al 2,1 por ciento registrado en 2015. El aumento del déficit refleja básicamente la disminución de los ingresos fiscales durante este periodo en 0,5 puntos porcentuales y el aumento de los gastos corrientes en 0,2 puntos porcentuales del producto.

El déficit fiscal proyectado en este Reporte para los años 2016 y 2017 es más alto que en el Reporte de Inflación de marzo, en línea con la ejecución registrada al mes de mayo y el nivel de gasto de inversión previsto en el Marco Macroeconómico Multianual 2017-2019. La proyección contempla una recuperación del gasto de los gobiernos subnacionales luego de dos años de contracción por parte de estas entidades y la continuación de los trabajos del Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara. El escenario de proyección contempla que el déficit irá reduciéndose gradualmente en los próximos 3 años hasta situarse en 2,5 por ciento del PBI en 2018.

- vi. La inflación acumulada en los últimos doce meses pasó de 4,5 por ciento en febrero a 3,5 por ciento en mayo de 2016, como resultado de la reversión de los choques de oferta internos asociados al Fenómeno El Niño. Adicionalmente, la caída en la tasa de inflación estaría asociada a la reducción de las expectativas inflacionarias y a la apreciación del Sol desde febrero.

Como se mencionó en el último Reporte de Inflación, los riesgos al alza de la proyección de inflación se han ido revirtiendo. En particular, el efecto inflacionario de la depreciación monetaria se ha moderado y las expectativas de inflación se vienen reduciendo gradualmente. Asimismo, los choques de oferta que afectaron temporalmente la inflación continúan revirtiéndose.

En este contexto, el Directorio mantuvo la tasa de referencia en 4,25 por ciento desde el mes de marzo 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.

- vii. El balance de los riesgos se mantiene neutral en la proyección de la inflación, de manera que la probabilidad de ocurrencia de los factores que producen el alza de la inflación es igual a la probabilidad de ocurrencia de los factores que implican un menor incremento de los precios. En relación a la proyección de inflación, entre los

eventos más probables que podrían desviar la tasa de inflación respecto del escenario base destacan:

a. Un menor crecimiento mundial.

El escenario base considera un crecimiento mundial menor en el período 2016-2018 respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de marzo, principalmente por el menor dinamismo de Estados Unidos, Japón y algunas economías emergentes. Sin embargo, si dicha recuperación fuese aún más lenta, el menor impulso externo resultante se traduciría en una menor brecha del producto y una menor tasa de inflación.

b. Choques negativos en la demanda interna.

La recuperación económica podría demorarse si se produjera un aplazamiento en la ejecución de proyectos de inversión, lo que supondría una brecha del producto más negativa y una menor inflación en el horizonte de proyección. Respecto al Reporte de Inflación de marzo, la probabilidad de ocurrencia de este escenario ha disminuido dada la recuperación de la inversión pública.

c. Mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Este riesgo podría materializarse si alzas de la tasa de política de la Fed no anticipadas generasen volatilidad en los mercados financieros internacionales. En tal caso, se podrían generar salidas de capitales desde los países emergentes y presiones de depreciación en estas economías, incidiendo en mayores tasas de inflación. Sin embargo, dado el cambio en las expectativas sobre el alza de la tasa de la Fed, el riesgo se ha moderado.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2015	2016 ^{1/}		2017 ^{1/}		2018 ^{1/}
		RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
Var. % real						
1. Producto bruto interno	3,3	4,0	4,0	4,6	4,6	4,2
2. Demanda interna	2,9	2,5	2,5	3,8	3,8	3,8
a. Consumo privado	3,4	3,5	3,5	3,8	3,8	4,0
b. Consumo público	9,5	4,0	4,7	3,0	1,0	0,8
c. Inversión privada fija	-4,4	0,0	-1,0	4,0	4,0	4,2
d. Inversión pública	-7,5	7,4	10,3	5,0	7,9	6,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	3,5	6,4	6,4	6,7	6,4	4,9
4. Importaciones de bienes y servicios	2,2	0,7	0,3	3,5	3,5	3,5
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	3,1	2,9	2,8	3,2	3,1	3,3
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	-1,5 ; -0,5	-1,5 ; 0,0	-1,5 ; 0,0	-1,0 ; 0,0	-1,0 ; 0,0	-0,5 ; 0,0
Var. %						
6. Inflación	4,4	3,0 - 3,5	2,7 - 3,2	2,0 - 2,2	2,0 - 2,2	2,0 - 2,2
7. Inflación esperada	-	3,5	3,5	3,2	3,0	2,8
8. Depreciación esperada	-	7,3	2,9	1,8	1,9	1,7
9. Términos de intercambio ^{3/}	-6,3	-2,6	-2,6	0,1	0,9	0,0
a. Precios de exportación	-14,9	-5,2	-4,8	2,3	2,8	0,9
b. Precios de importación	-9,2	-2,7	-2,3	2,2	1,9	0,9
Var. % nominal						
10. Circulante	3,8	4,6	5,5	5,0	6,0	6,0
11. Crédito al sector privado ^{4/}	9,6	8,0	7,0	7,0	7,0	6,5
% PBI						
12. Inversión bruta fija	24,3	23,9	24,0	24,0	24,3	24,4
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,4	-3,9	-3,8	-3,0	-3,0	-2,8
14. Balanza comercial	-1,6	-0,9	-0,8	-0,4	-0,2	0,0
15. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{5/}	5,3	3,8	4,1	4,3	4,3	4,1
16. Ingresos corrientes del gobierno general	20,0	19,5	19,3	19,5	19,3	19,3
17. Gastos no financieros del gobierno general	21,3	20,8	21,1	20,6	20,7	20,4
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,1	-2,6	-3,0	-2,3	-2,8	-2,5
19. Saldo de deuda pública total	23,3	24,7	25,5	24,0	26,6	28,0
20. Saldo de deuda pública neta	6,6	8,6	10,1	10,1	13,1	15,5

1/ Proyección.

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

3/ Promedio.

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

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

RI: Reporte de Inflación.

I. Escenario internacional

Actividad productiva

- La proyección de crecimiento mundial para 2016 ha sido revisada a la baja, de 3,3 a 3,1 por ciento. Esta revisión se explica tanto por las economías desarrolladas como por las economías emergentes. En el primer caso, destaca el menor crecimiento estimado para Estados Unidos (básicamente por la ejecución del primer trimestre por debajo de lo esperado) y por el deterioro en las perspectivas de Japón y Reino Unido. En el caso de las economías emergentes, destaca la revisión a la baja del crecimiento del PBI de Brasil.

Para los años 2017 y 2018 se estima una recuperación gradual, con tasas de 3,5 y 3,6 por ciento, respectivamente.

Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP % 2015	Comercio Perú % 2015	2014	2015	2016		2017		2018
					RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
Economías desarrolladas	42,4	47,4	1,8	1,9	1,9	1,8	2,0	1,9	1,9
<i>De las cuales</i>									
1. Estados Unidos	15,8	17,5	2,4	2,4	2,2	2,0	2,3	2,0	2,2
2. Eurozona	11,9	11,0	0,9	1,6	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6
Alemania	3,4	2,8	1,6	1,5	1,5	1,7	1,5	1,6	1,5
Francia	2,3	0,9	0,2	1,1	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6
Italia	1,9	1,7	-0,3	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1
España	1,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,8	2,1	2,2	2,0
3. Japón	4,3	3,0	0,0	0,5	0,9	0,5	0,6	0,6	0,6
4. Reino Unido	2,4	1,1	2,9	2,2	2,1	1,9	2,2	2,1	2,2
5. Canadá	1,4	4,4	2,5	1,2	1,6	1,7	2,2	2,3	2,2
Economías en desarrollo	57,6	52,6	4,6	4,0	4,3	4,1	4,7	4,6	4,8
<i>De las cuales</i>									
1. Asia emergente y en desarrollo	30,6	26,9	6,8	6,6	6,4	6,4	6,3	6,3	6,3
China	17,1	22,2	7,3	6,9	6,5	6,5	6,2	6,2	6,0
India	7,0	2,2	7,2	7,6	7,4	7,4	7,6	7,6	7,6
2. Comunidad de Estados Independientes	4,6	0,7	1,1	-2,8	0,0	-0,3	2,0	1,5	1,9
Rusia	3,3	0,5	0,7	-3,7	-1,1	-0,8	1,2	1,2	1,4
3. América Latina y el Caribe	8,3	23,2	1,3	0,0	-0,4	-0,6	1,8	1,9	2,4
Brasil	2,8	4,1	0,1	-3,8	-3,5	-3,8	0,0	0,2	1,2
Chile	0,4	3,2	1,8	2,1	2,2	1,8	2,7	2,5	2,7
Colombia	0,6	3,0	4,4	3,1	2,4	2,4	3,2	3,0	3,7
México	2,0	3,4	2,3	2,5	2,6	2,6	2,9	2,7	2,8
Perú	0,3	-	2,4	3,3	4,0	4,0	4,6	4,6	4,2
Economía Mundial	100,0	100,0	3,4	3,1	3,3	3,1	3,6	3,5	3,6
Nota:									
Socios Comerciales 2015 ^{1/}	65,7		3,6	3,1	2,9	2,8	3,2	3,1	3,3
BRICS ^{2/}	30,2		5,8	4,9	5,0	5,0	5,4	5,4	5,5

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.

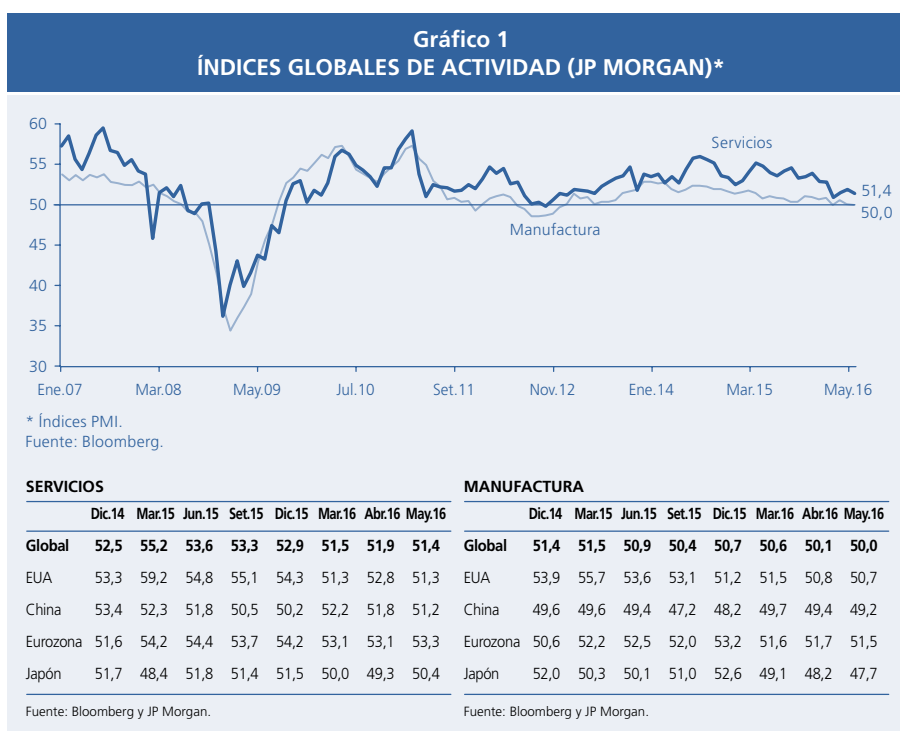
1/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.

2/ Brasil, Rusia, India y China.





- Esta proyección es consistente con la evolución reciente de los indicadores globales de manufactura y servicios. El índice global de manufactura disminuyó de 50,6 en marzo a 50,0 en mayo, disminución que se explica en parte por el menor dinamismo del comercio mundial. El indicador de servicios también mostró una leve reducción en el mismo período (de 51,5 a 51,4) destacando la disminución observada en China.

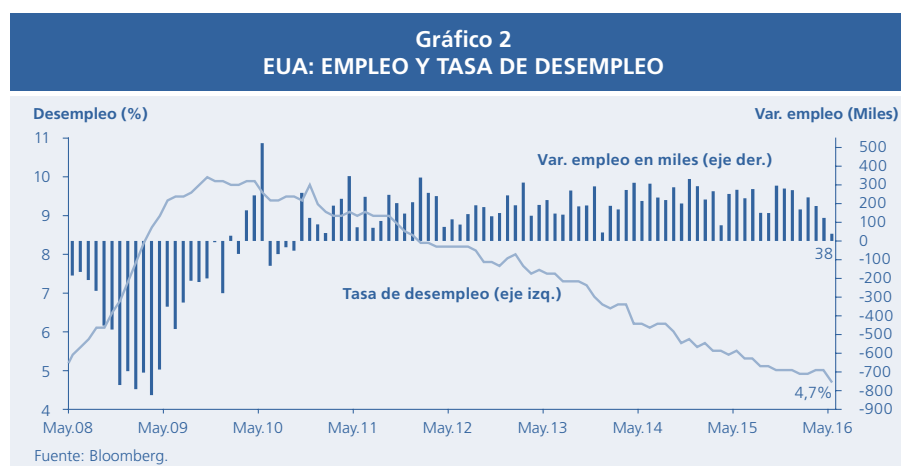


- En el primer trimestre, el PBI de los Estados Unidos creció 0,8 por ciento, luego de crecer 1,4 por ciento en el trimestre anterior. La inversión no residencial bajó 6,2 por ciento, segunda contracción consecutiva que se explica, por un lado, por la evolución del sector energético afectado por los bajos precios del petróleo y, por otro lado, por las menores utilidades corporativas. Las exportaciones netas también contribuyeron de forma negativa al crecimiento de los primeros tres meses del año afectadas por la fortaleza del dólar y la débil demanda global.

Esto fue contrarrestado por el moderado crecimiento del consumo (1,9 por ciento) y el fuerte crecimiento de la inversión residencial (17,1 por ciento). El consumo creció menos que los ingresos personales, lo que se reflejó en un incremento del ahorro que, como ratio del ingreso personal disponible, alcanzó la tasa de 5,9 por ciento en marzo.

Cuadro 2 EUA: PBI (Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)					
	2015				2016
	I	II	III	IV	I
Consumo Privado	1,8	3,6	3,0	2,4	1,9
Inversión Fija	3,3	5,2	3,7	0,4	-1,5
Variación inventarios *	0,9	0,0	-0,7	-0,2	-0,2
Exportaciones netas *	-1,9	0,2	-0,3	-0,1	-0,2
PBI	0,6	3,9	2,0	1,4	0,8
Nota					
Tasa de desempleo **	5,5	5,3	5,1	5,0	5,0
* Contribución al crecimiento. ** Fin de periodo Fuente: BEA y BLS.					

Para el segundo semestre se espera un mayor dinamismo del consumo, componente del gasto que representa aproximadamente 70 por ciento del PBI. Ello se sustenta en la mejora sostenida en el ingreso disponible y las mejores condiciones en el mercado laboral. En el año, se ha creado un promedio de 150 mil puestos mensuales y en el mes de mayo la tasa de desempleo bajó a 4,7 por ciento. Consistente con la mejora del mercado laboral, diversos indicadores vinculados al consumo, como las ventas minoristas y la confianza al consumidor, han mostrado una recuperación en el mes de abril.



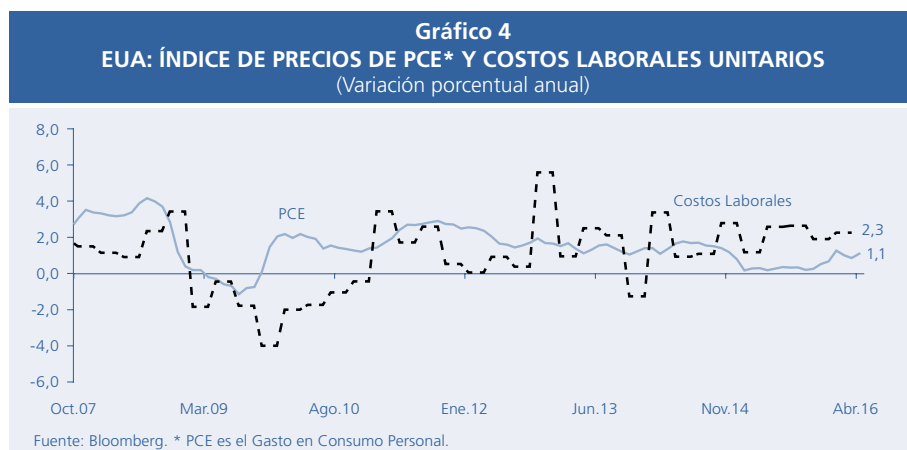
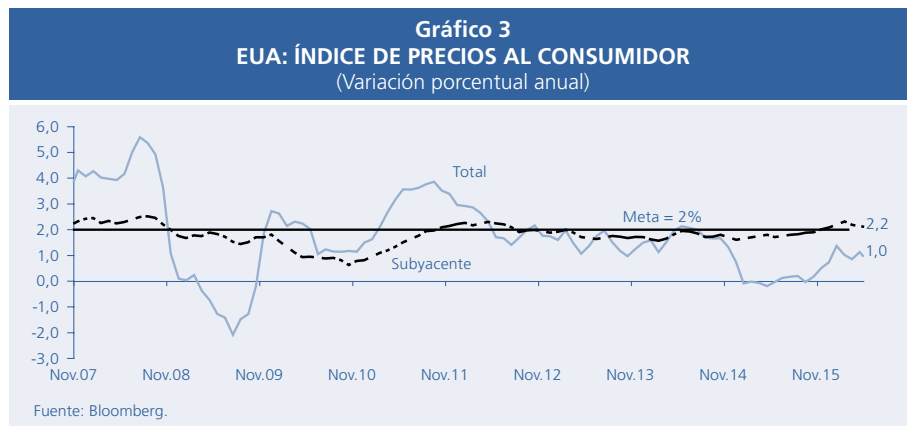
En el contexto de una desaceleración mayor a lo esperado en el primer trimestre, el crecimiento de la economía sería menor al proyectado en el Reporte de Inflación





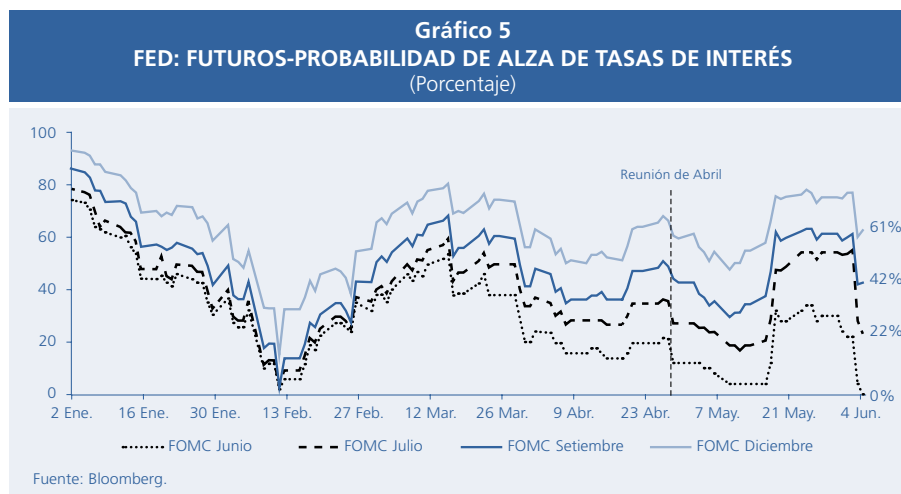
previo tanto en 2016 como en 2017. Se estima que la economía crecería 2 por ciento para el período 2016-2018.

- La inflación en los Estados Unidos ha mantenido su tendencia al alza durante 2016, revirtiendo las lecturas casi constantes de 2015. La tasa de inflación en mayo fue 1,0 por ciento y la inflación subyacente —que excluye los precios de los alimentos y energía— fue 2,2 por ciento. Esto está en línea con las mayores presiones en los salarios que, en abril, registraron un incremento anual de 2,5 por ciento.



- El comunicado de la reunión de política de abril de la Fed enfatizó las condiciones favorables del consumo y del mercado laboral, y suavizó las preocupaciones sobre las condiciones globales y financieras. En línea con ello, sus minutas señalaron que era posible un aumento de tasas en los próximos meses, lo que fue reiterado en diversas ocasiones por funcionarios de la Fed. Esto conllevó a un incremento en la probabilidad de alza de tasas para junio y julio, apoyado además en los

indicadores positivos inmobiliarios y de consumo. Sin embargo, tras la difusión de datos de empleo del mes de mayo, esta probabilidad volvió a reducirse significativamente.



Finalmente, en la decisión del 15 de junio, la Fed mantuvo la tasa de interés y revisó ligeramente a la baja sus proyecciones de crecimiento. Las proyecciones de las tasas de interés para el período 2016-2018 muestran un ajuste más lento respecto a lo proyectado en marzo. Sin embargo, un ajuste desordenado en los mercados financieros ante el ciclo de alza de tasas de interés de la FED implicaría riesgos a la baja en el crecimiento.

6. En la **Eurozona**, luego del favorable crecimiento del PBI del primer trimestre de este año, las señales de actividad recientes han vuelto a reflejar un crecimiento a tasas moderadas. Asimismo, los riesgos de un menor crecimiento y de baja inflación se han elevado, particularmente en la coyuntura de un eventual retiro de Reino Unido de la Unión Europea (referéndum del 23 de junio) y de las mayores señales de desaceleración global.

A diferencia de los trimestres previos, el crecimiento del PBI del primer trimestre de este año fue 2,2 por ciento, el mayor en un año. La demanda doméstica siguió siendo el factor más dinámico y reflejó las mejores condiciones crediticias (soporte del BCE) y el mantenimiento de los efectos positivos de los bajos precios de energía. El gasto público siguió registrando crecimiento positivo pero más moderado, en respuesta a la afluencia de refugiados. Por el contrario, las exportaciones netas tuvieron nuevamente un aporte negativo al crecimiento dado que el repunte de las exportaciones estuvo acompañado de un mayor crecimiento de las importaciones.





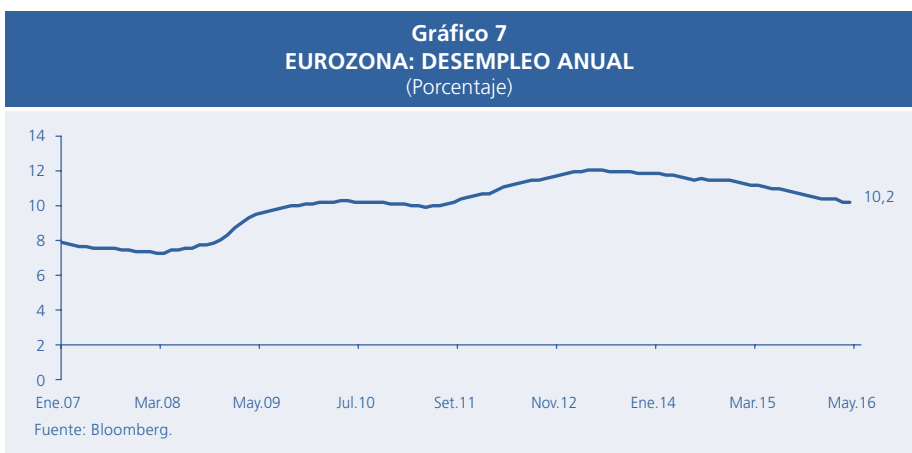
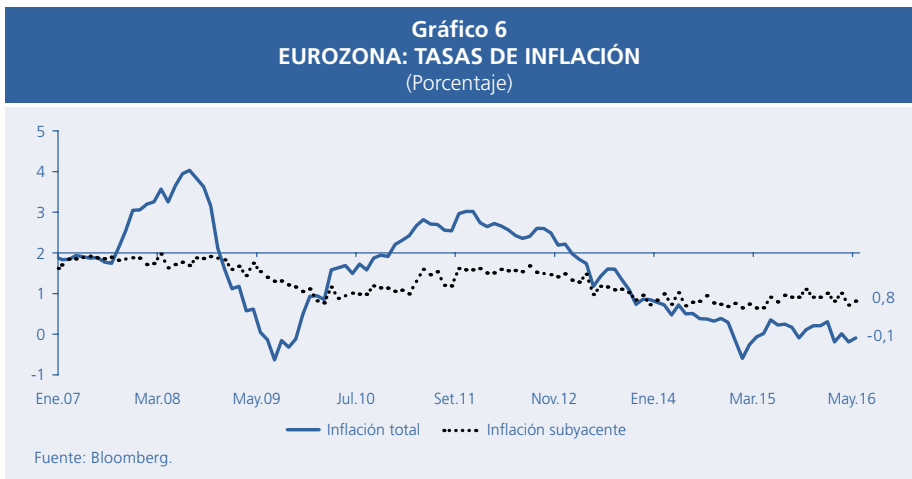
Cuadro 3
EUROZONA: CRECIMIENTO DEL PBI
(Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)

	2015				2016
	I	II	III	IV	I
Consumo Privado	1,6	1,3	2,2	1,3	2,2
Inversión Fija	6,2	0,3	2,0	5,9	3,4
Variación inventarios *	0,7	-1,0	0,8	0,6	0,4
Exportaciones netas *	-1,0	1,5	-1,4	-1,2	-0,4
Gasto de Gobierno	2,1	1,1	1,2	2,0	1,6
PBI	2,2	1,5	1,3	1,7	2,2
Nota					
Tasa de desempleo **	11,2	11,0	10,7	10,4	10,2
* Contribución al crecimiento. ** Fin de periodo. Fuente: Eurostat					

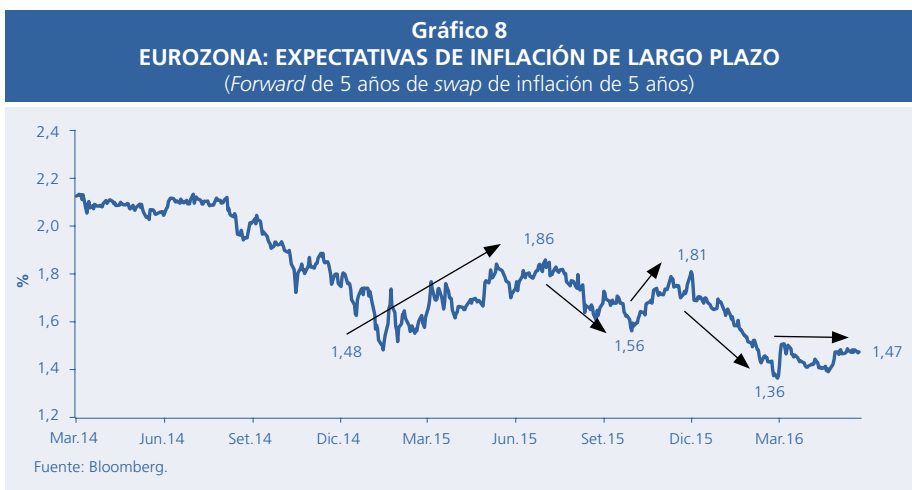
Los indicadores de actividad más recientes apuntan a una desaceleración del crecimiento, particularmente por las economías (que en los trimestres anteriores habían crecido) respecto a las dos más importantes (Alemania y Francia). Los índices de actividad (PMI) de abril y mayo han retrocedido de los niveles alcanzados en marzo y los índices de confianza económica se han visto afectados por las señales de desaceleración global y los temores sobre una posible salida de Reino Unido de la Unión Europea. Por el lado del gasto, la inversión y el consumo se verían afectados por el retroceso de la confianza y el gasto público se moderaría más, dada la estabilización del gasto destinado a los inmigrantes.

En este contexto se estima que el ritmo de crecimiento de la Eurozona se mantendría a tasas moderadas, entre 1,6 y 1,7 por ciento durante el periodo 2016-2018, con una ligera corrección al alza (de 0,1 por ciento) en la proyección para 2016 (respecto al Reporte previo) asociada con la favorable evolución del primer trimestre.

Esta evolución de la actividad económica se da en un contexto de baja inflación e incluso, de riesgos deflacionarios. La inflación de la región volvió al terreno negativo en abril y en mayo (como lo hizo en febrero de este año) y la inflación subyacente se ha mantenido en bajos niveles. Asimismo, estos riesgos se han extendido entre las distintas economías. De los 19 países que conforman la Eurozona, 10 reportaron inflación negativa, 8 una inflación no superior a uno y sólo un país (Bélgica) una inflación superior a uno.



Las expectativas de inflación se han mantenido bajas. Luego de los niveles mínimos alcanzados al cierre de febrero, las expectativas se han situado por debajo del 1,5 por ciento anual.

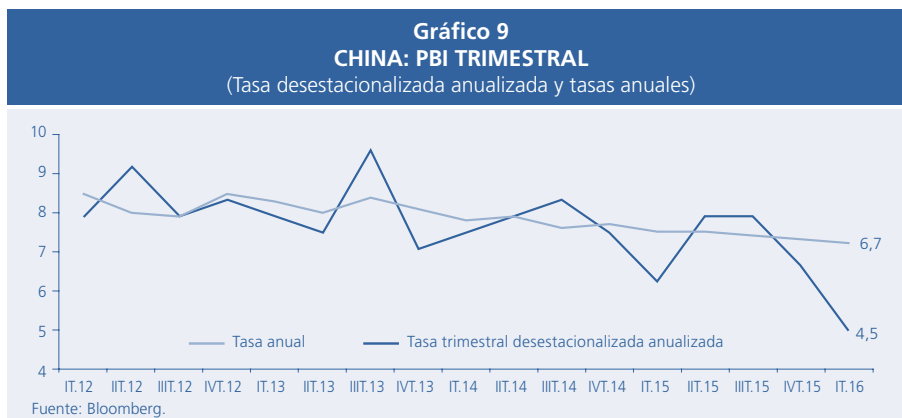




En este contexto, y con el fin de asegurar una senda de inflación consistente con las metas de mediano plazo, el BCE ha dado señales reiteradas de que hará todo lo necesario para cumplir con su mandato de estabilidad de precios de largo plazo. Particularmente, las minutas de abril mostraron mayor preocupación por la baja inflación dados los efectos de segunda vuelta en salarios y otros precios; y el reconocimiento de que otras áreas de política requieren contribuir más decisivamente en asistir las reformas económicas. En junio recién se iniciará el programa de compras de bonos corporativos (CSPP) y se adjudicará la primera inyección de liquidez especial (TLTRO2).

7. Respecto a otras economías desarrolladas, se ha revisado a la baja el crecimiento de Japón y Reino Unido. En el primer caso, la revisión se explica por un menor dinamismo del consumo y de las exportaciones netas (afectadas por la continua apreciación del yen) lo cual ha conllevado a que se postergue el aumento del impuestos a las ventas de abril de 2017 a octubre de 2019. En el segundo caso, la revisión se debe al impacto que ha tenido sobre la confianza de los agentes y sobre la inversión la incertidumbre en torno a una posible salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit).
8. En el caso de **China**, las cifras del crecimiento del primer trimestre y los indicadores de actividad de mayo ratificaron un crecimiento cada vez más moderado, en línea con el nuevo modelo de crecimiento basado más en el consumo privado y en el sector servicios. Esta moderación ha estado acompañada de mayores riesgos de un menor crecimiento, especialmente por los riesgos financieros asociados con el sector corporativo.

El crecimiento del PBI del primer trimestre 2016, 4,5 por ciento en términos trimestrales anualizados, fue el menor desde que se difunde la serie trimestral desestacionalizada (2011), y en términos anuales, 6,7 por ciento, el menor desde el primer trimestre de 2009. A nivel sectorial, la desaceleración se generalizó, aunque el sector servicios siguió expandiéndose a tasas altas (7,6 por ciento anual). A nivel de gasto, las cifras muestran un crecimiento basado más en la demanda interna: mientras el consumo y la inversión explicaron el 85 y 36 por ciento del crecimiento, las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa de 21 por ciento.



Los datos difundidos correspondientes al mes de mayo confirman esta moderación del crecimiento. Los indicadores de actividad (índices PMIs y producción industrial) y del gasto (ventas minoristas, inversión y exportaciones netas) siguieron registrando menores tasas de crecimiento (incluso cuando se descuenta los efectos estacionales asociados a la festividad del Año Nuevo Lunar chino). Asimismo en el periodo acumulado a mayo, la inversión pública (que representa un tercio de la total inversión total) creció casi 23,3 por ciento anual (frente a un crecimiento de 3,9 por ciento en la inversión privada) sobretodo en infraestructura.

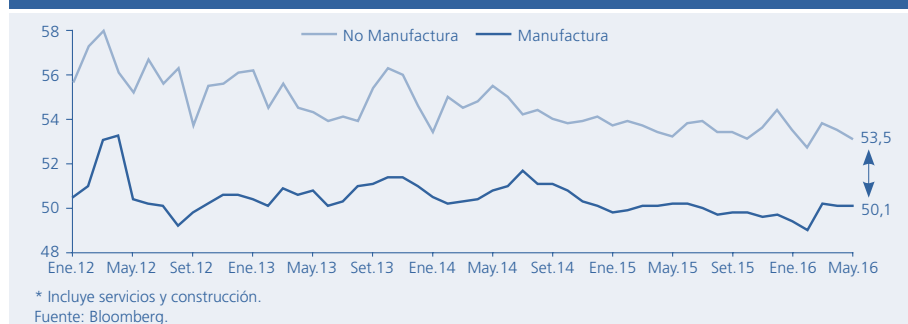
A diferencia del Reporte previo, estas señales de desaceleración han venido acompañadas de menores presiones deflacionarias. En mayo de este año, la inflación se ubicó en 2,0 por ciento anual, señalando una ligera moderación por los precios de los alimentos, mientras que la inflación subyacente se elevó a 1,6 por ciento. Adicionalmente, se registró una menor caída en los precios al productor reflejo del alza reciente en los precios de los *commodities* (en particular los combustibles).

Cuadro 4
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

Indicadores	2014		2015			2016		
	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Abr.	May.
Producción Industrial (var.% anual)	7,9	5,6	6,8	5,7	5,9	6,8	6,0	6,0
Inversión en activos fijos (var. acum. anual)	15,7	13,5	11,4	10,3	10,0	10,7	10,5	9,6
Inversión infraestructura (var. acum. anual)	21,5	23,1	19,1	18,1	17,2	19,6	19,0	20,0
Inversión inmobiliaria (var. acum. anual)	10,5	8,5	4,6	2,6	1,0	6,2	7,2	7,0
Precio promedio de las viviendas (var. % mensual)	-0,4	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,9	1,1	n.d.
Precio promedio de las viviendas (var. % anual)	-4,5	-6,4	-5,7	-2,1	0,3	3,1	4,3	n.d.
Ventas minoristas (var.% anual)	11,9	10,2	10,6	10,9	11,1	10,5	10,1	10,0
Exportaciones (var.% anual)	9,7	-15,0	2,8	-3,7	-1,4	11,5	-1,8	-4,1
Importaciones (var.% anual)	-2,4	-12,7	-6,1	-20,4	-7,6	-7,6	-10,9	-0,4
Préstamos nuevos en yuanes Banca (% anual)	13,6	14,0	13,4	15,4	14,3	14,7	14,4	14,4
Financiamiento total nuevo (% anual)	14,4	12,8	11,7	12,1	11,7	13,4	13,1	12,7
M2 (% anual)	12,2	11,6	11,8	13,1	13,3	13,4	12,8	11,8
Índice de precios al consumidor (var.% anual)	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6	2,3	2,3	2,0
Índice de precios al productor (var. % anual)	-3,3	-4,6	-4,8	-5,9	-5,9	-4,3	-3,4	-2,8

Fuente: Bloomberg y FMI.

Gráfico 10
CHINA: ÍNDICES OFICIALES DE ACTIVIDAD (PMI)
DE MANUFACTURA Y NO MANUFACTURA*





Se mantiene la proyección de crecimiento de China para 2016 de 6,5 por ciento y para 2017 de 6,2 por ciento y para 2018 se estima una tasa de 6,0 por ciento, dado el proceso de ajuste económico que este país viene implementando. Este escenario asume un apoyo moderado de la política fiscal (en línea con la meta de déficit de 3 por ciento del PBI señalada para este año). En el caso de la política monetaria, no se descarta recortes adicionales en la tasa de interés o en la tasa de encaje siempre que dichas medidas sean consistentes con el objetivo de moderar la expansión del anual del crédito bancario y del financiamiento total social (las proyecciones oficiales asumen un crecimiento de 13 por ciento en estos agregados).

Esta proyección está sujeta a riesgos, algunos de los cuales han aumentado respecto al Reporte anterior. La desaceleración reciente –aunque en línea con el objetivo de reorientar el crecimiento hacia fuentes domésticas– puede incrementar los riesgos asociados al exceso de apalancamiento del sector corporativo donde en los últimos meses se han registrado algunos eventos de incumplimiento de pago. Este riesgo se ha elevado desde fines de abril, afectando particularmente a los mercados de bonos corporativos (con la elevación de rendimientos y con las menores emisiones). Asimismo, el temor de que las tasas de crecimiento de crédito doméstico respecto a las del PBI nominal se mantengan altas sigue constituyendo un riesgo significativo en el crecimiento de mediano plazo. Por el contrario, los riesgos de una corrección brusca de la burbuja inmobiliaria y de una fuerte depreciación del yuan han disminuido respecto al Reporte anterior.

9. Durante el primer trimestre de 2016, los principales países de **América Latina** que presentan un esquema de metas explícitas de inflación registraron tasas de crecimiento ligeramente superiores a las esperadas, salvo en el caso de Brasil que registró una contracción. Los indicadores de frecuencia mensual del segundo trimestre del año –producción industrial, confianza económica, índices agregados de actividad económica, entre otros– muestran que esta tendencia de recuperación moderada se mantendría.

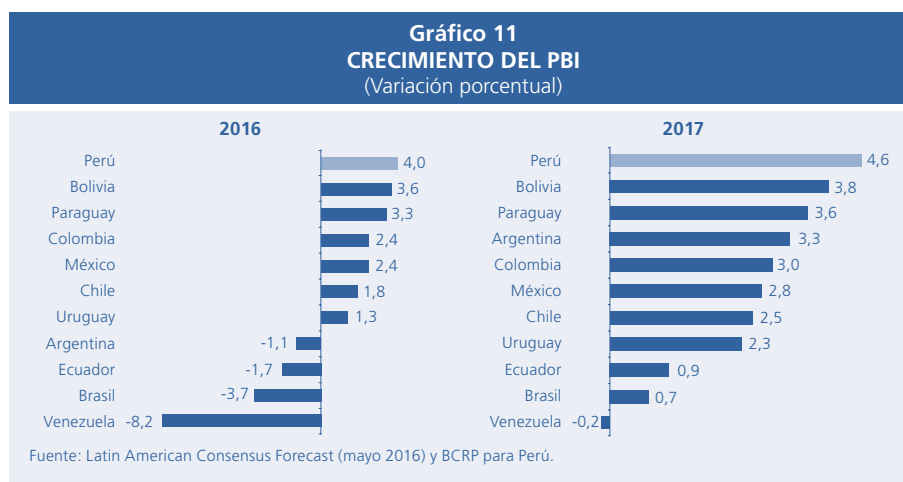
Cuadro 5
AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO TRIMESTRAL
(En porcentaje)

	Brasil	Chile	Colombia	México
1T.15	-1,2	1,0	0,8	0,5
2T.15	-2,0	0,0	0,8	0,6
3T.15	-1,6	0,3	1,1	0,8
4T.15	-1,3	0,1	0,6	0,6
1T.16	-0,3	1,3	0,2	0,8

Fuente: Bloomberg.

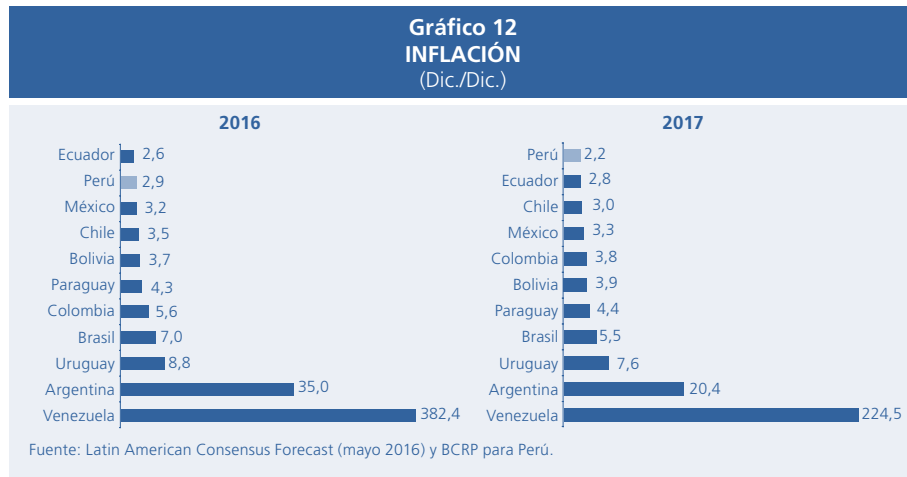
En **Chile**, el PBI del primer trimestre de 2016 resultó mejor de lo esperado y superior al del trimestre previo debido al impulso del gasto del gobierno y la contribución positiva de las exportaciones netas (reducción de las importaciones). Sin embargo, el consumo privado permanece débil y el crecimiento de la inversión estuvo explicado por la mayor inversión en construcción. En **México**, la lectura del PBI de los primeros tres meses del año fue mejor que la esperada debido a la recuperación del sector industrial que creció a su mayor tasa desde segundo trimestre de 2015, mientras el sector de servicios mantiene su ritmo de crecimiento moderado. Por su parte, el PBI de **Brasil** se contrajo por quinto trimestre consecutivo, aunque menos que lo esperado, por el desplome de la producción industrial y la contracción de los sectores de servicios y agropecuario. Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares se contrajo producto del elevado desempleo, la caída de la renta y la alta inflación y la inversión disminuyó en medio de una crisis política.

Con esto, se revisa a la baja el crecimiento de la región de una contracción de -0,4 por ciento a -0,6 por ciento principalmente por un peor escenario recesivo de Brasil. Otros países que tendrían un desempeño por debajo de lo previsto en el anterior Reporte serían Venezuela y Argentina.



En los últimos meses del año, las inflaciones de los países de América Latina con esquemas de metas explícitas de inflación se desaceleraron pero se mantienen por encima del rango meta salvo en el caso de México donde se mantiene dentro de la meta. Esto está en línea con las menores presiones depreciatorias de las monedas de la región así como con el impacto rezagado de la respuesta de los bancos centrales. En general, las expectativas de inflación se mantienen ancladas o convergiendo hacia la meta objetivo.



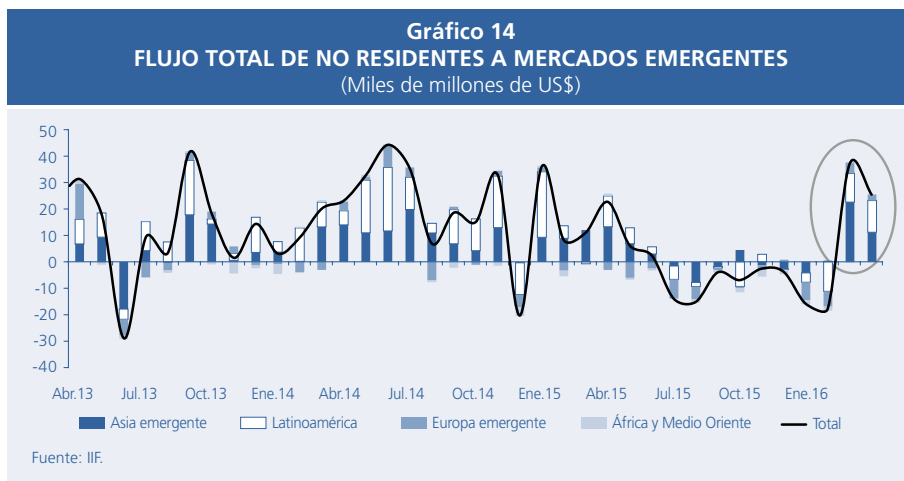


Mercados financieros

10. Los mercados internacionales mostraron una evolución más estable y una menor aversión al riesgo. Apoyó esta tendencia la importante recuperación en el precio del petróleo, las medidas anunciadas por el BCE en marzo (implementadas desde junio) y la menor probabilidad, hasta mediados de mayo, de una salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit). Sin embargo, al cierre del presente reporte esta probabilidad se ha incrementado. Asimismo, hacia futuro la incertidumbre en torno a los procesos electorales en Estados Unidos y España podrían generar volatilidad en los mercados.

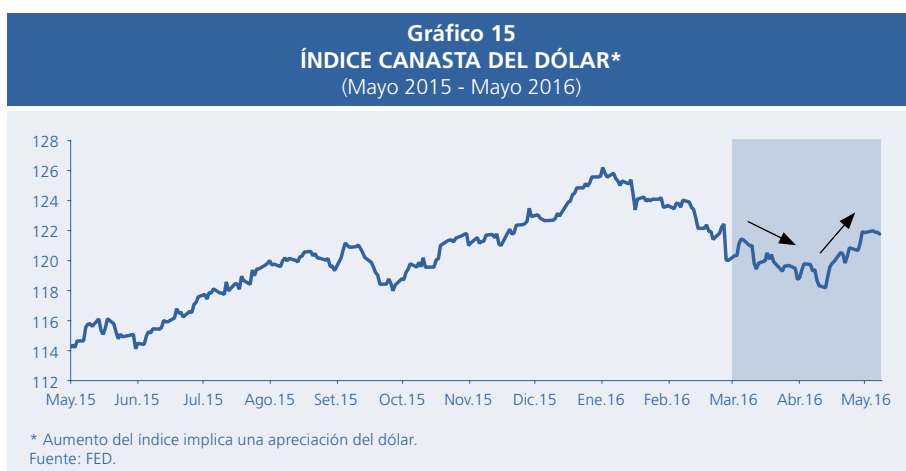


En el caso de los mercados emergentes, el mayor apetito por riesgo y la evolución favorable de los precios de los *commodities* observada hasta mayo, llevaron a revertir la tendencia negativa observada en los flujos de capital desde 2015. De acuerdo con estimaciones del *Institute of International Finance* (IIF), entre enero y mayo el flujo de capitales se ha mostrado positivo en US\$ 25,5 mil millones, siendo los principales destinos Asia y Latinoamérica.



11. En los **mercados cambiarios**, de acuerdo al índice de la Fed, entre marzo y mayo el dólar se apreció 2,3 por ciento. Sin embargo, la tendencia no ha sido uniforme. En un primer momento, la incertidumbre sobre la evolución de la economía estadounidense redujo las expectativas de una pronta segunda alza de tasas; ello debilitó al dólar, que entre fines de marzo e inicios de mayo registró una depreciación de 2,35 por ciento, continuando de este modo con la tendencia señalada en el último Reporte Inflación.

Posteriormente, las cifras desfavorables de actividad en China y reducción de proyecciones macroeconómicas para la Eurozona generaron que el dólar retome la tendencia apreciatoria observada en meses previos. Esto fue apoyado por el incremento de las expectativas de alza de tasas observado en la segunda quincena de mayo. Así, luego de alcanzar el 2 de mayo un nivel mínimo en siete meses, el dólar se apreció 1,25 por ciento en el mes; aunque sin revertir la apreciación de inicios de año.





En el caso de las monedas emergentes, la mayor expectativa de alza de tasas de la Fed y la incertidumbre sobre el crecimiento mundial revirtieron la tendencia apreciativa de dichas monedas que, hasta inicios de mayo, se habían favorecido del incremento en el precio de los *commodities* (especialmente el petróleo, oro y el cobre).

Cuadro 6
TIPOS DE CAMBIO

		May.16 (1)	Mar.16 (2)	Dic.15 (3)	Var. %	
					(1)/(2)	(1)/(3)
Indice FED*	UM por US\$	122,17	119,43	122,98	2,3	-0,7
Euro	US\$ por Euro	1,113	1,138	1,086	-2,2	2,5
Japón	Yen	110,74	112,59	120,34	-1,6	-8,0
Reino Unido	US\$ por Libra	1,448	1,436	1,474	0,8	-1,8
Brasil	Real	3,612	3,595	3,962	0,5	-8,9
Chile	Peso	693	671	709	3,3	-2,3
Colombia	Peso	3 090	3 002	3 180	3,0	-2,8
México	Peso	18,47	17,28	17,19	6,9	7,4
Perú	Sol	3,38	3,32	3,42	1,8	-1,3
Israel	Shekel	3,85	3,75	3,90	2,7	-1,1
Sudáfrica	Rand	15,72	14,77	15,49	6,4	1,5
Turquía	Lira	2,95	2,82	2,92	4,7	1,1
China	Yuan	6,59	6,45	6,50	2,1	1,4
Filipinas	Peso	46,79	45,96	46,95	1,8	-0,3
Indonesia	Rupia	13 585	13 180	13 790	3,1	-1,5
Malasia	Ringgit	4,13	3,91	4,30	5,7	-3,9
Tailandia	Bath	35,78	35,12	36,04	1,9	-0,7

*Último dato al 31 mayo.
Fuente: Reuters y FED.

12. Los **mercados bursátiles** se vieron beneficiados por la menor aversión al riesgo observada desde fines de marzo hasta abril. En este período, las bolsas emergentes registraron un incremento de 11 por ciento y las bolsas desarrolladas de 3,9 por ciento. Esta tendencia fue favorecida por el incremento del precio de metales y petróleo ante datos de actividad de China, correspondientes al primer trimestre y por la expectativa de un ajuste más gradual de las tasas de la Fed.

Desde fines de abril, esta tendencia al alza fue revertida por los eventos mencionados anteriormente (datos de actividad de China, correspondientes al mes de abril, y declaraciones del BCE y FMI sobre el crecimiento mundial). Adicionalmente, el incremento en las expectativas de alza de tasas de la Fed también afectó el rendimiento de las bolsas.

13. Los **mercados de deuda pública** registraron una evolución diferenciada. Mientras que las mayores expectativas de alza de tasas de la Fed para este año influenciaron en el aumento de rendimientos soberanos de EUA y otras economías emergentes (condiciones financieras más ajustadas), la menor aversión al riesgo (asociada con el alza del precio de los *commodities*) influyó en la reducción de algunos rendimientos emergentes (más sensibles a los precios de los *commodities*). Asimismo, las mejores

condiciones económicas de algunas economías de la Eurozona, la implementación en junio de las nuevas medidas del BCE y los avances en el programa de rescate griego, han influido en la caída de los rendimientos europeos.

Cuadro 7
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
 (Porcentaje, fin de periodo)

	May.16	Mar.16	Dic.15	Dic.14	Dic.12	Deuda Pública (% PBI 2015)
Estados Unidos	1,85	1,77	2,27	2,17	1,76	106
Alemania	0,14	0,15	0,63	0,54	1,31	71
Francia	0,48	0,49	0,99	0,82	1,99	97
Italia	1,35	1,22	1,59	1,88	4,49	133
España	1,47	1,43	1,77	1,60	5,23	99
Grecia	7,18	8,48	8,07	9,42	11,68	178
Gran Bretaña	1,43	1,41	1,96	1,76	1,83	89
Japón	-0,12	-0,04	0,26	0,32	0,79	248
Brasil	12,99	13,97	16,51	12,36	9,17	74
Colombia	8,04	8,20	8,66	7,10	5,48	49
Chile	4,58	4,43	4,66	3,99	5,49	17
México	6,14	5,94	6,26	5,83	5,36	54
Perú	6,30	6,95	7,31	5,41	4,09	23
Sudáfrica	9,39	9,11	9,76	7,96	6,78	50
Israel	1,82	1,85	2,10	2,31	3,99	65
Turquía	9,73	9,71	10,46	7,86	6,55	33
China	2,97	2,89	2,86	3,65	3,59	44
Corea del Sur	1,81	1,81	2,08	2,63	3,17	36
Indonesia	7,83	7,63	8,69	7,75	5,15	27
Tailandia	2,31	1,69	2,49	2,69	3,51	43
Malasia	3,93	3,79	4,19	4,12	3,50	57
Filipinas	4,47	4,69	4,22	3,83	4,42	37

Fuente: Bloomberg y FMI.





II. Balanza de pagos

Balanza en cuenta corriente

14. Durante el primer trimestre de 2016, la **cuenta corriente** de la balanza de pagos registró un déficit de 4,5 por ciento del PBI (US\$ 2,0 mil millones), disminuyendo respecto al observado en el primer trimestre de 2015 cuando el déficit fue de 5,9 por ciento del PBI. Los menores volúmenes de importación (principalmente de bienes de capital) y el efecto de los mayores ingresos extraordinarios por operaciones de venta de activos entre no residentes compensaron la caída registrada en el valor de las exportaciones. El volumen de exportaciones aumentó 9 por ciento por efecto de los mayores embarques de exportaciones tradicionales (principalmente café, harina de pescado y cobre), tendencia a la que se opuso una caída de 12,9 por ciento en el promedio de precios de exportación.
15. Para el año **2016** se proyecta un déficit en cuenta corriente de 3,8 por ciento del PBI, menor al déficit de 3,9 por ciento del PBI previsto en el Reporte de marzo, en un entorno de un mayor volumen de exportaciones tradicionales pero de mayor reducción de bienes de exportación no tradicionales (por menor crecimiento de los países de la región); mientras que para **2017** se estima un déficit en cuenta corriente similar al previsto en el Reporte previo (3,0 por ciento del PBI). Consistente con el aumento de las exportaciones mineras y una recuperación de los precios de exportación, se proyecta una reducción del déficit de cuenta corriente de 3,0 por ciento en 2017 a 2,8 por ciento del PBI en **2018**.
16. Se espera que el financiamiento privado de largo plazo esté alrededor del 4 por ciento del PBI en el período 2016-2018. Este nivel es menor al observado en los últimos años, lo que está asociado al término del ciclo de grandes inversiones mineras. No obstante, dicho financiamiento continuará excediendo la brecha en la cuenta corriente, siendo el principal componente la inversión directa extranjera.

Cuadro 8
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2015		2016*			2017*		2018*
	I Trim.	Año	I Trim.	Rl Mar.16	Rl Jun.16	Rl Mar.16	Rl Jun.16	Rl Jun.16
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-2 705	-8 373	-2 009	-7 405	-7 308	-6 014	-6 035	-5 902
Porcentaje del PBI	-5,9	-4,4	-4,5	-3,9	-3,8	-3,0	-3,0	-2,8
1. Balanza comercial	-1 093	-3 150	-630	-1 742	-1 584	-713	-465	41
a. Exportaciones	8 164	34 236	7 751	34 494	34 834	37 559	37 859	39 970
b. Importaciones	-9 256	-37 385	-8 380	-36 236	-36 418	-38 272	-38 324	-39 929
2. Servicios	-524	-1 732	-431	-1 538	-1 574	-1 224	-1 260	-1 395
3. Renta de factores	-1 850	-6 823	-1 937	-7 556	-7 769	-7 643	-7 905	-8 191
4. Transferencias corrientes	762	3 331	988	3 431	3 619	3 566	3 595	3 644
Del cual: Remesas del exterior	628	2 725	665	2 819	2 818	2 923	2 921	2 936
II. CUENTA FINANCIERA	2 262	8 446	1 539	8 055	8 192	6 514	7 535	7 402
Del cual:								
1. Sector privado	1 863	4 490	476	4 158	4 749	4 853	4 859	5 017
a. Largo plazo	2 213	7 296	207	4 158	4 627	4 853	4 859	5 017
b. Corto plazo ^{1/}	-351	-2 807	269	0	122	0	0	0
2. Sector público ^{2/}	399	3 956	1 063	3 897	3 443	1 661	2 676	2 385
III. RESULTADO (=I+II)	-443	73	-470	650	885	500	1 500	1 500

Nota:

Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado (% del PBI)^{3/}

	2015	2016*	2017*	2018*
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado (% del PBI) ^{3/}	6,4	5,3	5,0	4,1

1/ Incluye errores y omisiones netos.

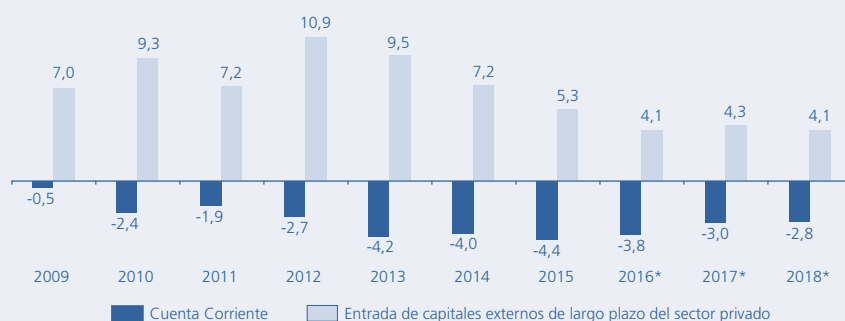
2/ Incluye financiamiento excepcional.

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

R.I.: Reporte de Inflación

* Proyección

Gráfico 16
CUENTA CORRIENTE Y ENTRADA DE CAPITALES EXTERNOS DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO: 2009-2018 1/
(Porcentaje del PBI)



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

* Proyección.





17. La disminución del déficit en cuenta corriente en el periodo 2016-2018 es consistente con una mayor participación del ahorro interno, que pasaría de 20,2 por ciento en 2016 a 21,6 por ciento del PBI en 2018. Se observaría también un aumento de la inversión pero con una composición más orientada hacia obras de infraestructura.

Cuadro 9 BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN (Porcentaje del PBI)							
	2014	2015	2016*		2017*		2018*
			RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
1. INVERSIÓN BRUTA FIJA	25,7	24,3	23,9	24,0	24,0	24,3	24,4
2. AHORRO INTERNO NETO 1/	21,7	20,0	20,0	20,2	21,1	21,3	21,6
a. Privado	16,4	17,1	17,4	17,9	18,1	18,6	18,5
b. Público	5,2	2,9	2,7	2,3	2,9	2,7	3,1
3. AHORRO EXTERNO	4,0	4,4	3,9	3,8	3,0	3,0	2,8

1/ Excluye variación de existencias.
* Proyección.

Balanza comercial

18. En el primer trimestre de 2016 la balanza comercial registró un déficit equivalente a US\$ 630 millones, menor al de similar período en 2015. Este resultado refleja una reducción de 9,5 por ciento en las importaciones, atenuada por una caída de las exportaciones de 5,1 por ciento. Las menores ventas al exterior estuvieron principalmente asociadas a la disminución en los precios de productos tradicionales (la mayoría de exportadores de materias primas continúan siendo afectados por la reducción de los precios de los principales *commodities*), al que se sumó el efecto de menores volúmenes de productos no tradicionales (destacando la menor demanda de los países de la región). Por el lado de las importaciones, la reducción se concentró en los rubros de insumos y bienes de capital, originada en la contracción de la inversión.

La proyección de la balanza comercial para el año **2016** se ha revisado, de un déficit de US\$ 1,7 mil millones en el Reporte de Inflación de marzo a uno de US\$ 1,6 mil millones en el presente. La revisión toma en cuenta el efecto de mayores exportaciones tradicionales asociado a un mayor volumen respecto a lo previsto en el Reporte previo. En particular se ha revisado al alza el volumen de exportación de oro y café acorde con los últimos datos y anuncios de producción. A su vez, el presente Reporte considera una revisión a la baja en las exportaciones no tradicionales, principalmente de productos pesqueros por menor disponibilidad de pota, y textiles por el menor crecimiento esperado para los principales países de destino de dichos bienes.

19. Por su parte, para **2017** la revisión considera principalmente una normalización más rápida de la prevista de los precios de los productos tradicionales y una recuperación más lenta de los volúmenes de no tradicionales dado el contexto internacional.

Se estima también que las exportaciones aumenten de manera importante en **2018** por el incremento en la producción de importantes proyectos de cobre (Southern y Las Bambas), la estabilización de los precios de los metales, los mayores volúmenes de harina de pescado y una recuperación de las exportaciones no tradicionales (en línea con la recuperación del crecimiento de nuestros principales socios comerciales).

Cuadro 10 BALANZA COMERCIAL (Millones de US\$)								
	2015		2016*			2017*		2018*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
EXPORTACIONES	8 164	34 236	7 751	34 494	34 834	37 559	37 859	39 970
<i>De las cuales:</i>								
Productos tradicionales	5 392	23 291	5 266	23 895	24 222	26 502	26 831	28 268
Productos no tradicionales	2 752	10 857	2 464	10 506	10 506	10 967	10 915	11 585
IMPORTACIONES	9 256	37 385	8 380	36 236	36 418	38 272	38 324	39 929
<i>De las cuales:</i>								
Bienes de consumo	2 119	8 791	2 046	8 604	8 782	8 886	9 046	9 270
Insumos	4 001	15 923	3 474	15 405	15 314	16 510	16 338	17 151
Bienes de capital	2 945	12 007	2 746	11 895	12 019	12 715	12 868	13 489
BALANZA COMERCIAL	-1 093	-3 150	-630	-1 742	-1 584	-713	-465	41

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Cuadro 11 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales)								
	2015		2016*			2017*		2018*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
1. Valor:								
Exportaciones	-16,5	-13,4	-5,1	1,0	1,7	8,9	8,7	5,6
Productos tradicionales	-21,4	-15,9	-2,3	2,7	4,0	10,9	10,8	5,4
Productos no tradicionales	-3,8	-7,0	-10,5	-2,8	-3,2	4,4	3,9	6,1
Importaciones	-7,0	-8,7	-9,5	-3,0	-2,6	5,6	5,2	4,2
2. Volumen:								
Exportaciones	-3,6	1,8	9,0	6,6	6,9	6,4	5,8	4,7
Productos tradicionales	-4,3	5,7	18,8	9,4	11,3	7,9	6,8	4,6
Productos no tradicionales	-1,5	-5,3	-8,2	0,5	-2,2	3,4	3,0	5,0
Importaciones	1,6	0,9	-3,0	-0,6	-0,6	3,2	3,2	3,3
3. Precio:								
Exportaciones	-13,4	-14,9	-12,9	-5,2	-4,8	2,3	2,8	0,9
Productos tradicionales	-17,9	-20,4	-17,8	-6,1	-6,6	2,8	3,7	0,7
Productos no tradicionales	-2,3	-1,8	-2,5	-3,3	-1,0	0,9	0,8	1,0
Importaciones	-8,4	-9,5	-6,7	-2,7	-2,3	2,2	1,9	0,9

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.





Gráfico 17
EXPORTACIONES DE BIENES: 2009 - 2018
(Miles de millones de US\$)

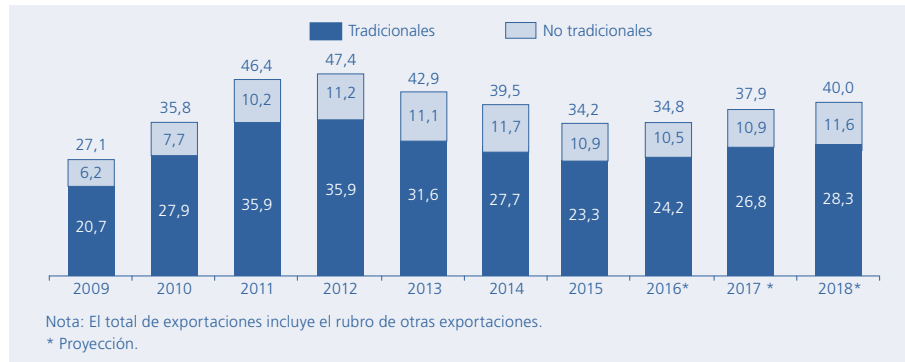


Gráfico 18
VOLUMEN DE EXPORTACIONES DE COBRE
(Índice 2007 = 100)

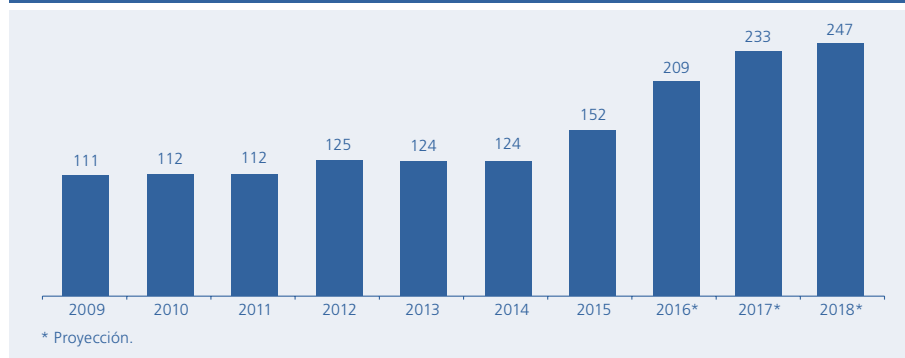
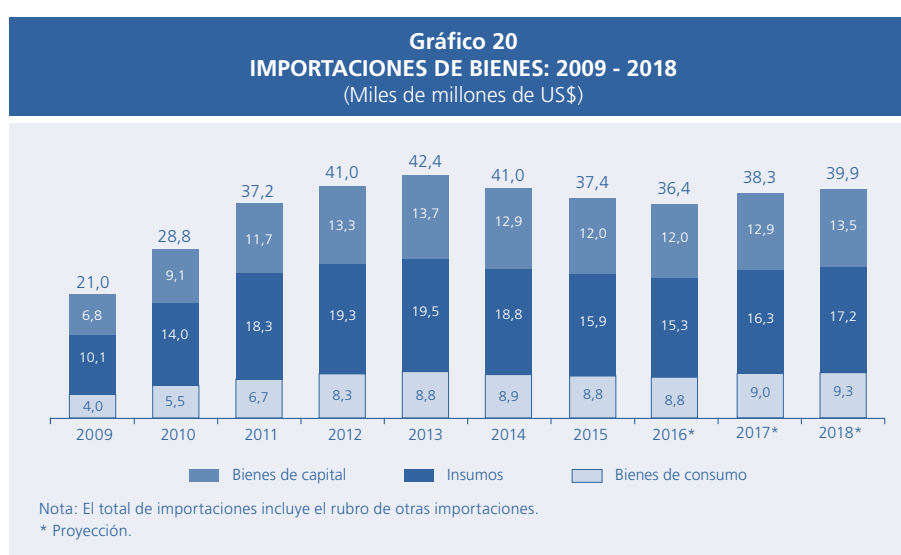


Gráfico 19
VOLUMEN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
(Índice 2007 = 100)



20. Para **2016** se prevé una caída del volumen de importaciones de bienes de capital, por la reducción de la inversión esperada para el año (el Reporte previo consideraba un crecimiento nulo de la inversión). Para **2017-2018** se estima un mayor crecimiento real de las importaciones, acorde con el crecimiento de la demanda interna.



Términos de intercambio

21. Se estima que los términos de intercambio muestren una disminución de 2,6 por ciento en 2016, tasa similar a la estimada en el Reporte de Inflación previo, aunque con menor caída prevista tanto para los índices de precios de exportación como de importación. Esta menor caída está en línea con la recuperación en los precios de los *commodities* registrada desde marzo. Por el lado de las exportaciones resalta una leve alza de los metales básicos, aunque esta tendencia se ha visto recientemente afectada por la apreciación del dólar y temores sobre la demanda de China. Y por el lado de las importaciones, se incorpora el alza del petróleo (26 por ciento en lo que va del año).

Para los años 2017 y 2018 se espera una estabilización de los términos de intercambio, en medio de un alza limitada tanto de los precios de exportación como de importación dadas las perspectivas de una recuperación del crecimiento mundial.



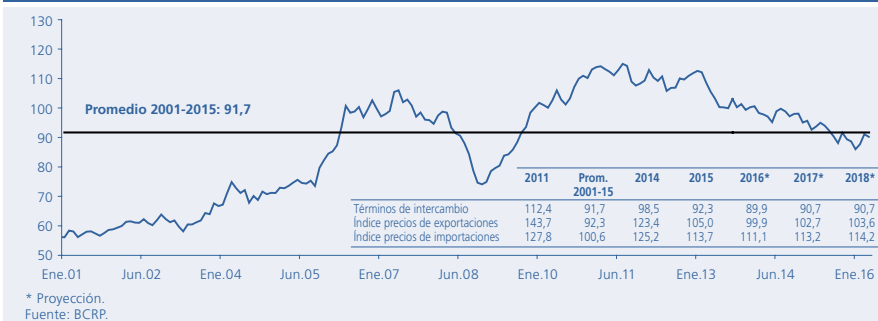


Cuadro 12
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO 2014 - 2018
(Datos promedio anuales)

	2014	2015	2016*		2017*		2018*
	Año	Año	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
Términos de intercambio	-5,4	-6,3	-2,6	-2,6	0,1	0,9	0,0
Precios de Exportaciones	-6,9	-14,9	-5,2	-4,8	2,3	2,8	0,9
Cobre (ctv US\$ por libra)	311	250	215	215	216	216	220
Zinc (ctv US\$ por libra)	98	88	77	81	78	83	85
Plomo (ctv US\$ por libra)	95	81	80	79	80	77	76
Oro (US\$ por onza)	1 266	1 160	1 200	1 232	1 200	1 209	1 200
Precios de Importaciones	-1,5	-9,2	-2,7	-2,3	2,2	1,9	0,9
Petróleo (US\$ por barril)	93	49	35	43	42	47	48
Trigo (US\$ por TM)	243	186	172	171	195	197	207
Maíz (US\$ por TM)	155	141	145	147	155	159	164
Aceite de Soya (US\$ por TM)	812	667	692	697	717	726	725

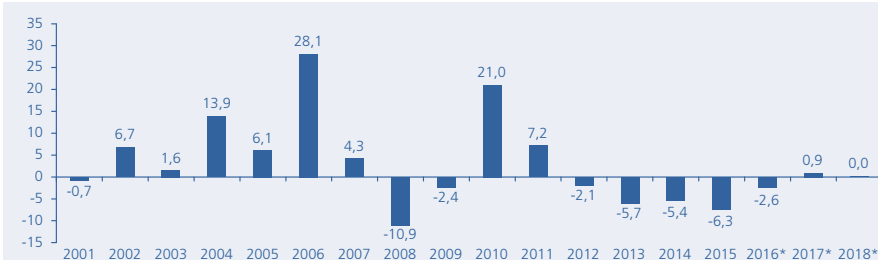
Fuente: BCRP.
* Proyección.

Gráfico 21
ÍNDICES DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: ENERO 2001 - ABRIL 2016
(2007=100)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 22
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001 - 2018
(Variaciones porcentuales)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

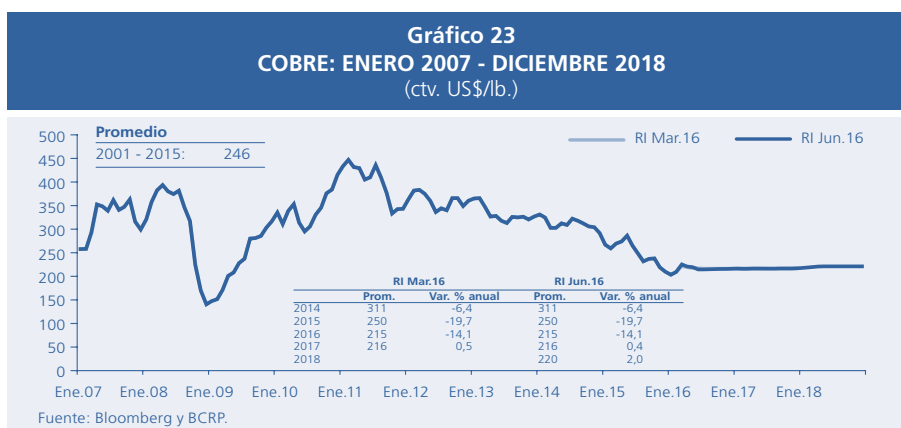
Cobre

22. La cotización del cobre se incrementó 2,0 por ciento en los primeros cinco meses del año, alcanzando un promedio mensual de US\$/lb. 2,14 en mayo. Sin embargo, desde abril el precio del cobre se viene revirtiendo desde el nivel máximo que alcanzó en marzo, cuando el retorno de los inversionistas a los mercados de *commodities* y las medidas de estímulo aplicadas por el gobierno chino impulsaron la cotización.

Las recientes presiones a la baja se explican por el retiro de inversionistas en respuesta al cambio de expectativas respecto al ciclo de ajuste de tasas de la Reserva Federal. Asimismo, se corrigieron las expectativas optimistas sobre la demanda china luego de difundirse diversos indicadores de actividad (menores a los esperados); dentro de estos destaca la caída de importaciones chinas de cobre.

Para el horizonte de proyección, se mantiene el estimado de los precios del cobre. Se espera que la demanda china siga favorecida por la elevada inversión en infraestructura del sector público y por la recuperación de la inversión inmobiliaria. Esta demanda permitiría absorber la mayor disponibilidad de oferta asociada al crecimiento de la capacidad de fundición en dicho país y al inicio de producción de mega proyectos mineros en el resto del mundo. En especial, se espera crecimiento en la producción de mina en los próximos dos años, proveniente de proyectos en Perú y Zambia, principalmente.

La proyección tiene un sesgo al alza asociado a un crecimiento mayor al esperado de la demanda china, en respuesta a las políticas de estímulo aplicadas por su gobierno. Los riesgos a la baja se asocian a resurgimiento de la inestabilidad financiera (que reduciría la posiciones no comerciales), una depreciación brusca del yuan y posibles de medidas para enfriar el crecimiento del crédito en China.



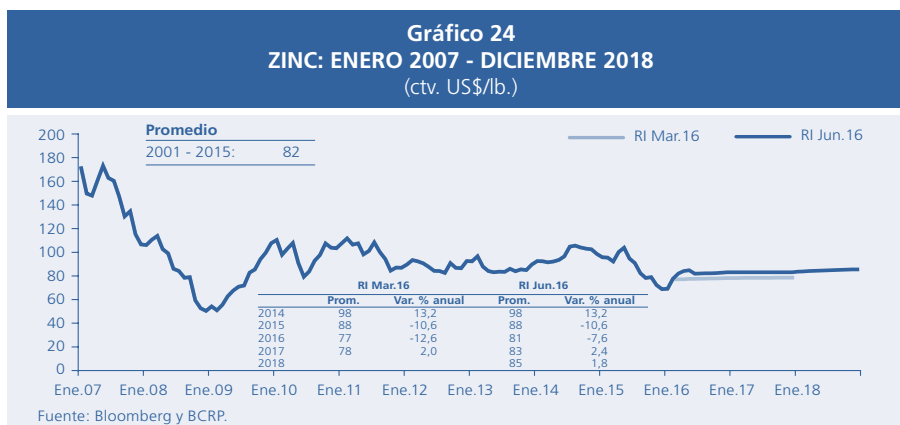


Zinc

23. El precio promedio del **zinc** aumentó 23 por ciento en los primeros cinco meses del año, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/lb. 0,85 en mayo de 2016. El precio continuó aumentando en los últimos meses aunque a ritmo menor, afectado por el cambio en las expectativas en el ciclo de ajuste de la Reserva Federal.

El incremento del precio se sustentó en la aceleración del gasto en infraestructura del gobierno en China a un ritmo no visto desde la crisis financiera global. En el mismo sentido, la demanda por acero galvanizado —que utiliza el zinc como revestimiento— continúa aumentando en Estados Unidos y Europa apoyando el crecimiento de la demanda global. Al mismo tiempo la oferta ha continuado ajustándose debido al cierre definitivo de las minas Lisheen de Vedanta y Century de MMG, y los recortes de producción anunciados por diversos productores. Esto último se refleja en la caída de inventarios de concentrado de las principales fundiciones chinas.

En este contexto, se revisó al alza el precio de zinc en el horizonte de proyección debido a un crecimiento mayor al esperado de la demanda china y a las perspectivas de menor oferta global.



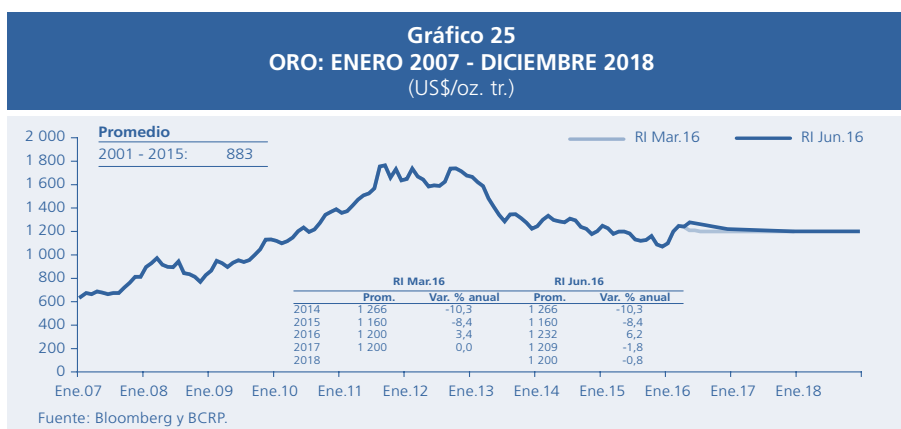
Oro

24. La cotización del oro se incrementó 18 por ciento en los primeros cinco meses de 2016, y alcanzó una cotización promedio mensual de US\$/oz.tr. 1 259 en mayo. El incremento en el precio del oro en lo que va del año respondió a la depreciación del dólar y a la debilidad de las tasas de interés reales como consecuencia de las expectativas de un menor ajuste por parte de la Fed. Las posiciones no comerciales

en oro de los inversionistas las que alcanzaron máximos históricos. En este contexto, la demanda global de oro alcanzó un record histórico en el primer trimestre de 2016, liderada por la demanda de inversión. Ello a pesar de la caída de la demanda por joyería, principalmente en China e India; y las menores compras de los bancos centrales.

Sin embargo, desde la segunda quincena de mayo, la cotización del oro disminuyó debido a la posibilidad de un alza en la tasa de interés de la Fed en los meses de junio o julio.

En línea con los desarrollos observados, para el horizonte de proyección, el precio del oro se ha revisado al alza debido a las expectativas de que el ciclo de alzas de tasas de la Fed sea más gradual que lo previsto en el anterior Reporte de Inflación. Los riesgos en esta proyección se asocian en gran medida a la evolución del dólar y, por lo tanto, a las decisiones futuras de la Fed. Respecto a la demanda real, su evolución depende las perspectivas de la demanda China e India.



Petróleo

25. El precio del **petróleo** WTI acumuló un incremento de 26 por ciento en los cinco primeros meses de 2016, cerrando con una cotización promedio mensual de US\$/bl. 46,9 en mayo. En los últimos meses el precio del petróleo aceleró su recuperación alcanzando un máximo de US\$/bl. 49,5 el 26 de mayo.

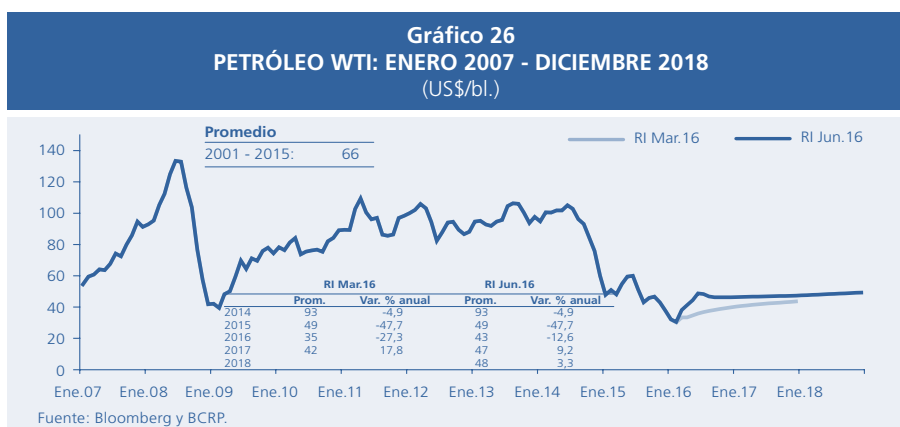
La recuperación del precio del petróleo se debe a una caída de la producción mayor a la esperada y de una sólida recuperación de la demanda. La caída de la producción se produjo no solo por el cierre de operaciones de mayores costos (en especial la





producción no convencional en Estados Unidos y Canadá) y la caída de la producción en China e India, sino también por una serie de recortes en la producción no planeados, principalmente en Nigeria, Libia y Canadá. Por su parte, la demanda ha sorprendido al crecer más de lo esperado, principalmente por el fuerte incremento en China e India.

En el horizonte de proyección se revisa al alza la proyección del precio del petróleo WTI respecto al Reporte de Inflación previo. Los precios bajos han contribuido a que la producción continúe disminuyendo, lo que se amplifica con las perspectivas que los recortes no planeados de producción se mantengan en niveles elevados por lo que resta del año. A ello se suma una revisión al alza en el crecimiento de la demanda, amplificado por la mayor demanda estacional de combustibles por el inicio del periodo vacacional en los países del hemisferio norte.

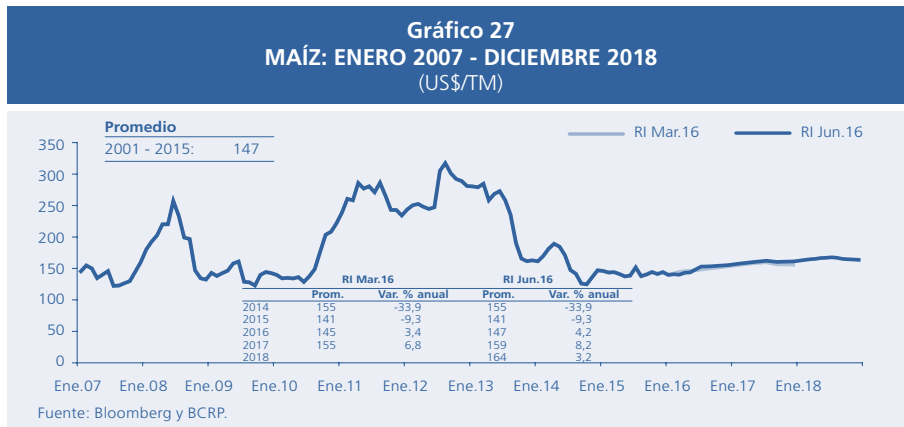


Maíz

26. En mayo, la cotización internacional promedio del **maíz** subió 5,6 por ciento a US\$/TM 147 respecto a febrero 2016. El precio promedio del maíz acumula un incremento de 4,4 por ciento en el año.

Entre los factores que impulsaron el precio del maíz estuvieron las malas condiciones climáticas en Argentina y Brasil que llevaron a agencias privadas y al Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) a revisar a la baja sus estimados de cosecha de estos países. Además, se generaron expectativas tanto de compras de maíz estadounidense por parte de Brasil como de sustitución de siembras de maíz por soya en EUA. Otro factor que favoreció al precio del maíz fue el incremento del precio del petróleo.

Considerando lo anterior, se estima que el precio del maíz se coticie a niveles ligeramente superiores a los del Reporte de Inflación previo.

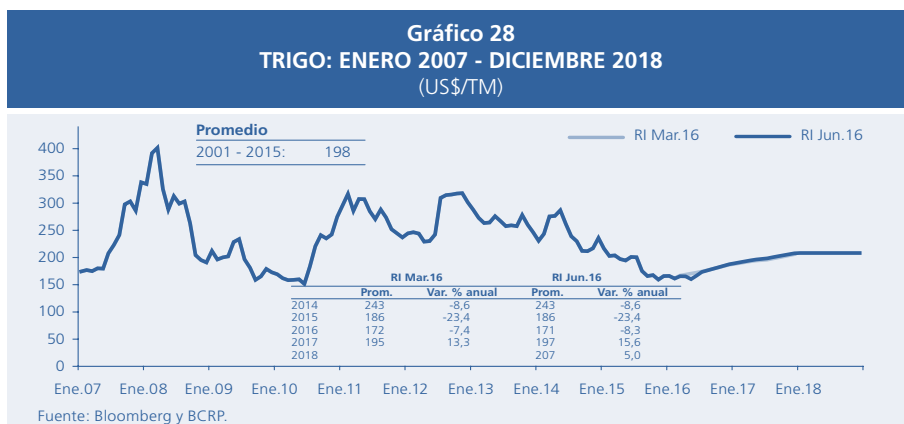


Trigo

27. Al mes de mayo, el precio internacional del **trigo** registró una caída de 1,0 por ciento respecto a febrero 2016 y cerró con un nivel promedio de US\$/TM 158,0. Respecto a diciembre 2015, el precio promedio mensual del trigo acumula una caída de 3,7 por ciento.

La cotización estuvo afectada por la evolución registrada en la oferta. El USDA elevó la cosecha prevista de trigo de EUA y la producción global de trigo por encima de lo esperado en la campaña 2015/2016. Otro factor bajista para los precios del trigo fue el buen ritmo de avance y el buen estado de los cultivos en los estados de Kansas, Oklahoma y Nebraska. Sin embargo, a nivel global, el USDA proyecta una reducción de la producción total en la campaña 2016/2017.

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



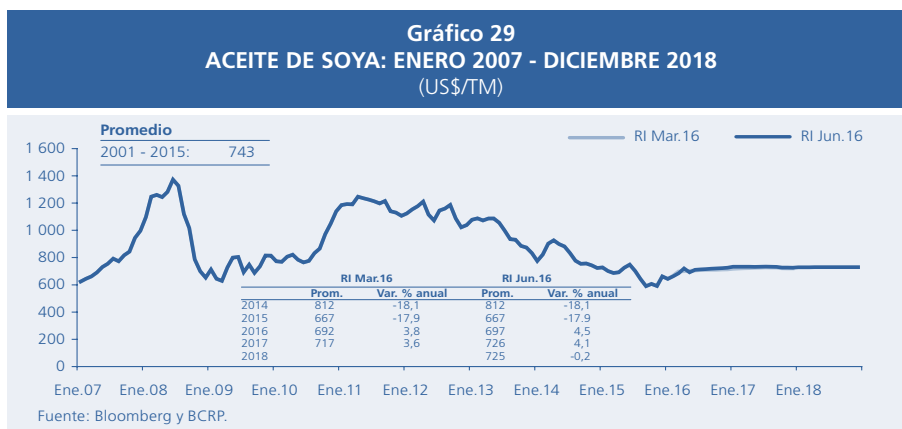


Aceite de Soya

- 28. La cotización promedio de mayo del aceite de soya fue US\$/TM 677, nivel superior en 3,1 por ciento al nivel promedio de febrero 2016. En el año, el precio promedio del aceite de soya registra un incremento de 3,3 por ciento.

El precio del aceite de soya que cotizan en EUA se vio favorecido en abril por la apreciación del real respecto al dólar que incrementó la demanda por las exportaciones estadounidenses respecto a las brasileñas. Además, el incremento de los precios del aceite de palma de Malasia debido a la sequía por el Fenómeno El Niño y el incremento del precio del petróleo fueron otros factores alcistas. Las malas condiciones climáticas en Brasil (sequías) y Argentina (excesos de lluvias) fueron los factores que apoyaron el precio del aceite de soya.

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



Financiamiento externo

- 29. El flujo neto de financiamiento externo de largo plazo del sector privado alcanzaría US\$ 4,6 mil millones en **2016**. Este nivel de financiamiento neto es mayor al estimado en el Reporte de Inflación previo, reflejando principalmente la adquisición de activos externos por parte de inversionistas locales registrada en el primer trimestre del año. Para **2017-2018** se proyecta una recuperación gradual en la entrada neta de capitales de largo plazo, totalizando flujos netos positivos de US\$ 4,9 mil millones (2,4 por ciento del PBI) y US\$ 5,0 mil millones (2,3 por ciento del PBI) respectivamente, donde el componente más importante seguirá siendo la inversión directa. Esta recuperación considera la ejecución de proyectos de infraestructura, hidrocarburos y energía,

destacando la Línea 2 del Metro de Lima, el Gasoducto Sur Peruano y el Nodo Energético del Sur.

Cuadro 13 CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO (Millones de US\$)								
	2015		2016*			2017*		2018*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
a. LARGO PLAZO	2 213	7 296	207	4 158	4 627	4 853	4 859	5 017
<i>Porcentaje del PBI</i>	4,8	3,8	0,5	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3
1. ACTIVOS	-655	-224	-721	-1 146	-770	-1 419	-1 498	-1 688
2. PASIVOS	2 869	7 520	928	5 304	5 397	6 272	6 357	6 705
Inversión directa extranjera en el país	2 833	6 861	1 027	4 625	4 596	4 847	4 849	4 996
Sector no financiero	218	1 828	373	944	1 445	1 426	1 675	1 852
<i>Préstamos de largo plazo</i>	117	2 410	264	360	688	416	532	701
<i>Inversión de cartera</i>	100	-582	109	584	757	1 010	1 143	1 151
Sector financiero	-182	-1 169	-472	-265	-644	0	-167	-144
<i>Préstamos de largo plazo</i>	-184	-1 155	-472	-265	-644	-161	-228	-194
<i>Inversión de cartera</i>	2	-14	0	0	0	161	61	50
b. CORTO PLAZO ^{1/}	-351	-2 807	269	0	122	0	0	0
c. SECTOR PRIVADO (A + B)	1 863	4 490	476	4 158	4 749	4 853	4 859	5 017

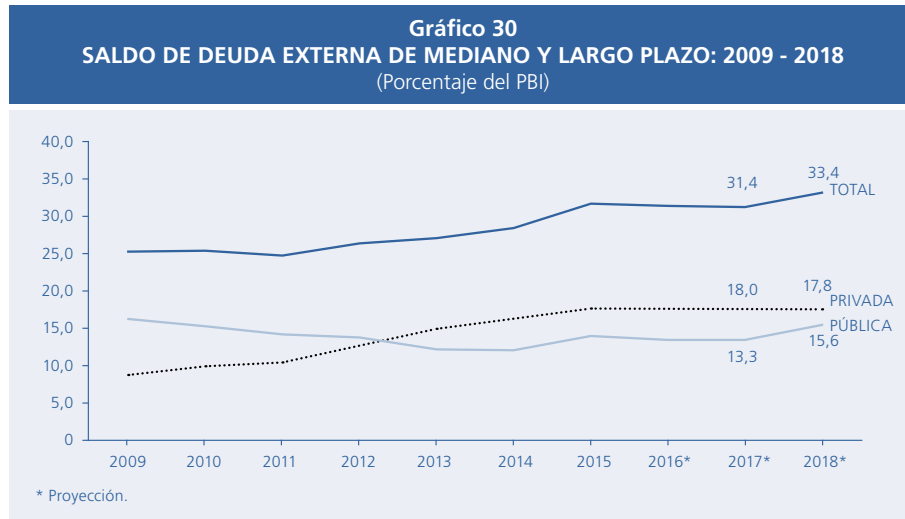
1/ Incluye errores y omisiones netos.
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

30. El flujo positivo que se espera en la **cuenta financiera del sector público** para los siguientes 3 años refleja importantes desembolsos destinados a financiar diversos proyectos de inversión (como la modernización de la Refinería de Talara, el desarrollo de la Línea 2 del Metro de Lima, entre otros), así como las necesidades de financiamiento del fisco.

Cuadro 14 PRINCIPALES PROYECTOS 2016-2018 QUE INVOLUCRAN FINANCIAMIENTO EXTERNO PÚBLICO	
Proyectos	Monto (Millones de US\$)
Línea 2 del Metro de Lima	1 340
Modernización de la Refinería de Talara	2 600

31. A finales de 2015, el endeudamiento externo del sector privado representó 17,9 por ciento del PBI, mientras que el del sector público fue equivalente a 13,9 por ciento del producto. Se espera una mayor preferencia del sector privado por financiamiento doméstico en moneda nacional.



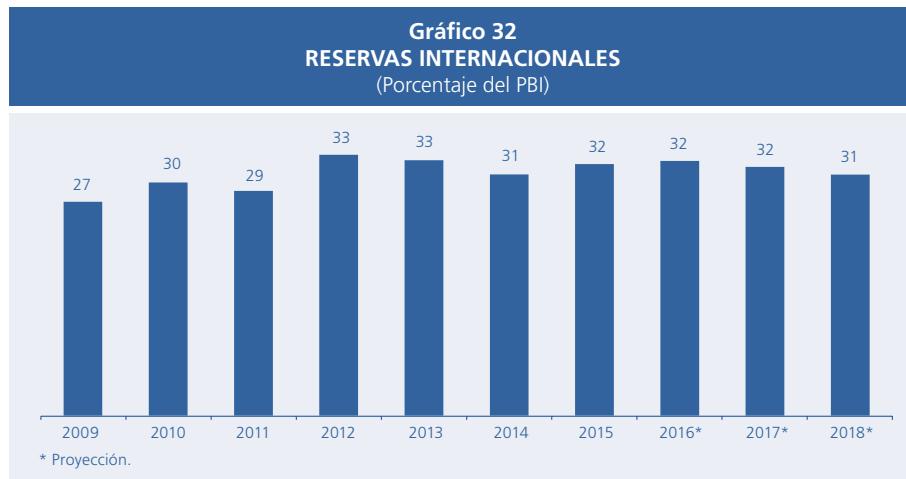


32. La solidez de la balanza de pagos ante eventos negativos en la economía mundial se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, 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 15
INDICADORES DE COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Como porcentaje de:	2006	2011	2016*
PBI	19,6	28,6	32,4
Deuda externa de corto plazo ^{1/}	166	471	580
Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	230	360	346

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





III. Actividad económica

33. En el primer trimestre el PBI creció 4,4 por ciento, la segunda mayor tasa de los últimos ocho trimestres, después de la expansión de 4,7 por ciento en el trimestre previo. En el crecimiento del primer trimestre influyó el incremento de las exportaciones y la recuperación del gasto público. Las exportaciones crecieron 7,8 por ciento, impulsadas por los mayores volúmenes de productos mineros vinculados a las operaciones de proyectos de cobre que entraron en fase productiva, atenuadas por la caída de las exportaciones no tradicionales. El gasto público se recuperó con una tasa de 15,3 por ciento, destacando la recuperación de la inversión de los gobiernos subnacionales. Ello fue atenuado por la caída de 4,7 por ciento de la inversión privada, como resultado del menor nivel de los términos de intercambio y de la menor inversión minera.

Con ello, se mantiene la proyección de crecimiento del PBI en 4,0 por ciento para el **año 2016**, considerando una proyección de términos de intercambio relativamente estables para el segundo semestre del año, así como la continuación del dinamismo de las exportaciones tradicionales y de la inversión pública, aunque con tasas menores a las observadas en los primeros meses del año, que compensarían la caída en las exportaciones no tradicionales y en la inversión privada.

Para el **año 2017** se proyecta un crecimiento del PBI de 4,6 por ciento, considerando una expansión de los sectores primarios, principalmente por minería y pesca, y una recuperación de los sectores no primarios. En un entorno internacional con términos de intercambio que aumentarían ligeramente y un mayor crecimiento mundial, se proyecta una recuperación de la inversión privada y de las exportaciones no tradicionales.

Para el **año 2018** se prevé un mayor ritmo de crecimiento de los sectores no primarios, impulsados por una recuperación de la manufactura no primaria por mayor demanda mundial y un mayor crecimiento de la demanda interna, así como una mayor tasa de crecimiento de la construcción asociada a la ejecución de proyectos de infraestructura. Las exportaciones no tradicionales continuarían su crecimiento,

como consecuencia de la ampliación de la frontera agrícola asociada al inicio de operaciones de proyectos de irrigación.

PBI sectorial

34. Al igual que lo reportado en el Reporte de Inflación de marzo, en esta proyección también contempla un escenario en el que la actividad económica continuaría siendo impulsada, durante 2016 y 2017, por los sectores primarios, debido a la entrada en operación de proyectos mineros. Como resultado, en el horizonte de proyección la brecha del producto se cierra gradualmente.
35. La aceleración del crecimiento del PBI en el primer trimestre (4,4 por ciento) respondió principalmente al desempeño de los sectores primarios, los cuales se expandieron en 10,0 por ciento y en donde destaca la minería metálica (25,0 por ciento), que contribuyó con 2,0 puntos porcentuales al crecimiento del PBI. Sin embargo, este dinamismo fue atenuado por la caída de hidrocarburos (-18,5 por ciento) y de la manufactura no primaria (-4,0 por ciento). Ambos hechos responden principalmente a la menor producción de petróleo (por la ruptura del Oleoducto Norperuano) y a la contracción de los bienes orientados a la inversión, respectivamente. Por su parte, los sectores no primarios registraron un crecimiento de 3,0 por ciento, la tasa más alta registrada en los últimos cinco trimestres.

Cuadro 16
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

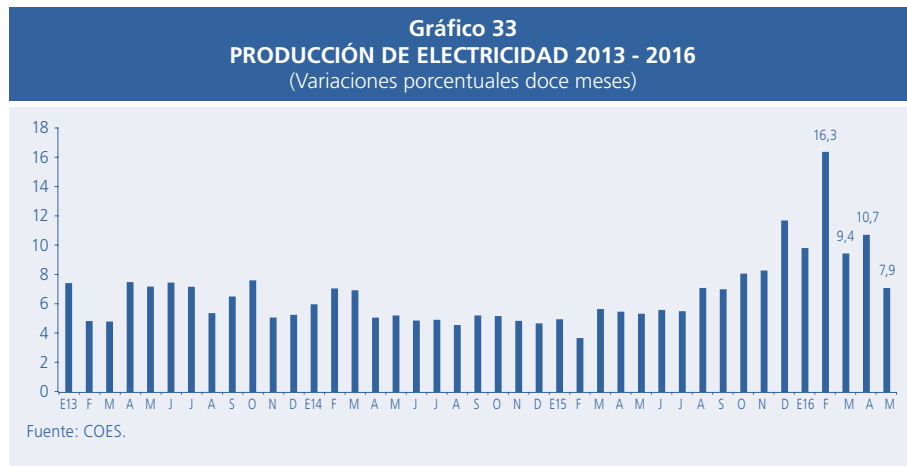
	2015		2016*			2017*		2018*
	I Trím.	Año	I Trím.	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
Agropecuario	1,0	2,8	1,6	1,6	2,3	3,7	3,9	5,0
Agrícola	-1,5	1,3	1,7	0,4	1,8	3,7	4,0	5,5
Pecuario	4,6	5,3	1,4	3,4	2,9	3,6	3,7	4,2
Pesca	-9,2	15,9	1,8	1,1	-2,4	25,2	29,7	4,3
Minería e hidrocarburos	4,3	9,3	15,7	14,1	14,1	8,6	8,3	4,5
Minería metálica	6,9	15,5	25,0	17,0	18,2	9,4	8,4	5,1
Hidrocarburos	-4,2	-11,5	-18,5	1,0	-4,1	4,6	8,5	1,5
Manufactura	-5,1	-1,7	-3,0	-1,5	-1,8	4,0	3,8	4,0
Recursos primarios	-11,7	1,7	0,9	1,0	-0,9	9,4	10,3	4,0
Manufactura no primaria	-3,0	-2,7	-4,0	-2,2	-2,0	2,5	2,0	4,0
Electricidad y agua	4,6	6,2	10,6	7,6	7,8	5,5	5,5	5,0
Construcción	-6,8	-5,9	2,1	0,0	0,0	3,5	3,5	5,5
Comercio	3,6	3,9	2,8	3,6	3,2	3,8	3,8	3,8
Servicios	4,1	4,2	4,4	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9
PRODUCTO BRUTO INTERNO	1,8	3,3	4,4	4,0	4,0	4,6	4,6	4,2
Nota:								
PBI primario	0,7	6,6	10,0	8,9	8,7	7,8	7,9	4,6
PBI no primario	2,1	2,4	3,0	2,7	2,8	3,6	3,6	4,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

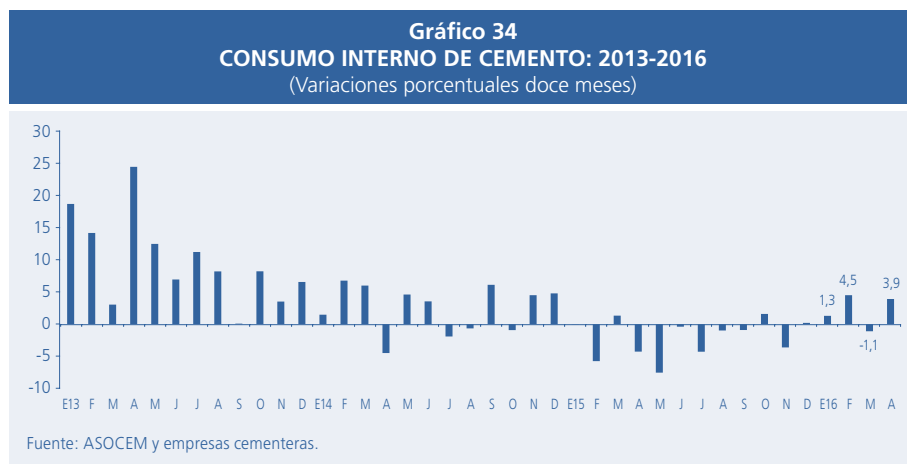




36. Los indicadores de corto plazo durante los primeros meses del año muestran un mejor desempeño respecto al año pasado. Por ejemplo, la producción de electricidad en los primeros cinco meses de 2016 creció 10,7 por ciento, lo que obedece principalmente a la mayor actividad minera desarrollada en lo que va del año (incremento de 25,0 por ciento entre enero y marzo).

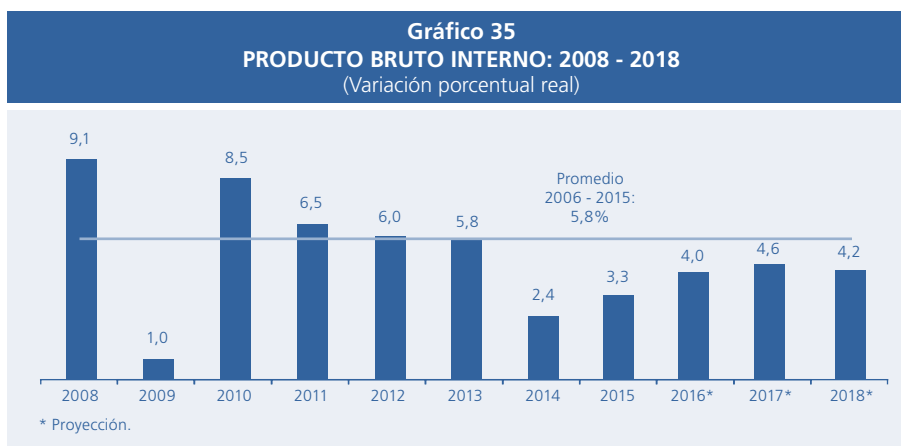


En cuanto al consumo interno de cemento, éste ha crecido en 3 de los 4 primeros meses de 2016, lo que representa una recuperación con respecto a los meses anteriores y es consistente con el crecimiento de 2,1 por ciento registrado por el sector construcción. Este crecimiento estuvo incentivado por la mayor inversión pública realizada principalmente por los gobiernos subnacionales durante este periodo.

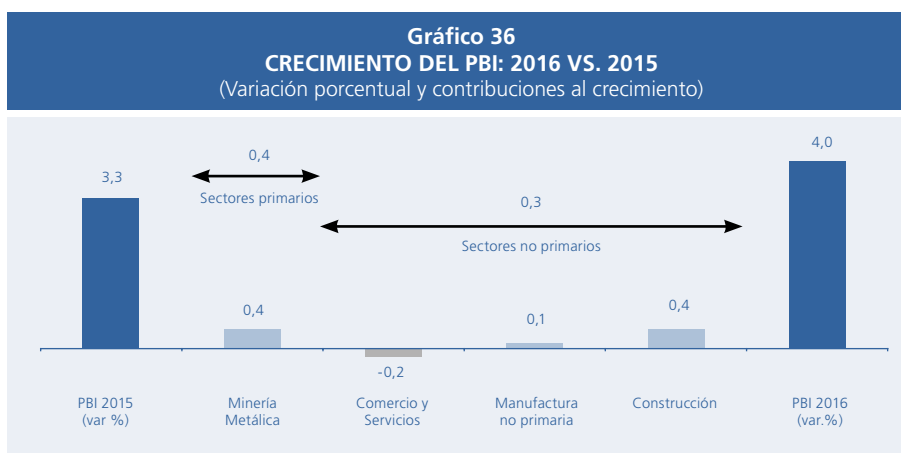


37. Se mantiene la proyección del crecimiento del PBI para 2016 y 2017, aunque con una recomposición sectorial en 2016. Por el lado de los sectores no primarios, la

recomposición es resultado de la menor contribución del comercio y la manufactura no primaria, compensada por una mayor demanda por servicios, considerando la ejecución del primer trimestre. Para el año 2018 se proyecta un crecimiento del PBI de 4,2 por ciento, que implica una mayor expansión de los sectores no primarios respecto al año previo, y la moderación en el crecimiento de los sectores primarios una vez que los proyectos mineros en operación se acercan a su plena capacidad.



38. La minería metálica aportaría 0,4 puntos de los 0,7 puntos porcentuales de aceleración del crecimiento del PBI entre 2015 y 2016.



- a) El **sector agropecuario** creció 1,6 por ciento durante el primer trimestre del año, menor a lo previsto debido principalmente a la menor producción de carne de ave, afectada por anomalías térmicas, y por menor producción de caña de azúcar por problemas laborales de algunas empresas azucareras. El escenario de proyección considera condiciones climáticas frías pero neutrales, con lo que





se revisa al alza en el crecimiento del sector para 2016, pasando de 1,6 a 2,3 por ciento. Esta revisión considera además la mayor producción de arroz, por las mejores condiciones hídricas respecto a la campaña anterior; una menor caída en la producción de papa (afectada por las sequías de la sierra), y la mayor producción de aceituna, con incorporación de mayores áreas cosechadas.

Para 2017 y 2018 se espera un aumento gradual en el ritmo de crecimiento del sector, por el impulso proveniente de la mayor producción del proyecto Olmos de especies como por ejemplo caña de azúcar, palta, quinua, uva, pimientos, páprika, espárragos, cebolla y algodón, entre otros.

- b) Durante el primer trimestre de 2016 el **sector pesca** creció menos de lo proyectado en marzo, por la menor extracción de conchas de abanico y pota para congelado, afectadas negativamente por el evento El Niño. En el caso de las conchas de abanico, el temor ante un evento de mayores magnitudes determinó una menor siembra en octubre de 2015, cuyas cosechas debieron ocurrir el primer trimestre de este año.

Para el año 2016 se modifica la proyección del sector, pasando de un crecimiento de 1,1 a una caída de 2,4 por ciento, considerando que aún no se ha iniciado la primera temporada de pesca, que normalmente se desarrolla entre abril y julio. Aunque se espera que el bajo nivel de biomasa y la persistencia de las condiciones de El Niño se reviertan pronto, la temporada de pesca sería corta y se desarrollaría entre los meses de julio y agosto, con una cuota proyectada inferior a la de la primera temporada de 2015. Sin embargo, en adelante se prevé una transición de la temperatura marina hacia condiciones frías neutrales, que aumentarían la disponibilidad de anchoveta. Por ello, se proyecta que en 2017 el sector alcanzaría una tasa de crecimiento de 29,7 por ciento, normalizándose en 2018 con un crecimiento de 4,3 por ciento.

- c) La proyección de crecimiento del sector **minería metálica** para 2016 se proyecta en 18,2 por ciento. Se espera que el crecimiento de 2016 sea mayor al de 2015 como consecuencia de la mayor extracción de cobre de Cerro Verde y las Bambas. Sin embargo, hacia 2017 este impulso sería menor, a lo que se sumaría la menor extracción de oro, lo que sería explicado principalmente por la madurez y agotamiento de la mina Yanacocha. Estos factores determinarían que el crecimiento de 2017 sea de 8,4 por ciento, y de 5,1 por ciento para 2018.

La **producción de cobre** durante el primer trimestre de 2016 creció 54,2 por ciento, tasa que no se obtenía desde el año 2002. Esta mayor producción se debe a la ampliación de Cerro Verde y la entrada en operaciones de Las Bambas, así como a la recuperación de Antamina. Como se señaló en el Reporte de

marzo, en 2016 se espera un importante incremento de la producción de cobre por Cerro Verde y Las Bambas. Asimismo, en 2017 se observaría una creciente producción de Las Bambas, que pasaría a ser la segunda empresa con mayor producción de cobre en el país. En 2018, continuaría el crecimiento de la producción de cobre, considerando la expansión de la mina Toquepala, de Southern.

Cuadro 17				
PRODUCCIÓN DE COBRE				
(Miles de Toneladas Métricas Finas)				
	2015	2016*	2017*	2018*
Antamina	412	438	450	450
Southern	298	296	300	366
Cerro Verde	208	534	575	575
Antapaccay	203	206	210	210
Toromocho	182	171	192	200
Constancia	106	127	130	130
Las Bambas	7	262	462	500
Resto de empresas	212	211	223	229
TOTAL	1 628	2 245	2 542	2 660

* Proyección.

La **producción de oro** del primer trimestre aumentó 7,3 por ciento con respecto a 2015, sustentada principalmente por los proyectos de Inmaculada y Anama, así como la producción informal. Se espera que en el año la producción de este metal descienda 2,8 por ciento, pues la entrada en operaciones de los nuevos proyectos de Shahuindo, Invicta y Tambomayo no compensará la menor producción de Yanacocha y Barrick, que obedece al agotamiento natural de los yacimientos. Este escenario se mantendría en 2017 y se revertiría hacia 2018, con la mayor producción de los nuevos proyectos auríferos mencionados.

Cuadro 18				
PRODUCCIÓN DE ORO				
(Miles de Onzas Finas)				
	2015	2016*	2017*	2018*
Yanacocha	919	672	400	400
Barrick Misquichilca	614	425	309	220
Madre de Dios ^{1/}	391	463	363	363
Buenaventura	218	204	208	208
Inmaculada	59	145	147	147
Anama	74	88	89	89
Shahuindo	0	50	85	85
Invicta	0	25	101	118
Tambomayo	0	4	72	119
Resto de empresas	2 388	2 458	2 383	2 421
TOTAL	4 663	4 533	4 156	4 168

* Proyección
1/ Corresponde a la producción informal de oro que el Ministerio de Energía y Minas estima para esta región.





La **producción de zinc** se contrajo 7,0 por ciento durante el primer trimestre de 2016 por la menor producción de Los Quenuales, asociada al cierre de la unidad minera Iscaycruz. La proyección de crecimiento del año se reajusta a la baja por menor producción esperada de Antamina, cuyo rendimiento es inferior al de 2015 debido a que dicho año concentró sus operaciones en zonas con mayores leyes de zinc.

Cuadro 19 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)				
	2015	2016*	2017*	2018*
Cobre	25,8	37,9	13,2	4,7
Oro	3,5	-2,8	-8,3	0,3
Zinc	8,1	-6,5	5,3	0,1

* Proyección.

- d) Por su parte, la producción del **subsector hidrocarburos** cayó 18,5 por ciento en el primer trimestre de 2016. Ello se debe a la ruptura del Oleoducto Norperuano ocurrida en febrero, que viene impidiendo la explotación del lote petrolero 192, a cargo de Pacific Stratus. Este evento conlleva a la revisión de la proyección de crecimiento del sector en el año, la cual se reduce de 1,0 a -4,1 por ciento. La menor producción de este año genera un efecto base por el que el crecimiento del sector en 2017 aumenta de 4,6 a 8,5 por ciento. La producción del sector se estabilizaría en 2018.
- e) Finalmente, la proyección del crecimiento de la **producción manufacturera** de 2016 se revisa a la baja, de -1,5 a -1,8 por ciento, por un menor desempeño de la manufactura primaria. Los rubros que más se revisan a la baja son conservas y productos congelados y harina y aceite de pescado. Ello estaría en línea con la caída del sector pesca proyectada para este año.

PBI gasto

Las exportaciones y el gasto público fueron las principales fuentes de aceleración de la actividad económica en el primer trimestre del año, reflejando el crecimiento de los sectores primarios y la mejor gestión en el gasto de capital por parte de los gobiernos sub nacionales, luego de siete trimestres de caída. La demanda interna, sin embargo, registró una expansión de 1,9 por ciento en el primer trimestre de 2016, tasa inferior a la observada en el primer trimestre del año 2015, principalmente por una evolución negativa del gasto privado.

En el presente Reporte de Inflación se mantiene en 4,0 por ciento la tasa de crecimiento del PBI proyectada para 2016. Comparado con lo previsto en el Reporte

de marzo, este resultado contempla un mayor dinamismo del consumo público y un mejor desempeño de la inversión pública dada la evolución del gasto de capital de los gobierno subnacionales en los primeros cinco meses del año y los avances de ejecución del Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara.

Asimismo, se mantiene la tasa de crecimiento de las exportaciones, aunque con una composición diferente. Así, por un lado se proyectan menores exportaciones no tradicionales por una menor demanda proveniente de los socios comerciales, en especial la región de América Latina. Por otro lado, se considera una mayor tasa de crecimiento para las exportaciones tradicionales sustentado en una mayor producción minera y en línea con los datos observados de volúmenes exportados de productos tradicionales a abril de 2016. Respecto a la inversión privada, este Reporte considera una variación negativa en línea con los datos ejecutados a abril, derivado de un ciclo de contracción de la inversión minera y de la aún débil recuperación del sector construcción.

Cuadro 20 DEMANDA INTERNA Y PBI (Variaciones porcentuales reales)								
	2015		2016*			2017*		2018*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar. 16	RI Jun. 16	RI Mar. 16	RI Jun. 16	RI Jun. 16
I. Demanda interna	2,7	2,9	1,9	2,5	2,5	3,8	3,8	3,8
1. Gasto privado	3,4	2,7	-0,3	2,0	1,7	3,8	4,0	4,1
Consumo	3,4	3,4	3,6	3,5	3,5	3,8	3,8	4,0
Inversión privada fija	-3,9	-4,4	-4,7	0,0	-1,0	4,0	4,0	4,2
Variación de existencias**	2,9	1,6	1,3	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3
2. Gasto público	-1,4	4,2	15,3	4,9	6,3	3,6	3,0	2,4
Consumo	5,7	9,5	11,3	4,0	4,7	3,0	1,0	0,8
Inversión	-23,5	-7,5	32,4	7,4	10,3	5,0	7,9	6,0
II. Demanda Externa Neta								
1. Exportaciones	-1,7	3,5	7,8	6,4	6,4	6,7	6,4	4,9
2. Importaciones	1,6	2,2	-2,1	0,7	0,3	3,5	3,5	3,5
III. PBI	1,8	3,3	4,4	4,0	4,0	4,6	4,6	4,2

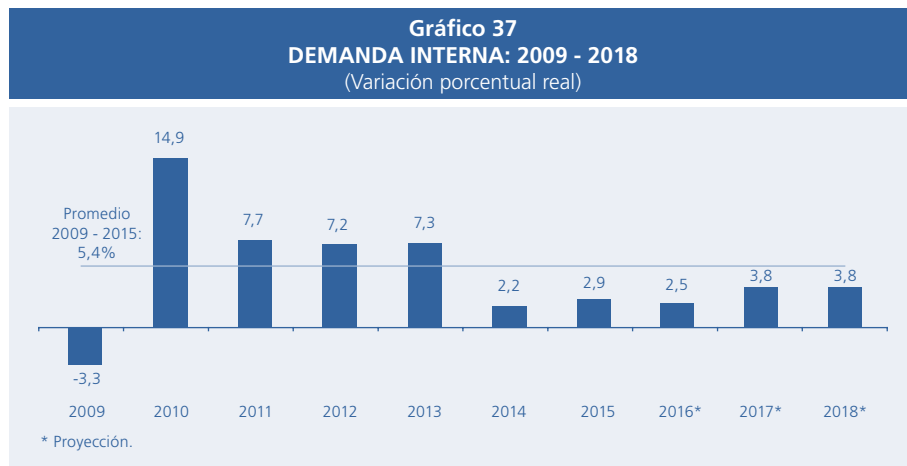
* Proyección.
** Porcentaje del PBI.
RI: Reporte de Inflación.

39. Para 2017 y 2018 se espera un crecimiento de la demanda interna de 3,8 por ciento. Ello considera que la inversión privada retomará gradualmente un mayor ritmo de crecimiento, sustentado en la ejecución de los principales proyectos entregados en concesión y donde además se considera los anuncios de proyectos futuros de inversión. Asimismo, se espera que la inversión pública será otro factor importante para el mayor dinamismo previsto de la demanda interna, debido a la ejecución de proyectos de infraestructura. Por el lado de las exportaciones, se espera un crecimiento de 6,4 por ciento en 2017 y de 4,9 por ciento en 2018 impulsado

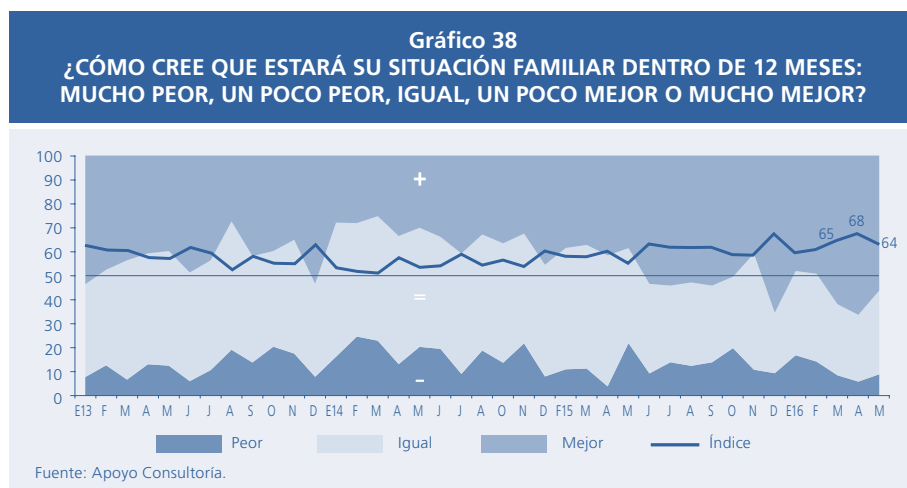




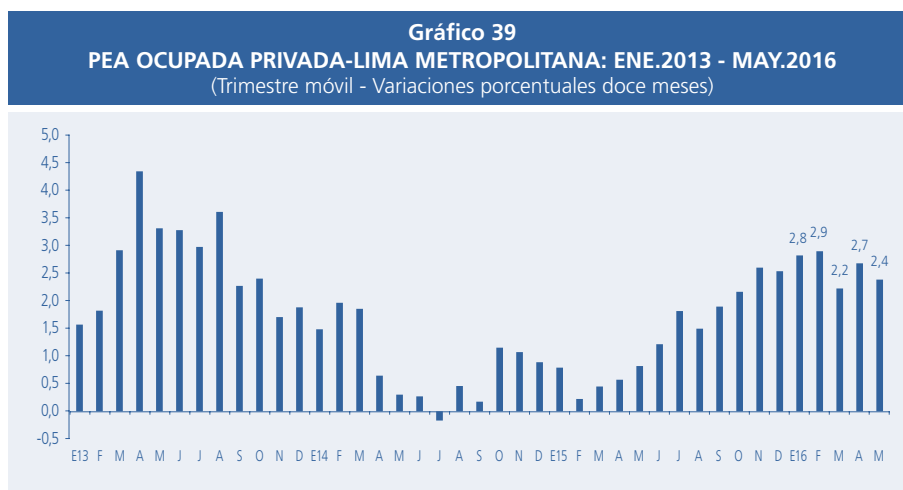
por una mayor producción minera y una recuperación de las exportaciones no tradicionales, considerando una recuperación de la demanda mundial. Por su parte, las importaciones crecerían durante 2017 y 2018 a una tasa consistente con el desempeño esperado de la demanda interna y la recuperación de la inversión privada. Con ello se espera un crecimiento del PBI de 4,6 por ciento para 2017 y 4,2 por ciento para 2018.



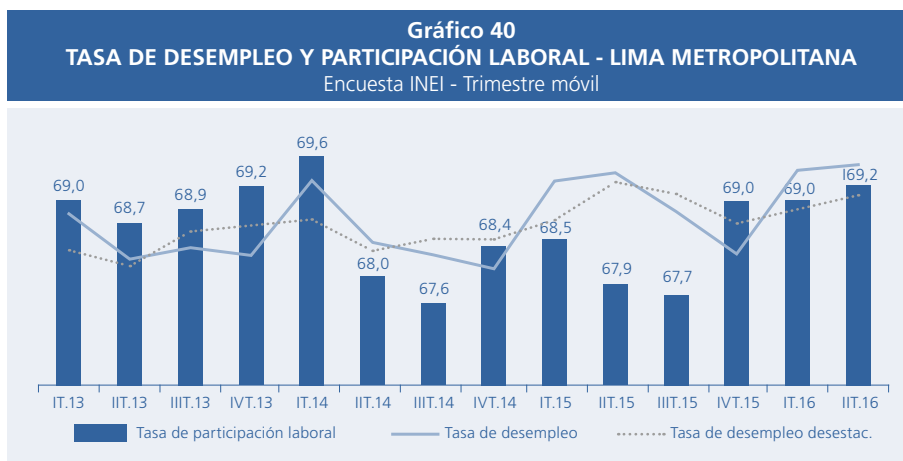
40. Los indicadores de consumo muestran resultados consistentes con el crecimiento relativamente estable de los últimos trimestres. A continuación se presentan algunos indicadores que reflejan la evolución reciente del consumo privado:
- a) El Índice de Confianza del Consumidor muestra una tendencia al alza entre enero y mayo de 2016, ubicándose en mayo en 64 puntos, nivel superior a lo mostrado en mayo de 2015 (55 puntos).



- b) La Población Económicamente Activa (PEA) ocupada privada muestra una evolución positiva registrando un crecimiento de 2,4 por ciento en mayo de 2016, tasa mayor a la registrada en mayo del año previo (0,8 por ciento).



- c) La tasa de desempleo aumentó en el primer trimestre de 2016 respecto al mismo período del año pasado, correspondiéndose con un aumento de la tasa de participación. El aumento de la participación laboral indica que más personas entraron a buscar trabajo pero no fueron absorbidas en su totalidad en la PEA Ocupada, lo que produjo un aumento del desempleo.

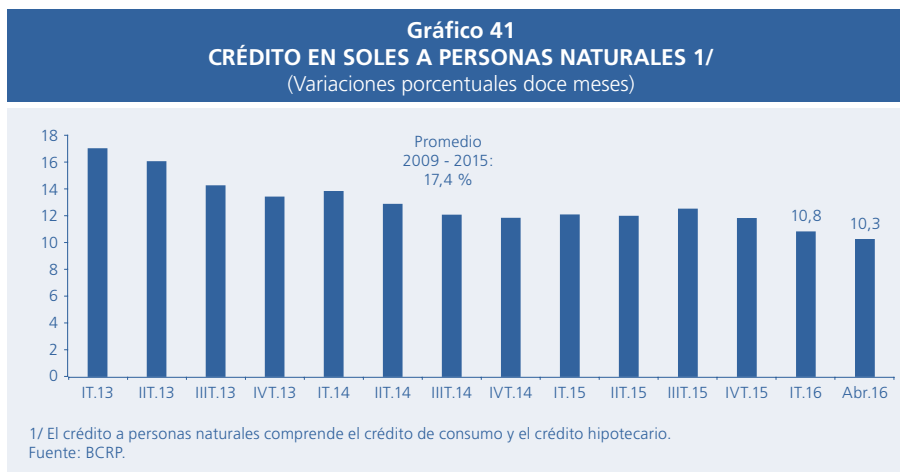


- d) El crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, continúa creciendo a un ritmo moderado. Así, la tasa de crecimiento





pasó de 12,5 por ciento en abril de 2015 a 10,3 por ciento en abril de 2016.



- e) La encuesta Bus Express de IPSOS realizada en la tercera semana de mayo de 2016, muestra que el endeudamiento de los hogares disminuyó de 2,4 veces en enero de este año a 2,1 veces en mayo. Asimismo, el servicio de deuda se redujo de 37 por ciento del ingreso mensual en enero a 34 por ciento en mayo.

Cuadro 21
PORCENTAJE DEL INGRESO DE LAS FAMILIAS DESTINADO AL PAGO DE DEUDAS

	Total %	NSE				
		A %	B %	C %	D %	E %
Ago.12	39	36	40	38	40	49 *
Nov.12	35	35	36	35	35	33
Mar.13	31	41	32	35	31	23
Jun.13	40	38	38	38	38	59 *
Set.13	30	31	32	31	30	22
Nov.13	33	36	37	33	33	27 *
Abr.14	33	34	36	33	26	36
Jul.14	31	39	34	28	29	32
Mar.15	40	38	39	43	35	39 *
Ago.15	35	29 *	37	38	29	31
Oct.15	36	37	38	38	35	33
Ene.16	37	41	39	38	34	31
May.16	34	35 *	35	35	34	27

* Muestras menores a 30 personas no aplican para el análisis por estrato.

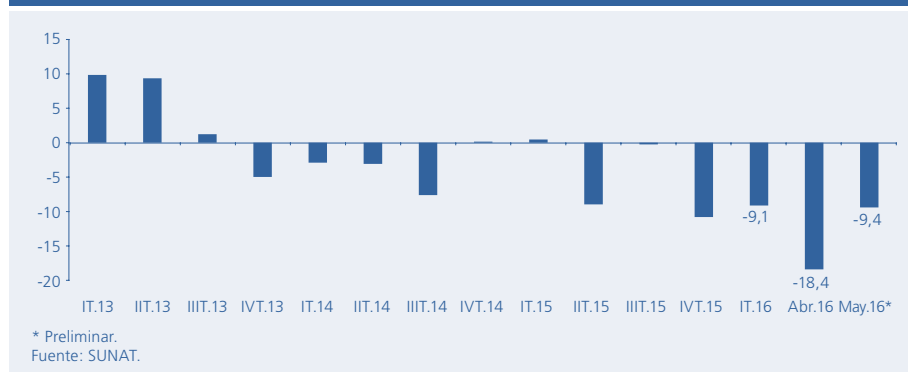
Cuadro 22
NÚMERO DE VECES QUE SU DEUDA EQUIVALE A SU INGRESO

	Total Veces	NSE				
		A	B	C	D	E
Ago.12	2,4	3,6	2,1	2,1	2,7	3,2*
Nov.12	2,4	2,9	2,4	2,3	2,4	2,7
Mar.13	2,3	3,7	1,9	2,2	2,2	3,1
Jun.13	2,6	3,2	2,8	2,7	2,5	2,7*
Set.13	2,3	3,4	2,9	2,0	2,0	2,3
Nov.13	2,3	3,1	2,2	2,3	2,1	2,4*
Abr.14	2,2	3,4	2,7	2,2	1,9	1,8
Jul.14	2,3	3,7	2,5	2,2	2,0	2,0
Mar.15	2,3	3,5	2,1	2,3	2,2	1,8*
Ago.15	2,0	1,8*	1,9	2,0	1,9	2,8
Oct.15	1,9	2,4	2,4	1,9	1,8	1,5
Ene.16	2,4	2,7	2,4	2,5	2,2	2,6
May.16	2,1	2,4	2,0	2,2	2,1	1,6

* Muestras menores a 30 personas no aplican para el análisis por estrato.

- f) Finalmente, el volumen de importaciones de bienes de consumo duradero acumuló una disminución de 11,1 por ciento entre enero y mayo del año, caída mayor respecto a la observada en los primeros cinco meses del año pasado (6,0 por ciento).

Gráfico 42
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE CONSUMO DURADERO
(Variaciones porcentuales doce meses)



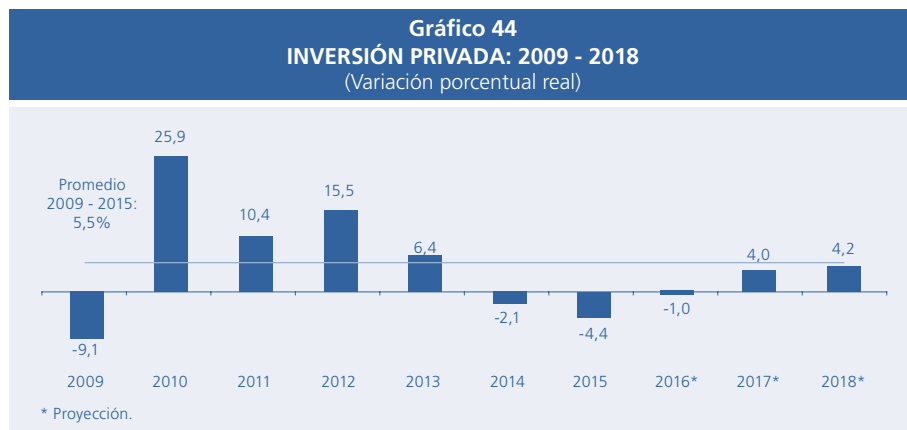
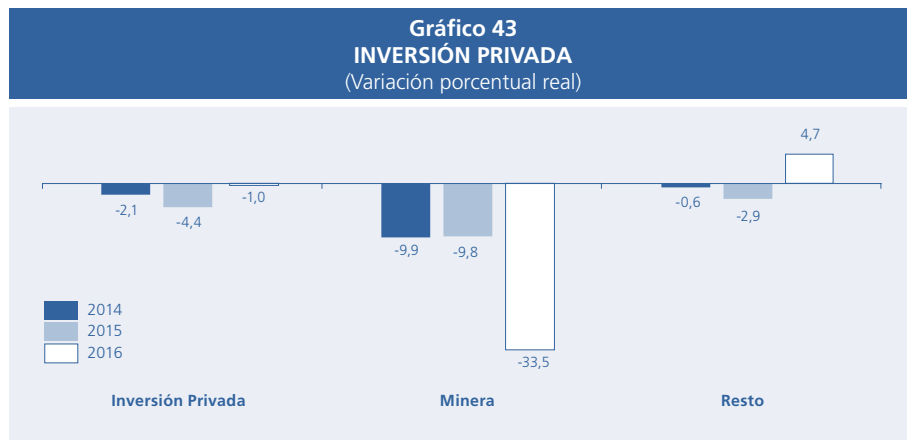
41. Considerando estos indicadores se estima un crecimiento del **consumo privado** de 3,5 por ciento para 2016. Para los años siguientes se espera un aumento gradual

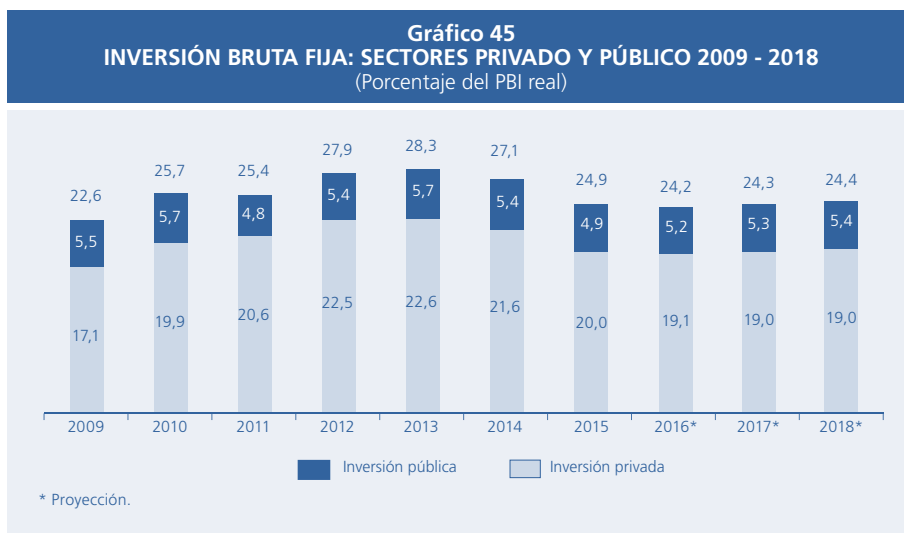




de la tasa de crecimiento, en línea con la evolución prevista del ingreso. Cabe indicar que el comportamiento del consumo privado en los últimos años sugiere un menor dinamismo del consumo de bienes de consumo duraderos y un aumento del consumo vinculado a servicios, incluyendo telecomunicaciones. Este comportamiento continuaría observándose en los próximos años.

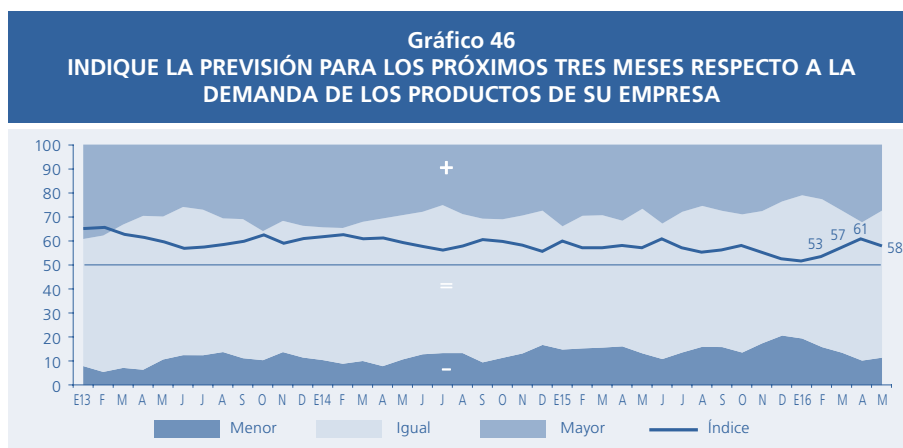
42. La **inversión privada** disminuiría moderadamente en 2016 en un contexto de un ciclo contractivo mundial de inversión minera por menores precios de las materias primas, atenuado por mayores inversiones en proyectos de infraestructura. Para el periodo 2017-2018 se espera que la inversión se recupere a tasas de 4,0 y 4,2 por ciento, respectivamente con el impulso de proyectos de infraestructura.

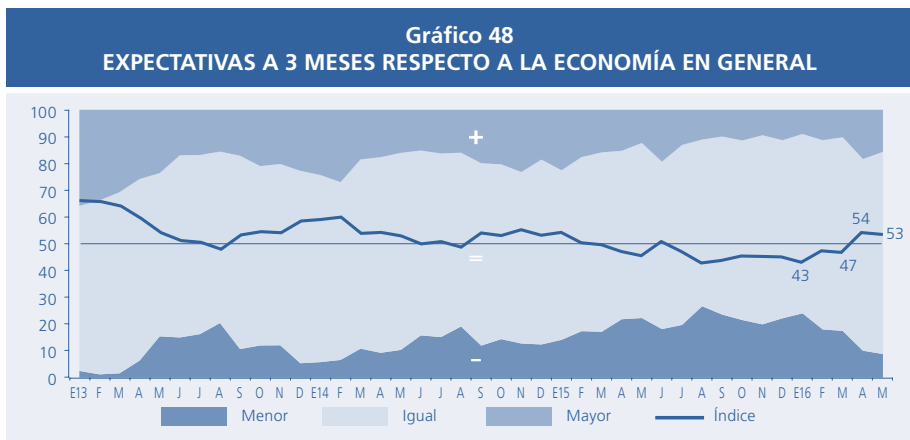
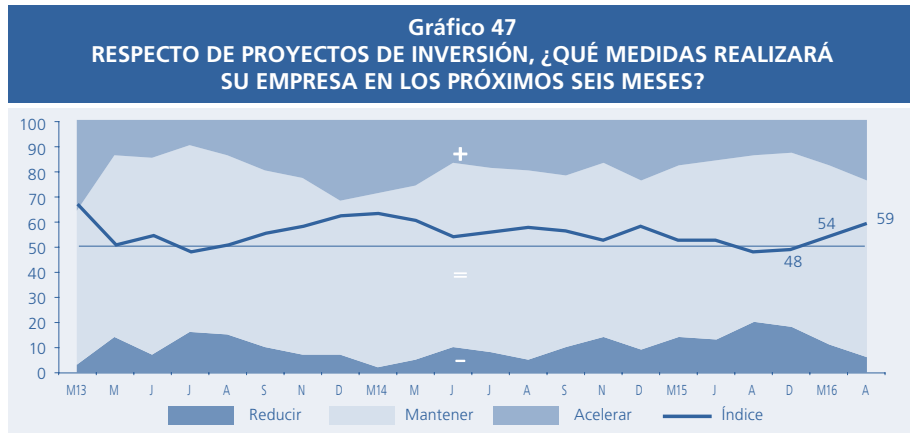




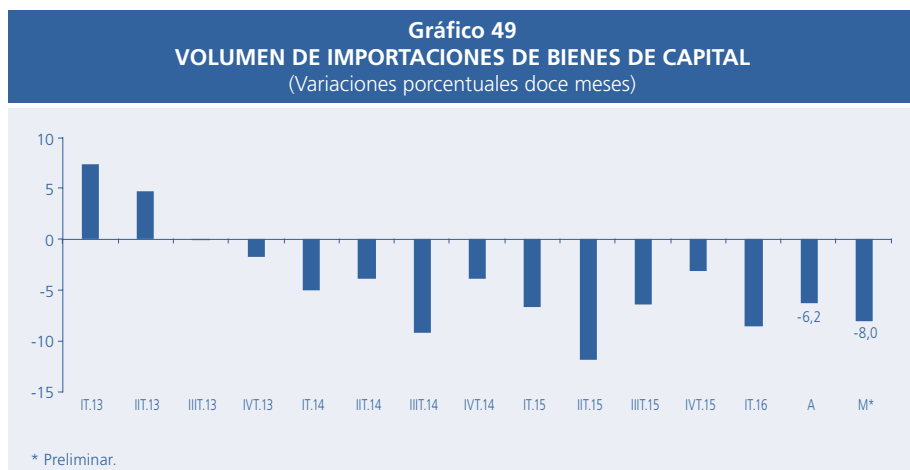
43. A continuación se presentan algunos indicadores que muestran la evolución actual de la inversión privada:

- a) Las expectativas de demanda a tres meses de las empresas se mantienen en el tramo optimista y alcanzan 58 puntos en mayo. Asimismo, las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses fue de 53 puntos en mayo, nivel mayor al registrado a finales del año 2015. Por otro lado, el indicador de expectativas de inversión a 6 meses mostró una recuperación registrando un nivel de 59 puntos en abril, el cual fue mayor al de diciembre de 2015 (48 puntos).





- b) El volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión, disminuyó 6,2 por ciento en abril de 2016 y acumuló una caída de 7,9 por ciento entre enero y abril de 2016.



- c) La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI revela ajustes al alza para el año 2016. Así, en el caso del sistema financiero se registra una revisión de 3,3 a 3,5 por ciento entre marzo y junio de 2016 y para los analistas económicos de 3,2 a 3,7 por ciento. Por su parte, los representantes de empresas no financieras esperan que la tasa de crecimiento del PBI se mantenga igual a la tasa esperada en marzo de 2016. Para 2017 y 2018 los agentes económicos esperan un mayor crecimiento del PBI.

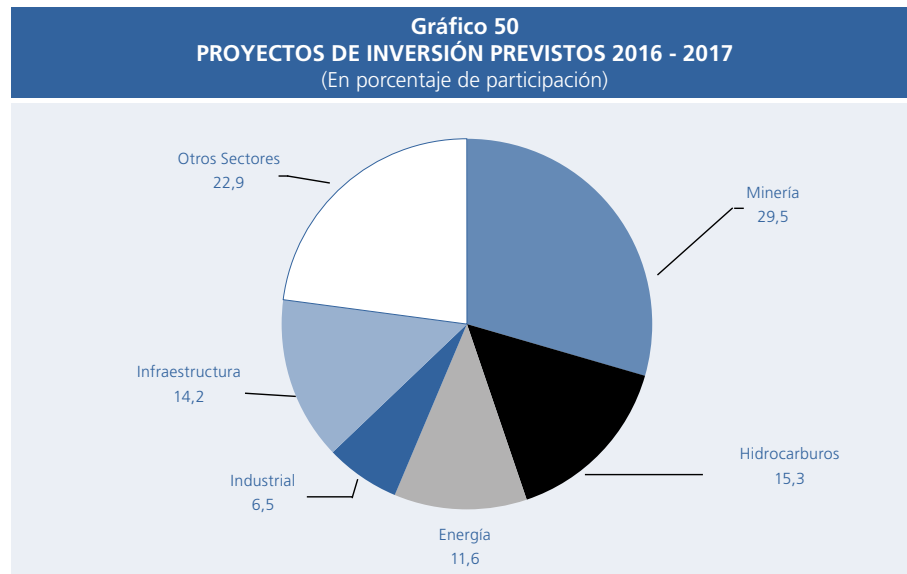
Cuadro 23 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS CRECIMIENTO DEL PBI (Variaciones porcentuales)			
	RI Dic.15	RI Mar.16	RI Jun.16
Sistema Financiero			
2016	3,5	3,3	3,5
2017	4,0	4,0	4,0
2018		4,0	4,4
Analistas Económicos			
2016	3,2	3,2	3,7
2017	4,0	4,0	4,2
2018		4,2	4,2
Empresas No Financieras			
2016	3,5	3,5	3,5
2017	4,0	4,0	4,0
2018		4,5	4,5

44. Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2016 – 2018 alcanzan US\$ 33,8 mil millones, distribuidos en una muestra de 229 proyectos. Los sectores que atraerían mayor inversión privada son minería, hidrocarburos, infraestructura y energía. Cabe indicar que la inversión en proyectos de inversión minera para los próximos tres años representa valores menores a los observados en años previos. Por ejemplo, las inversiones en el sector minero alcanzaron US\$ 9,9 mil millones en 2013 y US\$ 8,9 mil millones en 2014. Para los próximos años, el mayor número de proyectos anunciados se registra en otros sectores como telecomunicaciones, servicios, hoteles, y comercio, entre otros.

Cuadro 24 ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2016-2018 (Millones de US\$)		
	Total Inversión	Número de proyectos
Minería	9 982	34
Hidrocarburos	5 168	18
Energía	3 920	34
Industria	2 200	12
Infraestructura	4 821	24
Otros Sectores	7 742	107
TOTAL	33 833	229

Fuente: Informes en diarios y medios especializados.





En el primer trimestre de 2016, las inversiones en el sector minero, según información del Ministerio de Energía y Minas, ascendieron a US\$ 1 014 millones, lo que representa una reducción de 44,1 por ciento con respecto a similar período del año previo. La caída se explica principalmente por la culminación de los proyectos ampliación de Cerro Verde y Las Bambas, que entraron a fase operativa.

En hidrocarburos, Transportadora de Gas del Perú (TGP) invirtió US\$ 25 millones en el primer trimestre y continuó con las obras para aumentar la capacidad del sistema de transporte de gas. El proyecto Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur Peruano invirtió entre abril de 2015 y abril de 2016 US\$ 1 500 millones, con una inversión de US\$ 300 millones en los primeros cuatro meses de 2016. El avance de infraestructura es de 36 por ciento e incluye el despliegue y enterramiento de tubos. El consorcio ha decidido desacelerar la construcción a la espera del cierre financiero. El supuesto de proyección es de US\$ 2 150 millones de inversión privada en este proyecto para el período 2016-2018.

En infraestructura continúan los avances de las obras en la Línea 2 del Metro de Lima, que presenta un avance físico de 9 por ciento. Se ha concluido la construcción de algunos pozos de ventilación entre Ate y Santa Anita, como parte de la primera etapa de construcción. El supuesto de proyección es de US\$ 1 060 millones de inversión privada y US\$ 2 042 millones de inversión pública en este proyecto para el período 2016-2018. Otros proyectos de infraestructura en construcción son Vías Nuevas de Lima, el terminal portuario de Chancay y la carretera longitudinal de la Sierra Tramo 2 (Cajamarca-Trujillo).

En el sector energía, Luz del Sur ejecutó inversiones en el primer trimestre por US\$ 20 millones, en el mejoramiento y expansión del sistema eléctrico. Por otro lado, Edelnor invirtió US\$ 11 millones en redes de distribución y US\$ 12 millones en transmisión. Para este año terminaría la construcción y entrarían en operación las centrales hidroeléctricas de Cerro del Águila (Huancavelica) de Odebrecht y Chaglla (Huánuco) de Inkia Energy. En 2017 continuaría la construcción de proyectos como el Nodo Energético del Sur, Línea de Transmisión de 500 kV Mantaro–Marcona–Socabaya–Montalvo y Subestaciones Asociadas.

Cuadro 25
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2016 - 2018

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Southern Perú Cooper Corp. Aluminium Corp. Of China Ltd.(Chinalco) Shougang Corporation Jinzhao Mining AQM Copper Compañía de Minas Buenaventura	Ampliación de Mina Toquepala Mejoras y ampliación en el sistema productivo de Toromocho Ampliación de Mina Marcona Pampa del Pongo Zafranal Tambomayo
HIDROCARBUROS	Enagas; Odebrecht China National Petroleum Corporation; Repsol YPF S.A. Pluspetrol Perú Corp. Calidda Gas Natural del Perú Karooon Gas Natural	Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur Peruano Lote 57 - Kinteroni Exploración Lote 88 y 56 Masificación de Gas Exploración lote Z-38
ENERGÍA	Enersur Quimpac S.A. Inveravante Corsan- Corvian Odebrecht Generación Eléctrica Las Salinas Endesa	Nodo Energético del Sur Central Hidroeléctrica Cerro del Águila Centrales Hidroeléctricas Acco Pucará Central Hidroeléctrica Molloco Central Hidroeléctrica Belo Horizonte Parque Eólico Samaca Central Hidroeléctrica Curibamba
INDUSTRIA	Corporación Lindley Repsol YPF Técnicas Reunidas SAB Miller Medrock Precor Grupo Romero	Almacenes, Centros de Distribución y Mejoras en Infraestructura Ampliación de Planta La Pampilla Modernización Refinería de Talara Plan de Inversión 2016 Planta de Producción de Medicamentos en Lima Mega Planta en Chilca Almacenes y frigoríficos
INFRAESTRUCTURA	Consorcio Nuevo Metro de Lima Odebrecht Consorcio Consierra II APM Terminals Lima Airport Partners Covisol Kuntur Wasi Graña y Montero	Línea 2 del Metro de Lima Vías Nuevas de Lima Longitudinal de la Sierra tramo 2 Modernización del Muelle Norte Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez Autopista Del Sol Trujillo - Sullana Aeropuerto Internacional Chinchero Vía Expresa Sur
OTROS SECTORES	Grupo Telefónica Entel América Móvil Grupo Salinas Grupo Romero Grupo Falabella Besalco S.A. Graña y Montero Vivienda (GMV) Grupo Interbank	Infraestructura e Implementación Del Servicio 4G Desarrollo de Servicios y redes 4G Implementación y expansión de redes 4G Red Dorsal de Fibra Óptica Almacenes para Concentrados Mineros Expansión y Nuevos Centros Comerciales Proyecto Inmobiliario Proyectos de Vivienda Expansión y Nuevos Centros Comerciales

Fuente: Anuncios de empresas.





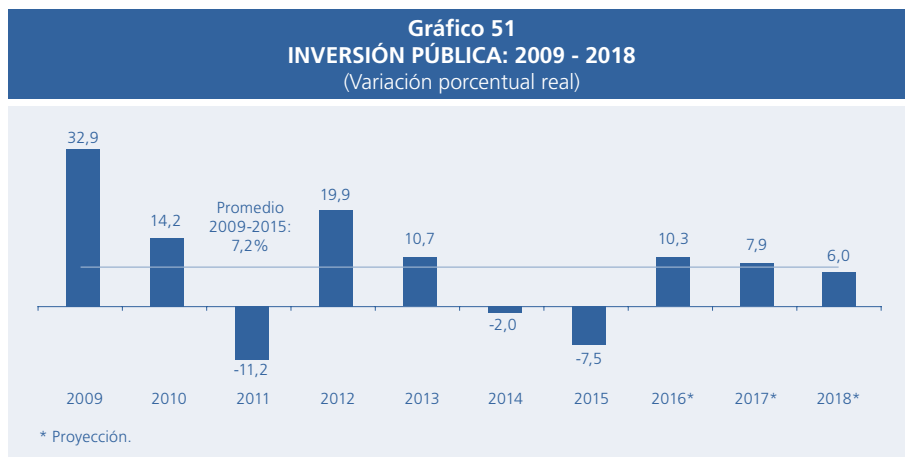
La inversión estimada en proyectos adjudicados en concesión entre 2015 y 2016 alcanzaría US\$ 2,2 mil millones. El jueves 26 de mayo Proinversión adjudicó los proyectos de telecomunicaciones de Banda Ancha 698–806 MHz, espectro que se utilizará para brindar el servicio de internet móvil 4G. Las empresas adjudicatarias fueron América Móvil (Claro), Telefónica y Entel, que ofrecieron un pago al Estado por US\$ 911 millones. Según Proinversión, la inversión requerida para ejecutar estos proyectos se estima en US\$ 1,7 mil millones.

Cuadro 26
PROYECTOS DE INVERSIÓN : CONCESIONES EN 2015 - 2016
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
A. Adjudicados	2 217
Banda 698-806 MHz	1 680
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de las Regiones Tumbes, Piura, Cajamarca y Cusco	250
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
Primera Etapa de la Subestación Carapongo y enlaces de Conexión a Líneas Asociadas	43
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
Línea de Transmisión 220 kV Montalvo - Los Héroes y Subestaciones Asociadas	20
Vigilancia Electrónica personal (Grilletes electrónicos)	9
B. Por Adjudicar	2 086
Obras de Cabecera y Conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima	600
Longitudinal de la sierra tramo 4: Huancayo-Izcuchaca-Mayoccc-Ayacucho y Ayacucho-Andahuaylas-Puente Sahuinto/Dv. Pisco-Huaytará-Ayacucho	446
Masificación de Uso de Gas Natural - Distribución de Gas Natural por Red de Ductos en las Regiones de Apurímac, Ayacucho, Huancavelica, Junín y Cusco, Puno y Ucayali	300
Sistema de Abastecimiento de GLP para Lima y Callao	250
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	220
Central Térmica de Quillabamba	180
Hidrovia Amazónica	70
Línea de Transmisión Aguaytia-Pucallpa 138 kV (segundo circuito)	20

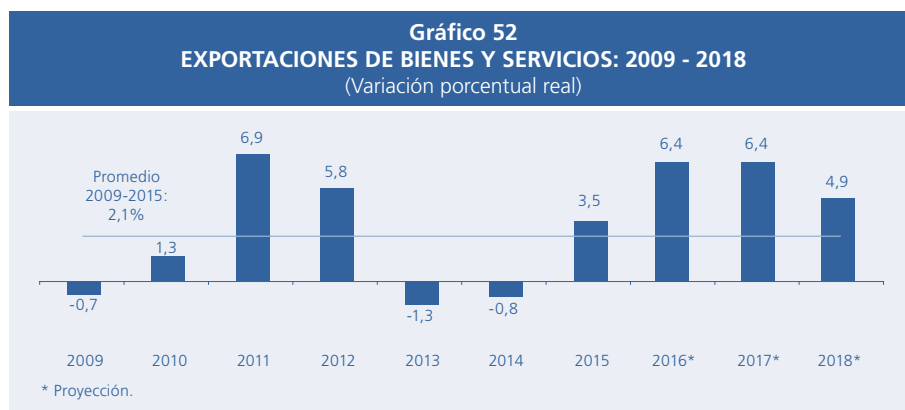
Fuente: Proinversión.

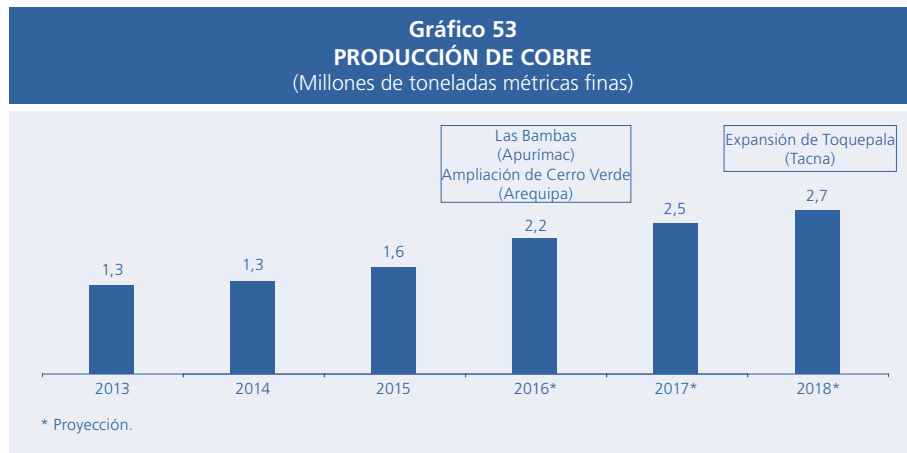
45. Para 2016 se espera que la inversión pública crezca 10,3 por ciento, mayor a lo estimado en el Reporte previo (7,4 por ciento). Durante los primeros cinco meses del año la inversión pública ha tenido un mayor dinamismo por una recuperación de los gobiernos subnacionales. Asimismo se espera que en los próximos meses la ejecución del gasto de inversión continúe con una tendencia creciente debido al avance del proyecto de la Refinería de Talara y debido a la reorientación de recursos del presupuesto hacia proyectos de inversión pública en ejecución, principalmente a cargo de los gobiernos regionales y locales. Para 2017 y 2018 se contempla un escenario en donde el ritmo de gasto de las unidades ejecutoras se modera respecto a lo previsto en 2016, por lo cual se proyecta una tasa de crecimiento de la inversión pública de 7,9 por ciento en 2017 y 6,0 por ciento en 2018.



46. La proyección de crecimiento de las **exportaciones reales** de bienes y servicios para 2016 se mantiene en 6,4 por ciento, considerando mayores exportaciones tradicionales, principalmente mineras, compensadas con menores exportaciones no tradicionales, principalmente por menores ventas al exterior de productos pesqueros por problemas de oferta, y textiles como consecuencia de la menor demanda proyectada de nuestros socios comerciales, principalmente de América Latina.

Para 2017 se estima una tasa de crecimiento de 6,4 por ciento para las exportaciones considerando mayores exportaciones mineras debido a que proyectos como Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde se acercarán a sus niveles máximos de producción. Adicionalmente, la normalización de las condiciones climáticas también impulsará la pesca de anchoveta y la producción agrícola. Para 2018, se estima una normalización del ritmo de crecimiento de las exportaciones tradicionales y una mayor expansión de las exportaciones no tradicionales considerando un mayor crecimiento mundial.





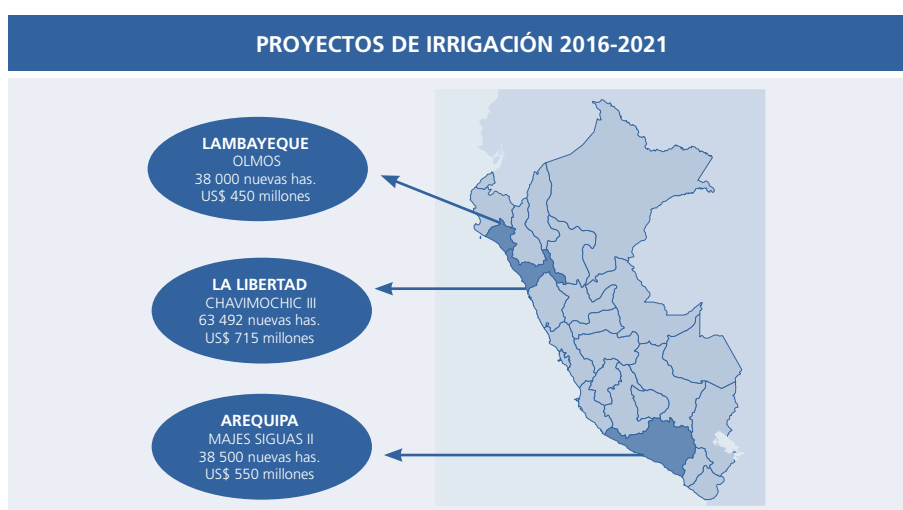
47. En este Reporte, se prevé un menor crecimiento para las importaciones, lo que estaría asociado tanto a un crecimiento moderado de la demanda interna, en particular del componente de inversión. Así, el presente Reporte de Inflación considera una tasa de crecimiento de 0,3 por ciento para las **importaciones de bienes y servicios** para 2016. Para 2017 y 2018 se espera una recuperación gradual de las importaciones en línea con la recuperación estimada del PBI.



Recuadro 1
PBI POTENCIAL: PROYECTOS DE IRRIGACIÓN

Con el fin de impulsar en el Perú el desarrollo agrícola sostenible¹ y la competitividad del sector, durante el siglo pasado se diseñaron grandes proyectos de irrigación². Estos consistieron en derivar las aguas de los ríos para atender extensas zonas eriazas de la costa. Muchos de estos proyectos sufrieron grandes demoras en su ejecución, pues solían depender exclusivamente del bajo presupuesto público que se les asignaba³. Sumado a ello, su construcción implicaba altos costos de inversión, pues eran proyectos hidroenergéticos que, además de la irrigación, implicaban la construcción de centrales hidroeléctricas. Se trataba entonces de proyectos de desarrollo regional de gran escala⁴.

En cuanto a los resultados obtenidos, muchos de ellos fueron auspiciosos. Por ejemplo, Chavimochic, que ya cuenta con las etapas I y II en operación, en 2015 alcanzó a exportar cerca de US\$ 600 millones, logrando emplear directamente a más de 55 mil personas. Para continuar con esta experiencia positiva, y para que el financiamiento no siga siendo una traba, se optó por concesionar los tres principales proyectos de irrigación que se tenían en cartera: Olmos, Chavimochic III y Majes Siguas II, cuyas producciones empezarían en 2016, 2019 y 2021, respectivamente. Estos tres proyectos expandirían la frontera agrícola en cerca de 140 mil hectáreas y mejorarían aproximadamente 53 500 hectáreas.



Según cálculos de ProInversión, las hectáreas que actualmente se dedican a la agroexportación se duplicarían gracias a los grandes proyectos de irrigación que existen⁵, los que aumentarían las agroexportaciones en US\$ 3 190 millones al año.

1 De acuerdo al Banco Mundial, los proyectos de irrigación son esenciales para el manejo sostenible de recursos hídricos y contribuyen a la adaptación al cambio climático, al cual Perú es uno de los países más vulnerables. Banco Mundial (2015) "Perú Portfolio and Climate Change". Consultado el 1 de junio de 2016: <<http://www.bankinformationcenter.org/wp-content/uploads/2015/08/Peru-Climate-Change-full.pdf>>

2 Tealdo Alberti, A. (1995) "Proyectos de irrigación en el Perú: Situación, Análisis y Políticas". Lima: Centro de Estudios para el Desarrollo y la Participación.

3 Según cálculos de Tealdo, si las asignaciones presupuestales se mantenían constantes en el tiempo, los proyectos de irrigación existentes en aquel entonces se concluirían en periodos que oscilan entre los 6 y los 100 años. (1995, p.21)

4 El proyecto Olmos incluso contempla la creación de la ciudad Charles Sutton, para abastecer de mano de obra al proyecto, y del Parque Agroindustrial de Olmos, para el procesamiento de los productos.

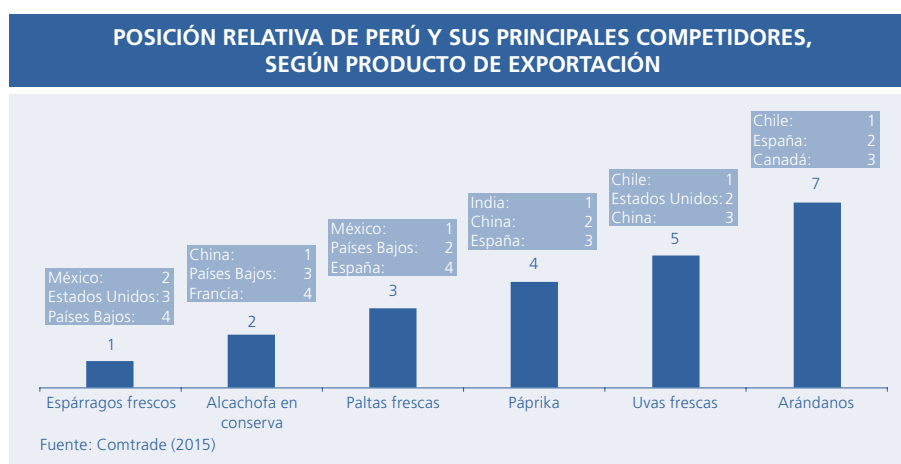
5 ProInversión (2015) "¿Por qué invertir en el Perú?" [Presentación], marzo 2015. Consultada el 30 de marzo de 2016: <http://www.proinversion.gob.pe/RepositorioAPS/0/0/JER/PRESENTACIONES_GENERAL/PPT_Por que invertir en Peru_marzo2015.pdf>





NOMBRE DEL PROYECTO	ÁREAS MEJORADAS (Has.)	ÁREAS NUEVAS (Has.)	TOTAL SUPERFICIE BENEFICIADA (Has.)	AÑO ESTIMADO DE PRIMERAS COSECHAS	PRINCIPALES CULTIVOS	AUMENTO DE EXPORTACIONES AGROINDUSTRIALES (Millones US\$ al año)
CHAVIMOCHIC III	48 000	63 492	111 492	2019	Caña de azúcar, palto, espárrago blanco, espárrago verde, remolacha, cítricos, vid, sorgo, maracuyá, maíz.	1 200
MAJES SIGUAS II	-	38 500	38 500	2021	Vid, alcachofa, páprika, palto, ají, kiwicha, ajo, arveja, cebolla, tomate, cochinilla, melón.	1 390
OLMOS	5 500	38 000	43 500	2016	Caña de azúcar, palta, quinua, uva, pimientos, páprika, maíz forrajero, espárragos, cebolla, algodón.	600

La mayor producción agrícola obtenida estaría orientada principalmente al mercado externo⁶. Se debe tener en cuenta que en la actualidad el Perú ya es un importante exportador de palta, espárrago, uva, arándanos, alcachofa y páprika, productos que se obtendrían en las nuevas tierras irrigadas. Sin embargo, se espera que la mayor capacidad productiva del país y su mayor eficiencia le permitan consolidar o mejorar su posición relativa en el mercado internacional.



Por otro lado, a pesar que se ha avanzado en la concesión de grandes proyectos de irrigación, nuevos factores dificultan y dilatan su ejecución. En primer lugar se tiene el caso de Chavimochic III, que ha tenido que enfrentar invasiones en sus terrenos y negociar la compra de predios privados que interfieren con el paso de los canales de irrigación. Asimismo, Majes II⁷ aún no concluye las negociaciones para la compra de terrenos en el área del proyecto. Por su parte, los productores de Olmos enfrentan problemas operativos, pues aún no existe una vía asfaltada que los conecte con el puerto de Paita. Así, los productos son transportados por una trocha de 35 kilómetros, lo que ocasiona mermas de hasta 30 por ciento en cultivos frágiles como uva y arándanos.

Finalmente, es importante mencionar la existencia de nuevos proyectos de irrigación que comenzarían a producir luego de 2021. Entre ellos se encuentra el megaproyecto Pampas Verdes, que incorporaría 218 015 hectáreas nuevas de Ica y Arequipa, gracias a la derivación de las aguas de los ríos ayacuchanos de Caracha y Urabamba. Asimismo, los proyectos de Alto Piura y Chira, localizados en Piura, también incorporarían nuevas áreas a la frontera agrícola, con lo cual el potencial agroexportador de Perú continuaría creciendo.

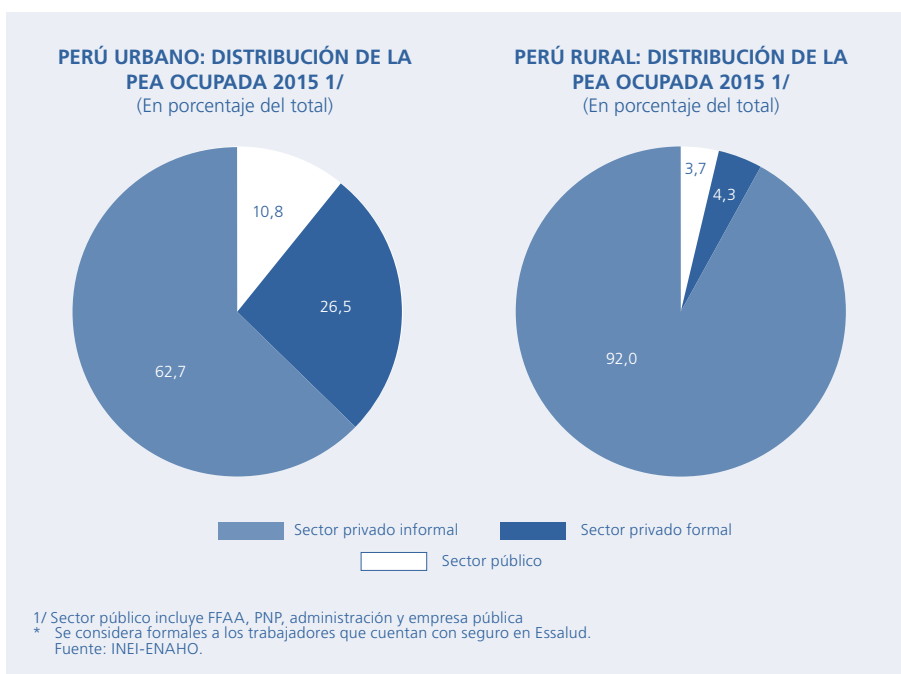
⁶ Sin embargo, en Olmos y Chavimochic III habría una importante producción de caña de azúcar para el mercado interno.

⁷ La disputa por el agua también es un factor presente que ocasionó retrasos en la concesión de Majes II, ya que la región Cusco reclamaba el agua del río Apurímac para irrigar las zonas agrícolas que se encuentran en la Provincia de Espinar.

**Recuadro 2
EMPLEO E INFORMALIDAD**

Empleo en el período 2004-2015

Al año 2015, la población ocupada urbana estaba compuesta de un 62,7 por ciento de trabajadores privados informales, 26,5 por ciento de ocupados privados formales y 10,8 por ciento de ocupados en el sector público (porcentaje constante en el período 2004–2015). En el ámbito rural la PEA ocupada es mayoritariamente privada informal (92,0 por ciento).

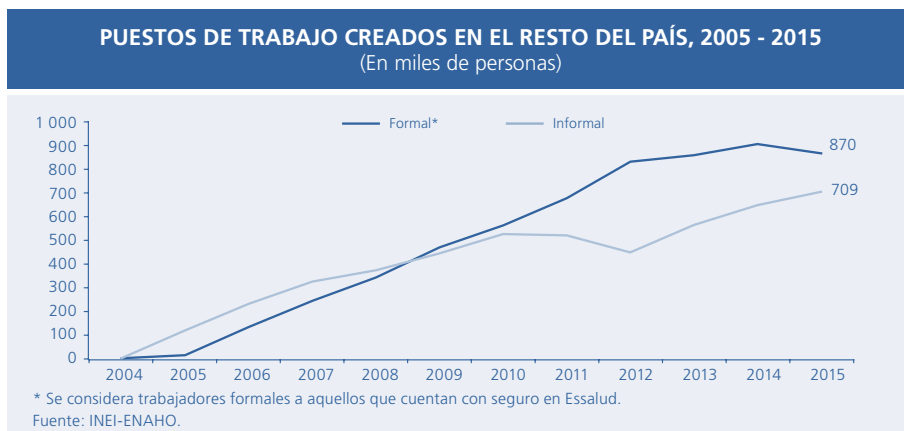
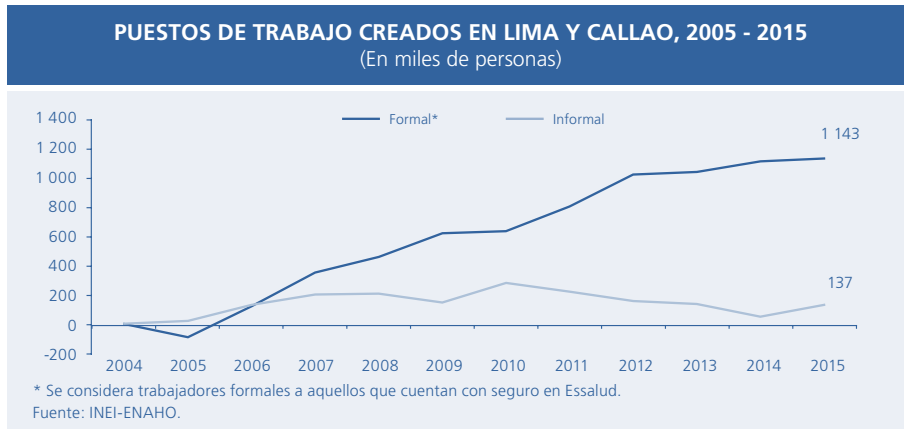


En el período 2004–2015, se crearon 2,8 millones de puestos de trabajo a nivel nacional, de los cuales 1,8 millones (62 por ciento) pertenece al sector servicios. Uno de los factores que explica la mayor contribución del sector servicios al crecimiento del empleo es la mayor y creciente participación de este sector en el PBI. Le siguen construcción, comercio y manufactura.

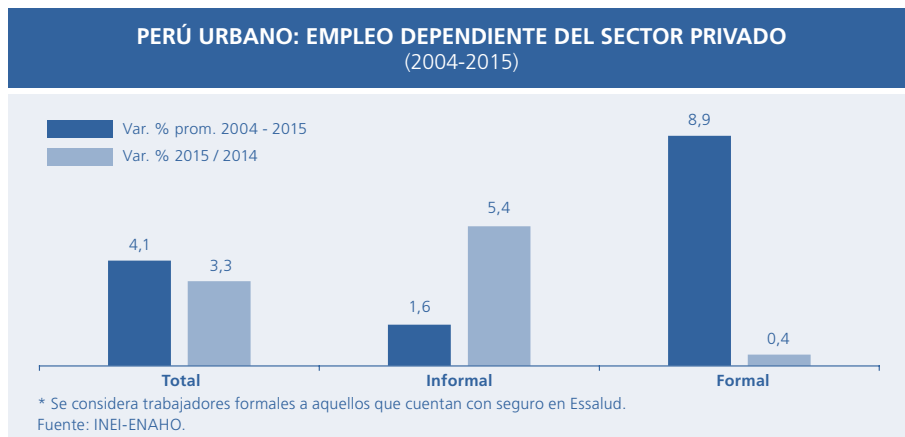
De los 2,8 millones de puestos creados a nivel nacional, 1,3 millones corresponden a Lima y Callao (45 por ciento) y 1,5 millones al resto del país (55 por ciento).

De los puestos creados en Lima y Callao, la mayor parte fueron formales (89 por ciento). En cambio, en el resto de regiones, de los puestos creados, solo 0,8 millones fueron formales (55 por ciento) y 0,7 millones informales (45 por ciento). Aun así, a nivel nacional se crearon más puestos de trabajo formal (2 millones) que informales (0,8 millones). De los empleos informales creados en el resto del país, el 7,1 por ciento corresponden al sector agropecuario y 92,9 al resto de sectores.

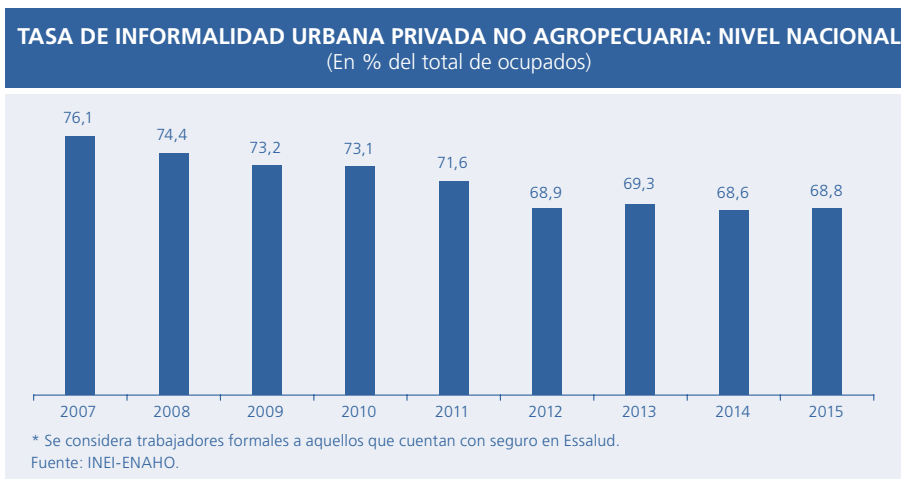




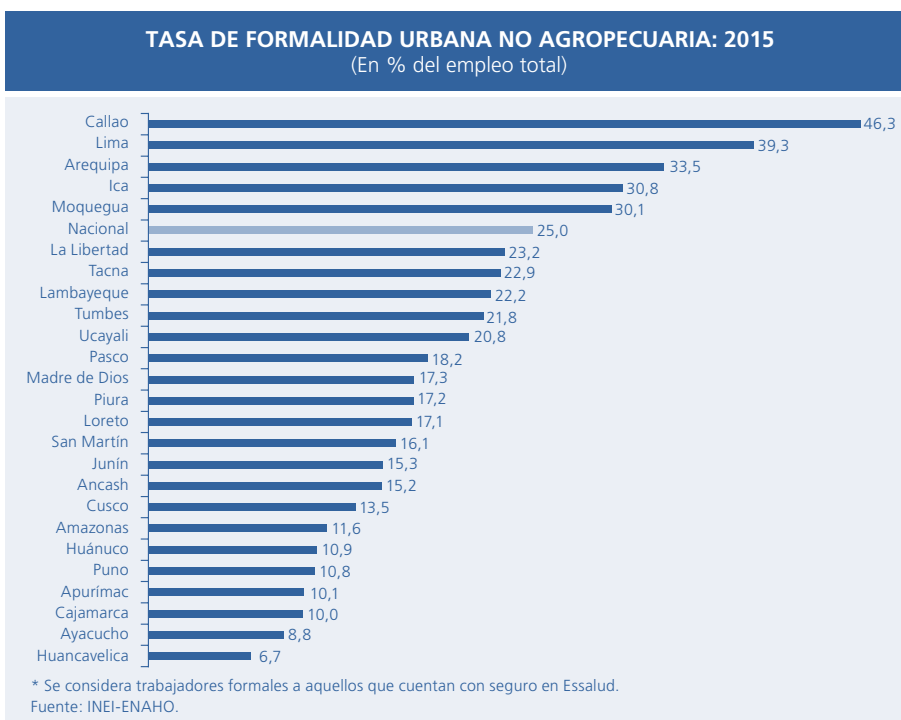
El empleo informal de trabajadores dependientes aumentó 5,4 por ciento en 2015, en contraste con el 1,6 por ciento anual registrado en promedio en el período 2004–2015. Por el contrario, el empleo formal dependiente registró en 2015 un aumento menor al histórico.



La tasa de informalidad urbana⁸ privada no agropecuaria a nivel nacional registró un leve incremento en 2015, al pasar de 68,6 por ciento en 2014 a 68,8 por ciento en 2015, luego de mostrar disminuciones importantes en años previos. Así en 2007 este segmento de informales representaba el 76,1 por ciento del total de ocupados.



Callao, Lima, Arequipa, Ica y Moquegua son los primeros del ranking de formalidad. En contraste, Huancavelica, Ayacucho, Cajamarca y Apurímac, son las regiones con mayor informalidad.



8 Según el INEI, se considera centro poblado urbano a los que tienen más de 100 viviendas contiguas (500 habitantes). Toda capital de distrito también se considera urbano.

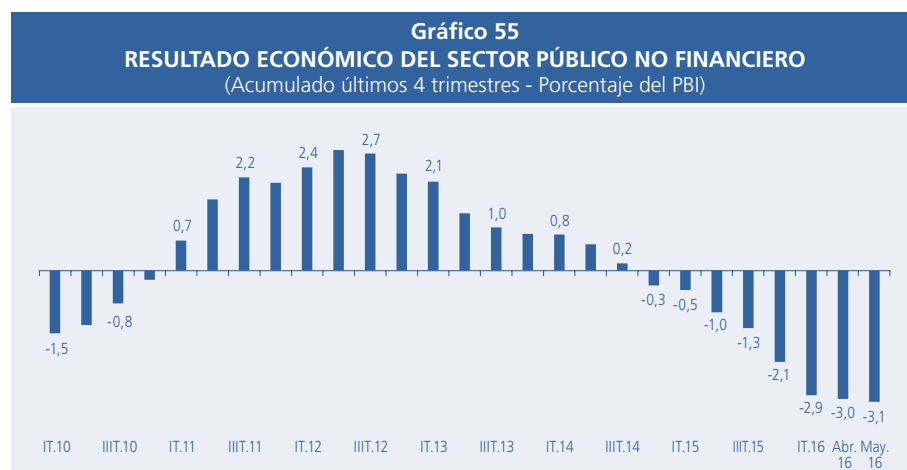




IV. Finanzas públicas

48. Las proyecciones de las cuentas del sector público han sido efectuadas considerando el marco actual de política tributaria y con un crecimiento promedio anual del gasto no financiero de 2,7 por ciento entre 2016 y 2018. Esta proyección pasiva contempla la continuación del proyecto de modernización y ampliación de la Refinería de Talara. De esta manera, el resultado económico sería deficitario en 3,0 por ciento del PBI en 2016, de 2,8 por ciento en 2017 y de 2,5 por ciento en 2018.

Al mes de mayo, el déficit económico del sector público no financiero se ubicó en términos anuales en 3,1 por ciento del producto respecto al déficit de 2,1 por ciento registrado en 2015. El aumento del déficit refleja principalmente la disminución de los ingresos fiscales durante este periodo en 0,6 puntos porcentuales y el aumento de los gastos corrientes en 0,2 puntos porcentuales del producto. La disminución de los ingresos fiscales refleja el aumento extraordinario de la devolución de impuestos durante los primeros meses del año (aumento de 49 por ciento entre enero y mayo) y en menor medida una caída de los ingresos no tributarios.



49. Para el año **2016** se proyecta un déficit fiscal de **3,0 por ciento** del PBI, mayor al considerado en el Reporte de Inflación de marzo (2,6 por ciento). El resultado proyectado para el año 2016 contempla un mayor ritmo de crecimiento de la inversión pública pasando de 7,4 por ciento a 10,3 por ciento en términos reales,

resultado de la mayor ejecución de gasto que se ha venido observando a nivel de los gobiernos subnacionales y el avance del proyecto de la Refinería de Talara. Para los años **2017** y **2018** se proyecta una trayectoria descendente del déficit del Sector Público No Financiero; **2,8 y 2,5 por ciento del PBI**, respectivamente.

Cuadro 27
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2015	2016*			2017*		2018*
		I Trim	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
1. Ingresos corrientes del gobierno general ^{1/}	20,0	20,3	19,5	19,3	19,5	19,3	19,3
Variación % real	-7,5	-5,8	0,8	0,2	4,4	4,2	4,1
2. Gastos no financieros del gobierno general ^{2/}	21,3	17,5	20,8	21,1	20,6	20,7	20,4
Variación % real	1,4	9,8	1,5	3,1	3,0	2,6	2,3
<i>Del cual:</i>							
Gasto corriente	15,8	14,3	15,7	16,0	15,3	15,4	14,9
Variación % real	4,5	10,2	2,4	4,5	2,2	1,0	1,0
Formación bruta de capital	4,7	2,8	4,7	4,7	4,7	4,9	5,0
Variación % real	-12,5	19,6	3,2	4,9	5,8	8,2	6,8
3. Otros	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	-1,1	3,2	-1,3	-1,9	-1,0	-1,5	-1,2
5. Intereses	1,0	1,6	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
6. Resultado económico cíclico	-2,1	1,5	-2,6	-3,0	-2,3	-2,8	-2,5
Nota:							
Resultado Económico Estructural	-1,9	-2,0	-2,8	-1,9	-2,5	-2,3	

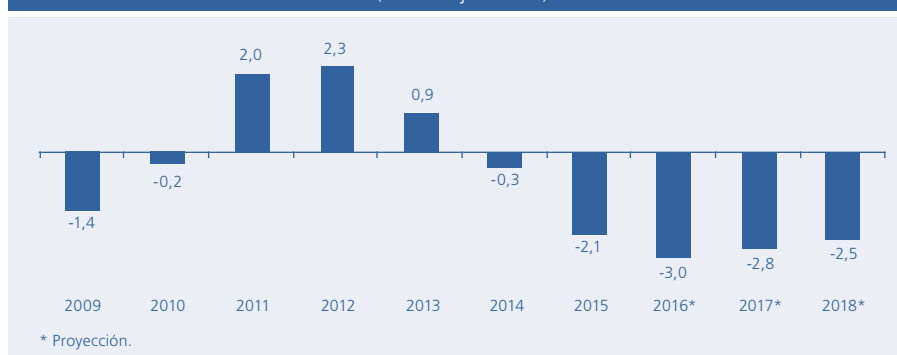
1/ El gobierno central incluye los ministerios, universidades nacionales, instituciones públicas y gobiernos regionales. El gobierno general tiene una cobertura más amplia que incluye además del gobierno central, a la seguridad social, organismos reguladores y supervisores, beneficencias públicas y gobiernos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

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

RI: Reporte de Inflación

* Proyección

Gráfico 56
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2009-2018
(Porcentaje del PBI)



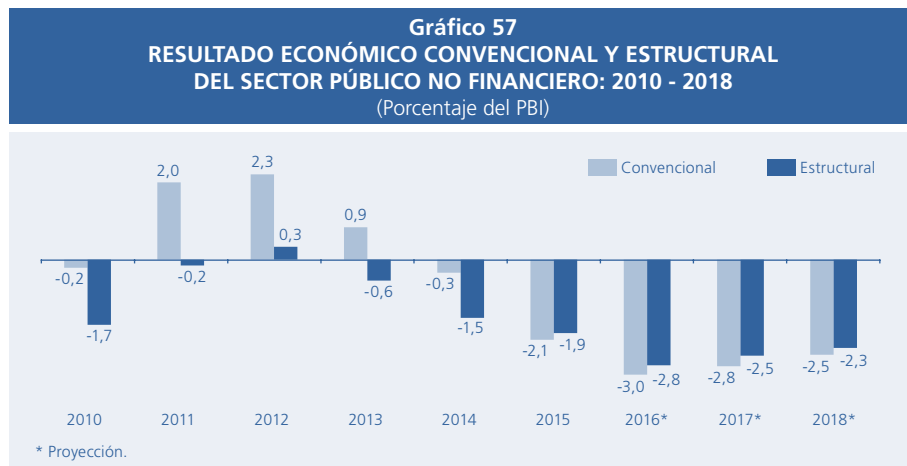
50. El **resultado económico estructural** es un indicador que deduce del resultado convencional los efectos vinculados al ciclo económico y los efectos de los precios de *commodities* relevantes para nuestra economía. El resultado económico estructural fue deficitario en 1,9 por ciento del PBI en 2015, en tanto que para 2016 se proyecta



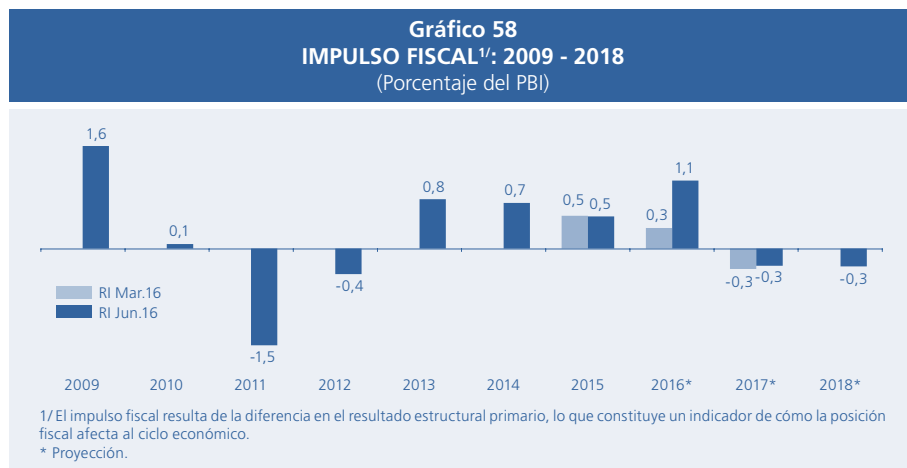


un déficit estructural de 2,8 por ciento. La trayectoria prevista del déficit estructural es decreciente, pasando de 2,5 por ciento del PBI en 2017 a 2,3 por ciento del PBI en 2018.

Estos resultados difieren de los establecidos en la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal que prevé déficit de 1,5 y 1,0 por ciento del PBI para cada uno de estos años, respectivamente. El cumplimiento de esta meta en 2017, implicaría un impulso fiscal negativo de 1,3 por ciento del PBI, lo que afectaría la recuperación de la demanda interna. Si dicho impulso negativo se aplicase solo mediante reducción del gasto tendríamos un impacto negativo en la demanda entre 1,2 y 1,8 por ciento de PBI (si se ajusta solo el gasto corriente o solo el gasto de capital).



Esta proyección de las cuentas fiscales es pasiva en cuanto a la recaudación, que considera las medidas tributarias aprobadas hasta la fecha, lo que incluye una reducción de un punto adicional en la tasa del impuesto a la renta. En cuanto a gastos, se considera un aumento menor al crecimiento del PBI, que es justamente lo que permite tener una proyección decreciente en el déficit fiscal.



51. El impulso fiscal puede descomponerse por ingresos y gastos; los cuales a su vez pueden ser ponderados por su efecto multiplicador en la actividad económica. En el cuadro siguiente se puede apreciar que debido al menor gasto de capital, la política fiscal tuvo un impacto contractivo de 0,5 por ciento del PBI en 2015 y se espera más bien un impacto expansivo de medio punto porcentual del producto para 2016.

Cuadro 28 IMPULSO FISCAL				
	2015	2016*	2017*	2018*
Impulso Fiscal	0,5	1,1	-0,3	-0,3
Por Ingresos	1,0	0,7	0,0	0,0
Por Gastos ^{1/}	-0,5	0,4	-0,3	-0,3
Impulso Ponderado^{2/}	-0,5	0,5	-0,2	-0,2

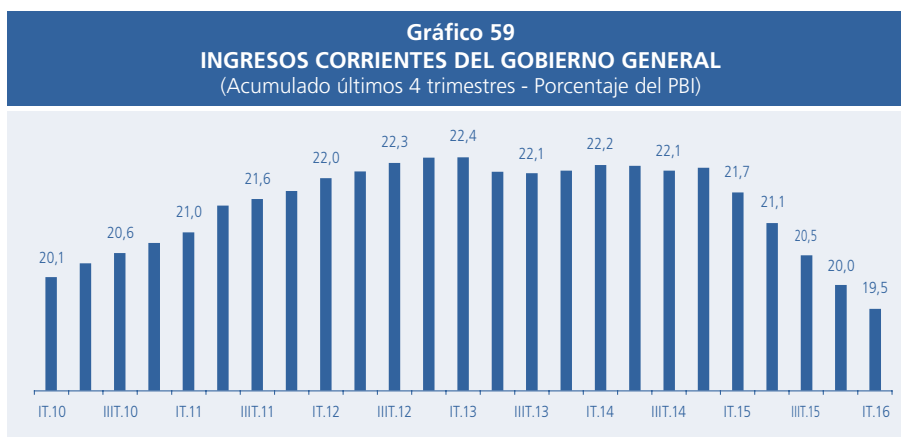
1/ Incluye Empresas Públicas.
2/ De acuerdo al estimado del multiplicador fiscal.
* Proyección.

Ingresos fiscales

52. La proyección de ingresos fiscales al cierre del año 2016 se ha revisado ligeramente a la baja respecto a las proyecciones del Reporte de marzo en 0,2 puntos porcentuales del PBI, para situarse en 19,3 por ciento del PBI. Cabe precisar que esta proyección al igual que la del Reporte de inflación de marzo, contempla el impacto de las medidas de reducción de impuestos decretada por el gobierno en 2014. El costo de estas medidas sobre la recaudación se estima que ascendió a S/ 4 325 millones equivalente a 0,7 por ciento del PBI en 2015 y que el efecto acumulado aumentaría a 0,9 por ciento del PBI en 2018, con la reducción adicional del impuesto a la renta a partir de 2017, de 28 a 27 por ciento, medida aprobada por Ley N° 30296 del 31 de diciembre de 2014.

Asimismo, esta revisión incorpora las mayores devoluciones de impuestos (las cuales, para los meses de enero-mayo crecieron en 49,2 por ciento), y la caída del monto recaudado por canon petrolero, regalías petroleras y del Gravamen Especial Minero. Cabe señalar que la proyección del año también incorpora el impacto positivo sobre la recaudación de renta de personas jurídicas debido un mayor ingreso por renta de no domiciliados correspondiente al pago por la venta de activos que realizaron empresas del sector eléctrico. Asimismo, según D.S. 112-2016-EF se modificó el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) de los cigarrillos, que pasó de S/ 0,07 a S/ 0,18 por unidad, lo cual permitiría un aumento del monto recaudado por ISC estimado en S/ 273 millones. Aparte de estas modificaciones la proyección de ingresos es una proyección pasiva ya que no toma en cuenta nuevos cambios en la legislación tributaria. Para los años **2017** y **2018** se proyecta ingresos fiscales de 19,2 y 19,3 por ciento del PBI, respectivamente.

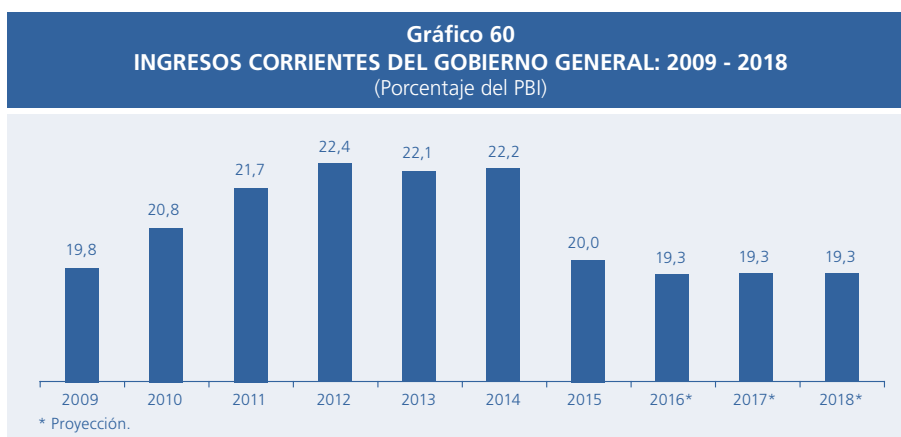




Cuadro 29
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

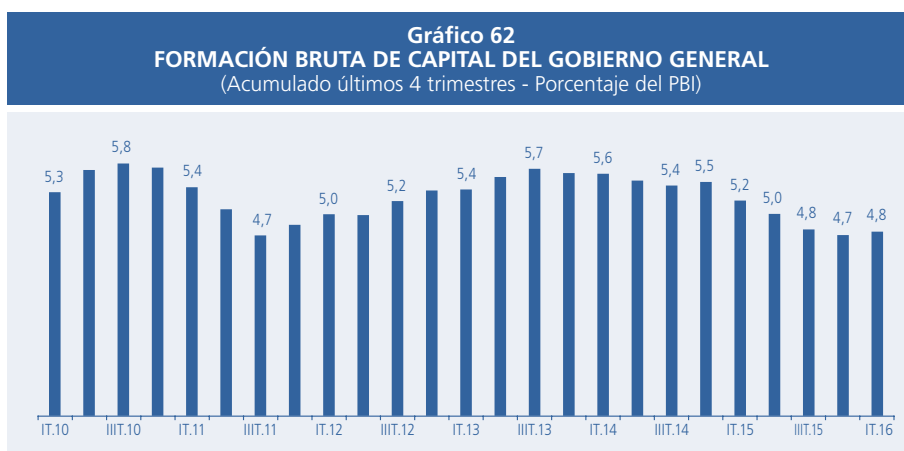
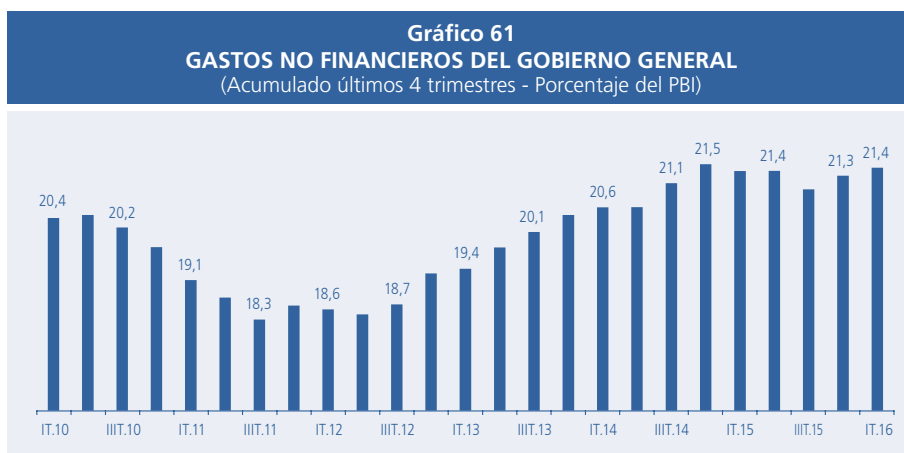
	2015	2016*		2017*		2018*
		RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
INGRESOS TRIBUTARIOS	15,2	14,8	14,8	14,8	14,7	14,7
Impuesto a la Renta	5,7	5,5	5,7	5,3	5,5	5,5
Impuesto General a las Ventas	8,4	8,4	8,3	8,5	8,2	8,2
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Devoluciones de impuestos	-1,9	-2,1	-2,2	-2,0	-2,0	-2,0
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,8	4,7	4,5	4,7	4,6	4,6
TOTAL	20,0	19,5	19,3	19,5	19,3	19,3

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.



Evolución del gasto público

53. La revisión al alza de la proyección de gasto del gobierno general se debe principalmente a la ejecución observada hasta el mes de mayo, en particular de los gobiernos subnacionales (la inversión de los gobiernos locales se incrementó en 38,3 por ciento en este periodo). En el segundo semestre se espera una moderación del gasto tomando en cuenta el comportamiento observado en los años de cambio de autoridades (2006 y 2011).



Para los años **2017** y **2018**, la proyección de los gastos no financieros de gobierno general muestra que este agregado ascendería a 20,7 y 20,4 por ciento del PBI, compatible con un crecimiento real de 2,6 y 2,3 por ciento, respectivamente. Considerando la tendencia prevista en el Marco Macroeconómico Multianual, el

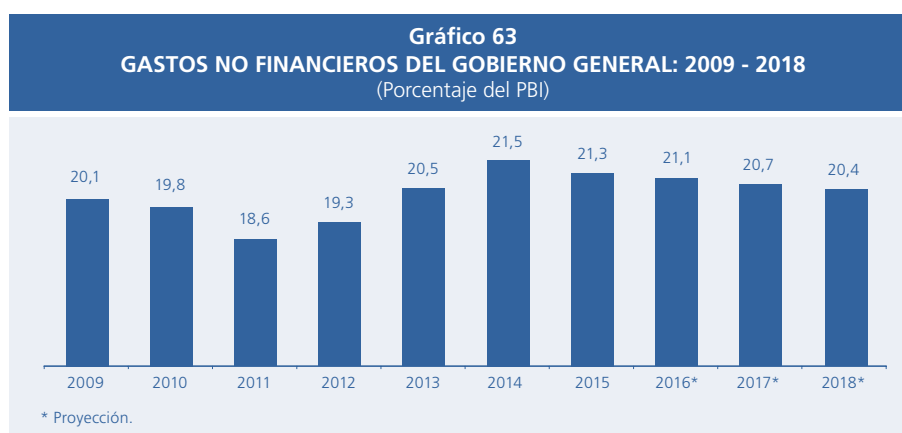




gasto corriente moderaría su crecimiento, en tanto que la formación bruta de capital se aceleraría en 2017 a 8,2 por ciento y 6,8 por ciento en 2018.

Cuadro 30 GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL (Porcentaje del PBI)						
	2015	2016*		2017*		2018*
		RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
GASTO CORRIENTE	15,8	15,7	16,0	15,3	15,4	14,9
Gobierno Nacional	11,1	10,9	11,1	10,6	10,7	10,4
Gobiernos Regionales	3,0	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9
Gobiernos Locales	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6
GASTO DE CAPITAL	5,4	5,2	5,2	5,2	5,3	5,4
Formación Bruta de Capital	4,7	4,7	4,7	4,7	4,9	5,0
Gobierno Nacional	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1
Gobiernos Regionales	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
Gobiernos Locales	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Otros	0,7	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
TOTAL	21,3	20,8	21,1	20,6	20,7	20,4
Gobierno Nacional	13,8	13,3	13,4	13,0	13,1	12,9
Gobiernos Regionales	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	3,9
Gobiernos Locales	3,5	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.



Por el lado de las operaciones de las empresas públicas, el escenario de proyección contempla la inversión por parte de Petroperú destinado al Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara. Este proyecto presenta a la fecha un avance del 38 por ciento y se prevé financiar la continuación de los trabajos en la Refinería de Talara con financiamiento externo público para este año por un monto de US\$ 1 000 millones.

Deuda pública

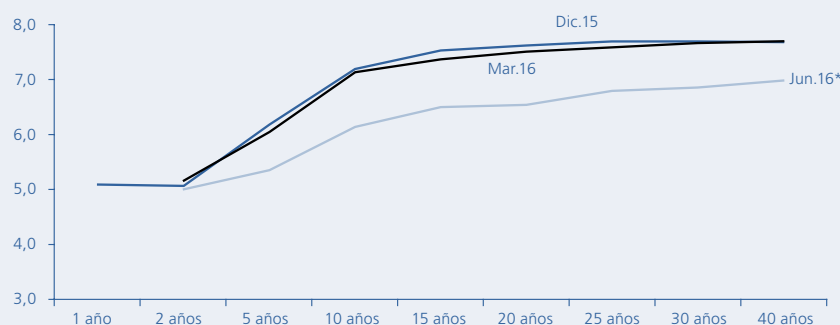
54. El proceso gradual de consolidación fiscal proyectado llevaría a aumentar el saldo de deuda bruta de 23,3 por ciento del PBI en 2015 a 28 por ciento del PBI en 2018,

y la deuda neta de 6,6 a 15,5 por ciento del PBI en el mismo periodo. En el caso de 2016, el resultado económico proyectado (déficit de 3,0 por ciento del PBI), y la amortización de deuda generan una necesidad de financiamiento de S/ 27,0 mil millones, equivalente a 4,0 por ciento del PBI. Teniendo en cuenta el déficit de 2016, se prevé un incremento de la deuda pública a 25,5 por ciento del PBI, mientras que la deuda pública neta sería 10,1 por ciento del producto.

Cuadro 31
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Millones de Soles)

	2014	2015	2016*		2017*		2018*
			RI Mar.16	RI Jun.16	RI Mar.16	RI Jun.16	RI Jun.16
I. USOS	11 061	20 961	23 469	26 566	25 182	28 038	27 689
1. Amortización	9 059	7 963	6 540	6 564	8 801	8 143	8 824
a. Externa	4 207	3 859	3 885	3 847	3 092	3 093	4 276
b. Interna	4 160	3 437	2 024	1 883	4 999	4 299	3 754
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	692	666	631	833	709	750	793
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	2 002	12 998	1 6930	20 003	16 382	19 895	18 865
II. FUENTES	11 061	20 961	23 469	26 566	25 182	28 038	27 689
1. Externas	2 654	4 110	5 565	5 225	7 294	7 313	4 451
2. Bonos ^{1/}	13 002	17 068	18 878	17 933	7 313	15 195	21 159
3. Internas ^{2/}	-4 595	-217	-974	3 409	10 575	5 530	2 078
Nota:							
Porcentaje del PBI							
Saldo de deuda pública bruta	20,0	23,3	24,7	25,5	24,0	26,6	28,0
Saldo de deuda pública neta ^{3/}	3,9	6,6	8,6	10,1	10,1	13,1	15,5
1/ Incluye bonos internos y externos.							
2/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.							
3/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.							
RI: Reporte de Inflación.							
* Proyección.							

Gráfico 64
CURVA DE RENDIMIENTO
 BONOS DEL TESORO PÚBLICO S/



* Al 17 de junio.





La deuda bruta del Sector Público No Financiero se ubicaría en 28,0 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, en tanto que la deuda neta aumentaría a 15,5 por ciento del producto hacia **2018**. El saldo de pasivos contingentes explícito del sector público se estima en 8,2 por ciento del PBI.

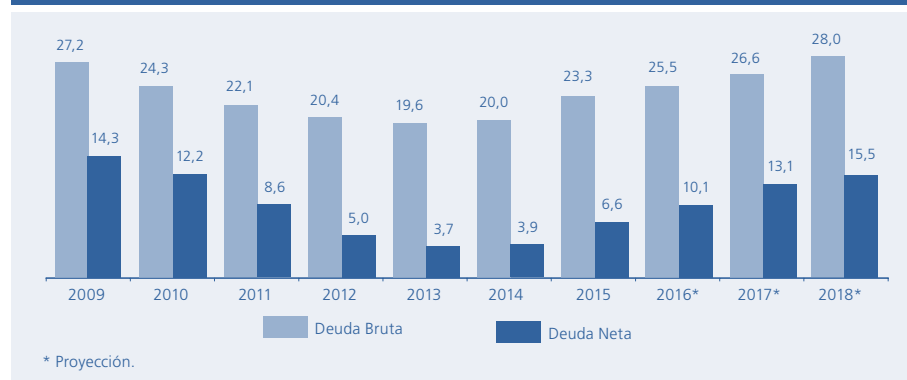
Cuadro 32
PASIVOS CONTINGENTES EXPLÍCITOS DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(% PBI)

Tipo de Contingencia	MEF
Demandas judiciales	4,2
Controversias internacionales en temas de inversión	0,8
Garantías a privados en contratos APP	2,7
Garantías avales o similares	0,5
TOTAL	8,2

Fuente: MEF. Informe de Contingencias Explícitas del Sector Público No Financiero de junio de 2015.

En resumen, la acumulación de superávit económico en el periodo de boom de precios de *commodities* permite un ajuste gradual del déficit fiscal en el horizonte de proyección 2016-2018 sin afectar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Gráfico 65
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2009 - 2018
(Porcentaje del PBI)

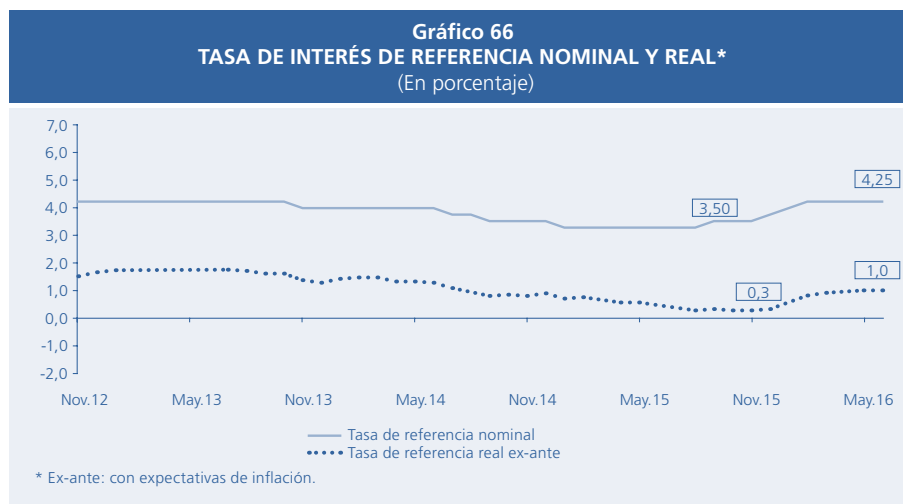


V. Política monetaria y mercados financieros

Acciones de Política Monetaria

55. Desde el último Reporte, los factores que elevaron la inflación por encima del rango meta se han ido revirtiendo. En particular, el efecto inflacionario de la depreciación monetaria se ha moderado y las expectativas de inflación se vienen reduciendo gradualmente. Asimismo, los choques de oferta que afectaron temporalmente la inflación continúan revirtiéndose.

En este contexto, el Directorio mantuvo la tasa de referencia en 4,25 por ciento desde el mes de marzo y reiteró que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes en la tasa de referencia para volver al rango meta.



Las tasas activas presentaron comportamientos mixtos. Por un lado, uno de los segmentos considerado como de mayor riesgo crediticio (pequeñas empresas) se incrementó en 73 puntos básicos lo que refleja en parte la mayor morosidad que se observa en este segmento en lo que va del año, mientras que los sectores de consumo y de medianas empresas disminuyeron sus tasas en 20 y 3 puntos básicos, respectivamente.





Cuadro 33
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL ^{1/}
(En porcentajes)

	Créditos						
	Interbancaria	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Consumo	Hipotecario
Dic.14	3,80	5,6	6,8	9,5	20,6	43,3	9,0
Mar.15	3,47	5,2	6,6	9,8	21,2	40,6	8,5
Jun.15	3,42	5,1	6,6	9,7	20,8	43,8	8,4
Set.15	3,67	5,9	7,2	10,2	20,4	42,4	8,6
Dic.15	3,76	6,2	7,1	10,2	20,5	44,0	9,0
Ene.16	3,95	6,2	7,2	10,5	20,5	44,4	9,0
Feb.16	4,47	6,0	7,4	10,5	20,7	42,8	9,1
Mar.16	4,80	6,3	7,2	10,7	20,3	42,9	9,1
Abr.16	4,51	6,3	7,3	10,7	20,8	42,4	9,1
May.16	4,47	6,4	7,4	10,6	21,1	42,7	9,2
Variación Acumulada (puntos básicos)							
May.16 -Mar.16	-33	9	16	-3	73	-20	9
May.16-Dic.15	71	19	25	41	61	-131	24
May.16- Dic.14	67	76	57	119	49	-59	23

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

En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda nacional, estas se incrementaron en todos sus plazos respecto a sus niveles de marzo. Así, la tasa de depósitos menores a 30 días, entre 31 y 180 días, y entre 181 y 360 días, aumentaron en 11, 20 y 10 puntos básicos, respectivamente.

Cuadro 34
TASAS DE INTERÉS PASIVAS EN 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
Mar.15	3,5	3,8	4,4
Jun.15	3,4	4,0	4,4
Set.15	4,1	4,4	4,4
Dic.15	4,0	4,7	4,7
Ene.16	4,1	4,8	5,0
Feb.16	4,2	4,8	5,0
Mar.16	4,8	4,8	5,1
Abr.16	4,8	4,9	5,2
May.16	4,9	5,0	5,2
Variación Acumulada (puntos básicos)			
May.16-Mar.16	11	20	10
May.16-Dic.15	86	31	45
May.16-Dic.14	106	121	88

Fuente: BCRP.

56. Las tasas de interés en dólares (activas y pasivas) presentaron en su mayoría reducciones, destacando en especial la reducción de la tasa de interés del sector corporativo entre marzo y mayo (58 puntos básicos). Las tasas de los segmentos de

pequeñas empresas, consumo y grandes empresas aumentaron en 73,19 y 12 puntos básicos, respectivamente, en línea con el incremento en sus niveles de morosidad.

Cuadro 35
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA ^{1/}
(En porcentajes)

	Créditos						
	Interbancaria	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Consumo	Hipotecario
Dic.14	0,15	2,5	5,1	8,3	12,3	27,3	7,6
Mar.15	0,15	2,6	4,9	8,2	13,5	30,9	7,4
Jun.15	0,15	2,2	4,6	8,3	11,7	31,4	7,3
Set.15	0,15	1,9	5,6	8,5	12,8	32,4	6,8
Oct.15	0,15	1,9	5,6	8,5	10,9	32,2	6,8
Nov.15	0,15	2,2	5,0	8,4	12,5	31,9	7,0
Dic.15	0,20	2,3	5,5	8,1	11,3	32,1	6,7
Ene.16	0,35	2,8	5,6	7,9	10,9	32,0	6,7
Feb.16	0,38	2,1	5,2	7,8	12,8	32,4	6,6
Mar.16	0,38	2,4	5,1	7,8	11,4	32,2	6,7
Abr.16	0,38	2,3	5,3	7,5	10,8	32,0	6,8
May.16	0,40	1,9	5,2	7,8	12,2	32,4	6,6
Variación Acumulada (puntos básicos)							
May.16-Mar.16	2	-58	12	2	73	19	-5
May.16-Dic.15	20	-48	-30	-22	91	33	-10
May.16-Dic.14	25	-62	17	-44	-12	514	-95

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

Cuadro 36
TASAS DE INTERÉS PASIVA 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
Mar.15	0,2	0,5	0,8
Set.15	0,1	0,3	0,6
Dic.15	0,2	0,5	0,6
Ene.16	0,2	0,4	0,6
Feb.16	0,2	0,4	0,6
Mar.16	0,3	0,4	0,6
Abr.16	0,3	0,4	0,6
May.16	0,3	0,4	0,6
Variación Acumulada (puntos básicos)			
May.16-Mar.16	2	2	-1
May.16-Dic.15	5	-2	-2
May.16-Dic.14	10	-4	-26

Fuente: BCRP.

Operaciones Monetarias

57. Las operaciones monetarias del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez en moneda nacional en un contexto de incremento de los depósitos del Sector Público en el BCRP, asociados al periodo de regularización del impuesto a la renta (S/ 3 013 millones entre marzo y abril).





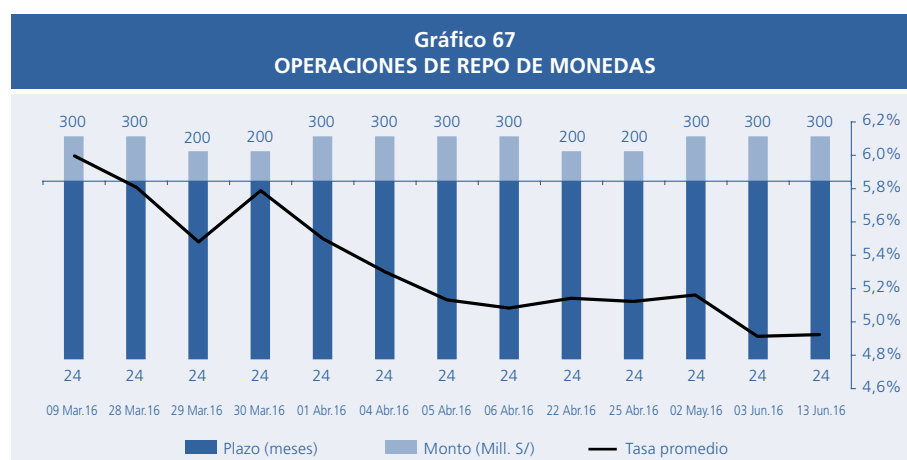
Así, entre marzo y mayo se colocaron repo de monedas regular por S/ 1 700 millones, y vencieron en neto certificados de depósitos por S/ 4 129 millones, de los cuales S/ 4 216 millones corresponde a CDRs.

Cuadro 37				
CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ				
(Millones de soles)				
	Saldos		Flujos	
	2015 Dic.31	2016 May.31	2015 Ene-Dic	2016 Ene-May
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	209 663	204 287	-2 624	-2 943
(Millones de US\$)	61 485	60 619	-823	-866
1. Posición de cambio	25 858	24 968	-9 511	-890
2. Depósitos del Sistema Financiero	22 477	21 875	6 974	-602
a. Cuenta corriente	12 062	9 372	762	-2 690
b. Depósitos <i>overnight</i>	1 718	3 636	479	1 918
c. Depósitos restringidos	8 697	8 867	5 732	170
3. Depósitos del Sector Público	13 683	14 242	1 618	559
a. Fondo de Estabilización Fiscal	7 902	7 904	-1 257	2
b. Resto	5 780	6 338	2 875	558
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS (1+2+3)	-169 021	-165 781	4 094	806
1. Sistema Financiero	-77 181	-72 108	-3 472	4 192
a. Compra temporal de valores <i>de los cuales REPO especial</i>	2 500 1 900	1 400 900	1 200 1 900	-1 100 -1 000
b. Operaciones de reporte de monedas	27 605	28 405	19 005	800
i. Regular	14 900	15 700	6 300	800
ii. Expansión	7 900	7 900	7 900	0
iii. Sustitución	4 805	4 805	4 805	0
c. Valores Emitidos	-18 873	-17 324	-5 396	1 550
i. CDBCRP	-11 624	-13 375	-774	-1 750
ii. CDRBCRP	-7 249	-3 949	-4 622	3 300
d. Encaje en moneda nacional	-10 649	-9 206	4 044	1 442
e. Otros depósitos en moneda nacional	-1 115	-1 663	-99	-548
f. Depósitos en moneda extranjera	-76 648	-73 719	-22 225	2 047
2. Sector Público (neto)	-78 455	-79 904	1 998	-1 989
a. Banco de la Nación	-11 121	-8 798	1 478	2 315
i. Moneda nacional	-6 926	-5 219	695	1 706
ii. Moneda extranjera (Millones de US\$)	-82	-223	63	-141
iii. Tenencia de valores	-3 917	-2 828	584	1 089
b. Gobierno Central	-67 257	-71 101	217	-4 378
i. Moneda nacional	-22 835	-25 833	5 781	-2 998
ii. Moneda extranjera (Millones de US\$)	-13 027	-13 433	-1 746	-406
c. Otros (incluye COFIDE)	-77	-4	303	73
3. Otras Cuentas	-13 384	-13 769	5 567	-1 397
III. CIRCULANTE (I+II)	40 643	38 506	1 470	-2 137

58. A mayo, la participación de los depósitos del sector público como parte de los activos netos del banco fue de 34,4 por ciento, mayor a la participación registrada en diciembre 2015 (31,5 por ciento). Esto se debió a la mayor recaudación estacional del fisco en este periodo. Esta mayor esterilización fiscal se compensó por una disminución de la participación de las operaciones de esterilización del banco con CDRBCRP, las que pasaron de 3,0 a 1,7 por ciento de los activos netos durante los cinco primeros meses del año.

Cuadro 38 BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP (Como porcentaje de los Activos Netos)			
	Dic.14	Dic.15	May.16
I. Activos netos	100,0%	100,0%	100,0%
Reservas Internacionales Netas	94,9%	87,4%	87,3%
	(US\$ 62 307 mills.)	(US\$ 61 485 mills.)	(US\$ 60 619 mills.)
Repos	5,1%	12,6%	12,7%
II. Pasivos netos	100,0%	100,0%	100,0%
1. Depósitos totales del Sector Público	36,9%	32,7%	34,4%
En moneda nacional	18,7%	13,0%	13,9%
En moneda extranjera	18,2%	19,7%	20,5%
2. Depósitos totales del sistema financiero	27,0%	37,1%	36,3%
En moneda nacional	7,7%	4,5%	4,0%
En moneda extranjera	19,4%	32,6%	32,3%
3. Instrumentos del BCRP	9,8%	10,0%	9,5%
CD BCRP	8,0%	6,5%	7,0%
CDR BCRP	1,3%	3,0%	1,7%
Depósitos a Plazo	0,0%	0,4%	0,5%
Depósitos <i>overnight</i>	0,5%	0,1%	0,2%
4. Circulante y otros	26,2%	20,3%	19,8%

59. El BCRP continuó realizando operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional, principalmente a través de repos de monedas y subastas de depósitos públicos. Así, entre marzo y mayo de 2016, se colocaron operaciones repo de monedas por S/ 2 900 millones y subastas de depósitos del Tesoro Público por S/ 300 millones.



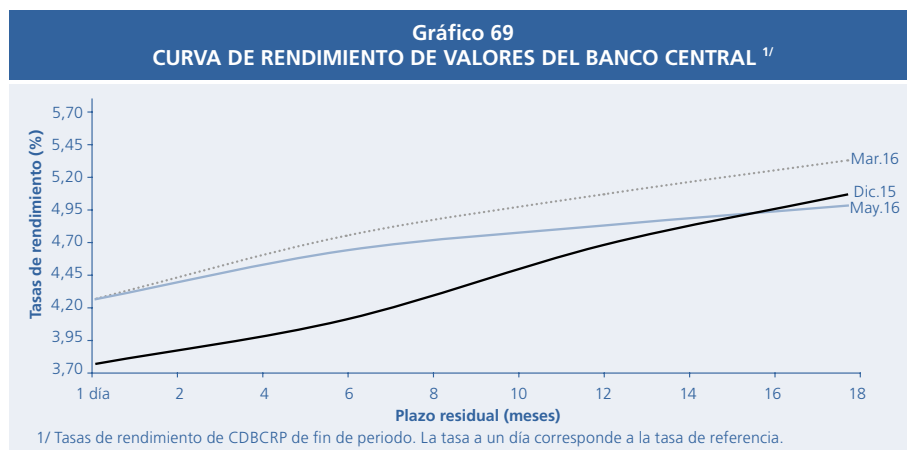
Cuadro 39 OPERACIONES DE SUBASTA DE DEPÓSITOS PÚBLICOS (Millones de S/)				
Fecha	Modalidad	Plazo	Monto	Tasa promedio
2-Mar-16	Tesoro Público	6 meses	300	6,05%
TOTAL			300	6,05%





60. El BCRP también continuó con subastas regulares de CDBCRP tres veces por semana a los plazos de 6, 12 y 18 meses, por S/ 30 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 marzo y mayo se realizaron colocaciones de CDBCRP por S/ 5 872 millones y vencieron S/ 7 417 millones, con lo que el saldo de CDBCRP disminuyó en S/ 1 545 millones, hasta S/ 16 202 millones.

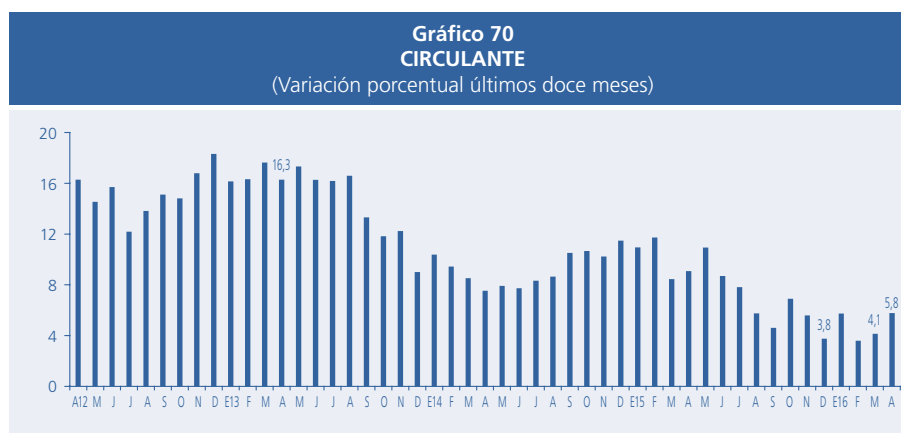
La curva de rendimiento de los CDBCRP disminuyó en promedio 23 puntos básicos entre marzo y mayo de 2016, periodo durante el cual la tasa de referencia del BCRP se ha mantenido en 4,25 por ciento, lo que estaría reflejando la expectativa del mercado de un retiro más gradual del estímulo monetario por parte del BCRP.



Liquidez y crédito

61. El circulante creció 5,8 por ciento en abril de 2016 respecto a los últimos doce meses, tasa de crecimiento mayor al cierre del año 2015 (3,8 por ciento) y al del

primer trimestre de 2016 (4,1 por ciento). Ello estaría reflejando una recuperación gradual del nivel de actividad económica, con lo que se espera que este ritmo de crecimiento anual se mantenga el resto del año consistente con el crecimiento del PBI.



Los depósitos en moneda nacional crecieron a una tasa anual de 4,2 por ciento en abril de 2016, tasa de crecimiento por encima del cierre de 2015 (2,6 por ciento) y mayor a la registrada en los tres primeros meses de 2016. Sin embargo, el dinamismo de los depósitos en moneda extranjera ha continuado siendo mayor, como consecuencia de las expectativas de depreciación. Así, el coeficiente de dolarización de los depósitos de agentes privados no financieros pasó de 42,2 por ciento en diciembre de 2015 a 42,9 por ciento en abril de 2016.

Para 2016 se espera una recuperación gradual del ritmo de expansión de los depósitos en soles en la medida que se acelere el gasto público, y el Tesoro Público retire parte de sus depósitos en el BCRP, y en la medida que se disipen las expectativas depreciatorias, lo que deberá llevar también a la desdolarización de los inversionistas institucionales y la sustitución de posiciones largas en dólares.

Cuadro 40
AGREGADOS MONETARIOS (FIN DE PERIODO)
(Variación porcentual doce meses)

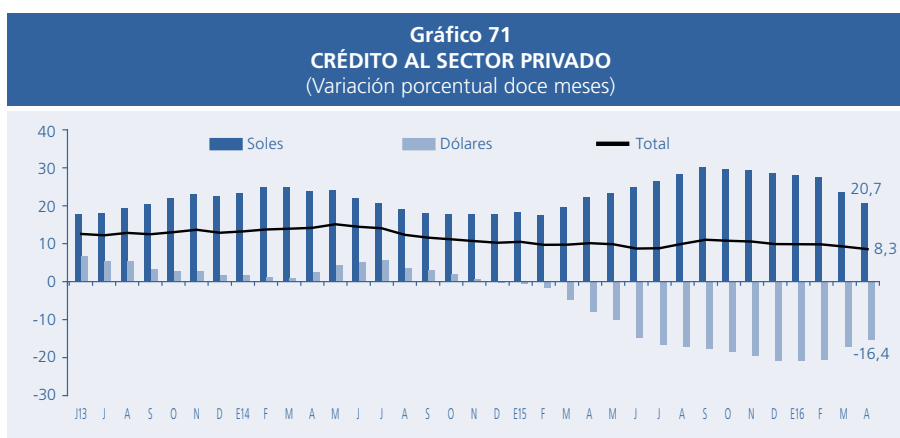
	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Set.15	Dic.15	Mar.16	Abr.16
1 Circulante	11,5	8,4	8,7	4,6	3,8	4,1	5,8
2 Depósitos en moneda nacional	9,6	6,6	4,0	0,9	2,6	3,0	4,2
3 Liquidez en moneda nacional	10,6	7,2	5,8	2,3	3,0	3,8	5,3
4 Liquidez total ^{1/}	7,3	5,4	5,5	7,7	6,3	6,8	6,5
5 Crédito en moneda nacional al sector privado	17,7	19,5	24,8	30,0	28,6	23,4	20,7
6 Crédito total al sector privado	10,1	9,6	8,5	10,9	9,7	9,1	8,3

1/ Incluye moneda extranjera.





62. El crédito al sector privado creció 8,3 por ciento anual en abril de 2016, tasa menor a la registrado durante el cuarto trimestre de 2015 (9,7 por ciento) y del primer trimestre de este año. Este comportamiento obedecería a la evolución de la inversión privada que se ha reflejado en un menor dinamismo del crédito al sector corporativo y a la menor demanda por bienes de consumo duradero que se refleja en la desaceleración del crédito vehicular. Por monedas, el crédito en moneda nacional siguió presentando un mayor dinamismo, con un crecimiento anual de 20,7 por ciento, mientras que el crédito en moneda extranjera siguió reduciéndose, aunque a una menor tasa (15,4 por ciento en abril de 2016), reflejando el proceso de desdolarización del crédito impulsado por las medidas adoptadas por el BCRP a fines de 2014 y expectativas de fortalecimiento del dólar. Para el cierre del año, se prevé un crecimiento del crédito total alrededor de 7,0 por ciento, consistente con la evolución de la actividad económica.



63. Por tipo de créditos, los préstamos a personas naturales continuaron creciendo a un ritmo sostenido, alrededor de una tasa de 10,3 por ciento. El segmento más dinámico fue el orientado a consumo, que creció 12,1 por ciento interanual en abril de 2016. Por otro lado, el crédito hipotecario creció 7,8 por ciento, dinamismo ligeramente menor al registrado al cierre de 2015.

Cuadro 41
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual doce meses)

	Dic. 14	Mar. 15	Jun. 15	Set. 15	Dic. 15	Mar. 16	Abr. 2016
Empresas	9,2	8,2	6,6	10,0	8,4	8,1	7,3
Corporativo y Gran Empresa	10,5	16,0	15,5	19,7	16,1	12,8	10,7
Mediana Empresa	13,7	1,1	-3,2	0,5	-0,8	3,0	3,7
Pequeña y Micro Empresa	1,6	1,5	0,3	1,0	3,2	3,4	3,4
Personas	11,8	12,1	12,0	12,5	12,2	10,8	10,3
Consumo	11,4	12,6	13,8	14,8	14,8	13,0	12,1
Vehicular	6,7	2,8	0,5	-0,7	-5,0	-4,7	-4,9
Tarjeta	15,0	18,2	21,8	23,5	23,9	21,3	19,0
Hipotecario	12,4	11,4	9,6	9,5	8,6	8,0	7,8
Total	10,1	9,6	8,5	10,9	9,7	9,1	8,3

Por el lado del crédito a empresas, el segmento corporativo y gran empresa se expandió a una tasa anual de 10,7 por ciento en abril; y el segmento de pequeña y micro empresa creció 3,4 por ciento; y el de mediana empresa se recuperó respecto al cierre del año (3,7 por ciento versus -0,8 por ciento).

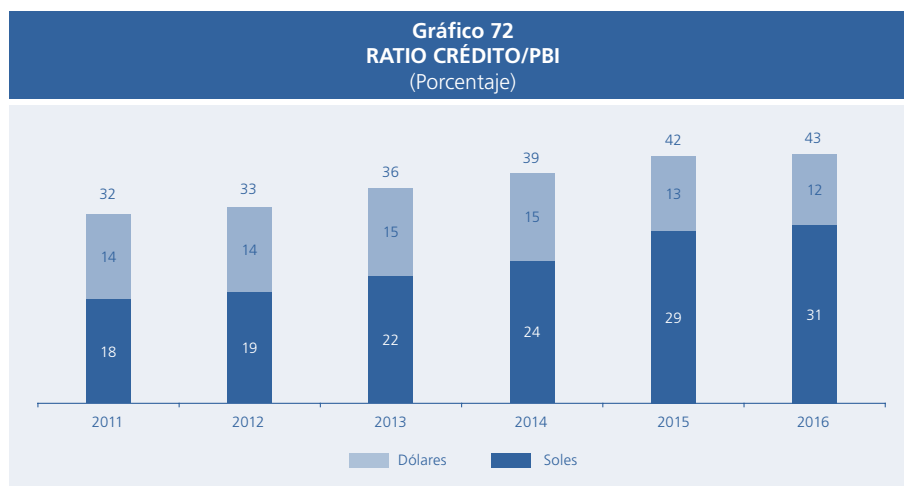
64. Entre abril 2015 y mayo 2016, el flujo de crédito en moneda nacional al sector privado fue de S/ 37 871 millones, obteniendo una tasa de crecimiento de 21,7 por ciento respecto al abril 2015. Esta demanda ha sido financiada mediante depósitos del sector privado (S/ 8 810 millones) y la reducción de la posición de cambio (S/ 5 701 millones), en tanto que los instrumentos monetarios del BCRP han inyectado liquidez por S/ 14 082 millones.

Cuadro 42			
FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL			
DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO - (FLUJOS)			
(Millones de soles)			
	Año		2016*
	2014	2015	Abr.15-May.16
Crédito en Moneda Nacional	20 950	39 738	37 871
Var. % 12 meses	17,7	28,6	21,7
Fuentes de expansión	20 950	39 738	37 871
1. Depósitos Privados	8 851	3 309	8 810
2. Depósitos Sector público	-2 292	2 576	2 096
2.1 Depósitos del sector público	-2 292	26	196
Del cual: Subastas de depósitos del tesoro	0	2 550	1 900
3. BCRP	13 823	23 741	14 381
3.1 Instrumentos monetarios	11 723	19 698	14 082
a. CD+DP a un día	2 252	-507	1 478
b. Repos de valores	350	1 200	-3 500
c. Repos de moneda	8 600	19 005	16 105
3.2 Encaje	2 100	4 044	299
4. Posición de cambio contable	-2 422	6 427	5 701
5. Resto	2 990	3 685	6 883

65. Para 2016, se proyecta un crecimiento del crédito de 7,0 por ciento, que toma en cuenta un ritmo de expansión del crédito en soles de 11,5 por ciento asociado a un menor dinamismo de la inversión y el consumo de bienes duraderos así como la amortización de créditos por parte de agentes económicos que optaron por la liberación de sus fondos de pensiones. Con ello, se prevé que el ratio de crédito sobre PBI se mantendrá durante 2016 en 42 por ciento.

Para el horizonte de proyección 2017-2018, se prevé que el crecimiento del crédito al sector privado se encuentre cercano al del ritmo de crecimiento del PBI nominal (alrededor de 6 por ciento), siendo los créditos en moneda nacional los de mayor dinamismo. Por su parte, se proyecta una desdolarización de la liquidez total, lo que estaría explicado por un mayor dinamismo de los depósitos en moneda nacional, a medida que se establezcan las expectativas de depreciación del Sol.



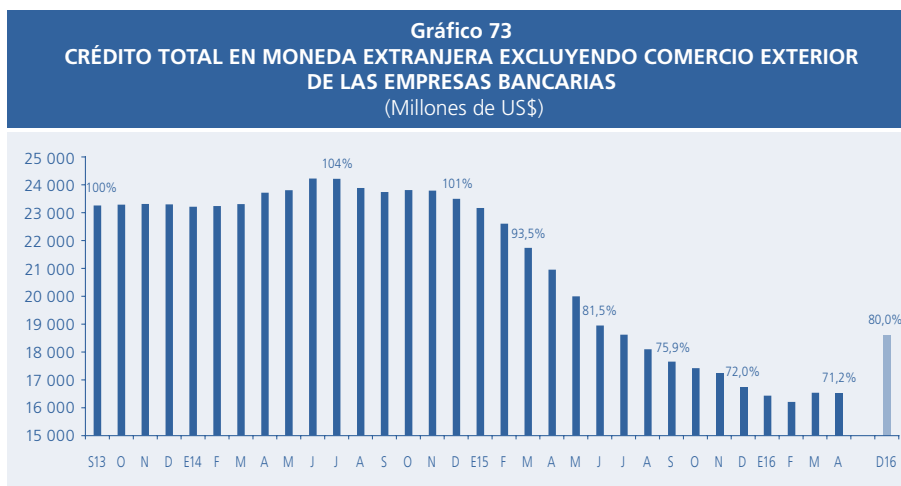


Avances en la desdolarización del crédito

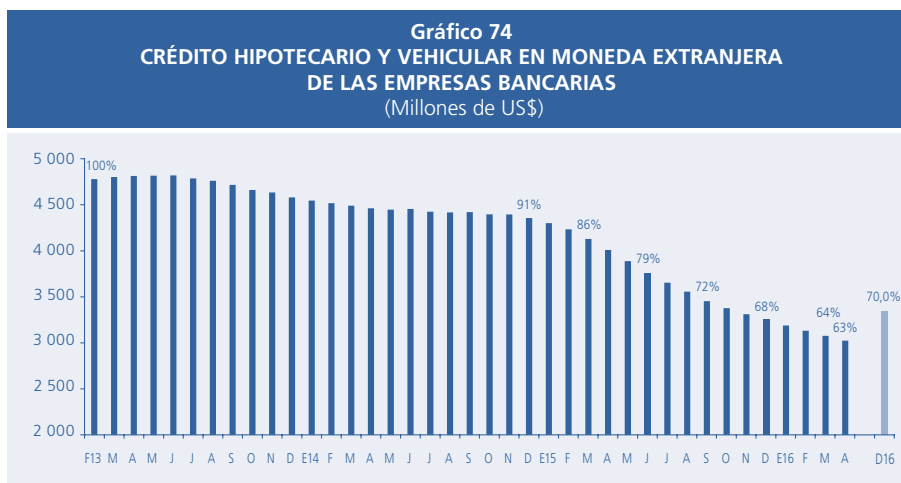
66. A fines de 2014, el BCRP estableció el Programa de Desdolarización del Crédito buscando reducir los riesgos asociados a una alta dolarización de los créditos de los agentes económicos. El Programa establece encajes adicionales en moneda extranjera con el fin de encarecer el financiamiento en esta moneda. En particular, se buscó que los bancos reduzcan sus saldos de créditos en dólares: (i) para el caso de los créditos totales⁹, el saldo requerido a diciembre 2015 era de 90 por ciento del mismo saldo de setiembre 2013, mientras que para el cierre de 2016 se ha ajustado dicho requerimiento a 80 por ciento del saldo de setiembre 2013; y (ii) para los créditos vehiculares e hipotecarios, el saldo requerido a diciembre de 2015 fue de 85 por ciento del saldo de febrero de 2013, en tanto que para 2016 el saldo requerido se ajustó a 70 por ciento del saldo de febrero de 2013.

Como efecto de tales medidas y de la mayor depreciación esperada, se redujo el saldo de créditos en dólares, sustituyéndolos por créditos en soles. En el caso de los créditos totales, estos se redujeron de un saldo de US\$ 23 473 millones en diciembre de 2014 a US\$ 16 539 millones en abril de 2016 (US\$ 6 934 millones de contracción). Dicho saldo equivale al 71 por ciento del saldo de crédito de las empresas bancarias de setiembre de 2013 (cumpliendo el requerimiento a diciembre de 2015 y 2016).

⁹ 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.

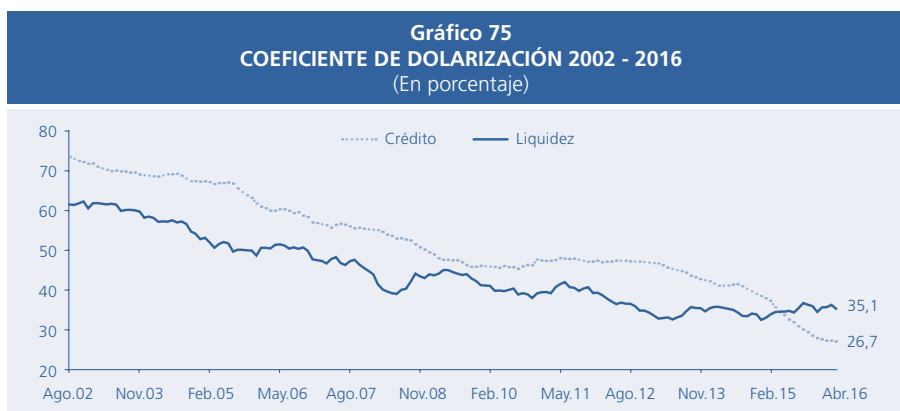


67. Por el lado del crédito vehicular e hipotecario, la evolución es similar. Entre diciembre de 2014 y enero de 2016 estos créditos se han contraído US\$ 1 328 millones, alcanzando un saldo de US\$ 3 023 millones (equivalente a 63,3 por ciento del saldo de febrero de 2013).



68. Esta evolución del crédito en dólares llevó a que la dolarización del mismo se haya reducido de 38,3 por ciento en diciembre de 2014 a 26,7 por ciento en abril de 2016.





69. Por tipo de crédito, se puede apreciar una menor dolarización en todos los segmentos de crédito. En el caso del crédito hipotecario, la dolarización pasó de 33,9 en diciembre 2014 a 22,3 por ciento a abril de 2016 y para los créditos vehiculares, la desdolarización fue de 34 puntos porcentuales en el mismo periodo. Por el lado del crédito a empresas, la dolarización de los créditos a empresas corporativas y grandes empresas disminuyó 17 puntos porcentuales, aunque se mantuvo en un nivel alrededor de 43 por ciento desde diciembre 2015 a abril 2016; por su parte, en el caso de los créditos a medianas empresas, el coeficiente de dolarización se redujo 18 puntos porcentuales entre diciembre 2014 y abril de 2016.

Cuadro 43
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Dic.13	Dic.14	Set.15	Dic.15	Mar.15	Abr.16
Empresas	52,7	48,4	38,0	35,4	34,9	34,7
Corporativo y Gran Empresa	67,1	59,8	45,8	42,8	42,7	42,6
Mediana Empresa	63,7	59,3	47,0	44,2	42,5	41,8
Pequeña y Microempresa	13,0	11,5	8,2	7,8	7,0	6,8
Personas	23,1	20,0	15,3	14,2	13,3	13,1
Consumo	10,5	9,5	7,5	7,0	6,6	6,5
Vehiculares	75,9	68,9	48,4	41,3	35,6	34,3
Tarjeta	7,2	6,6	5,8	5,6	5,5	5,6
Hipotecario	40,0	33,9	25,9	24,2	22,8	22,3
TOTAL	42,2	38,2	29,8	27,6	27,0	26,7

Cabe mencionar que 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. Además, reducen los efectos negativos sobre los balances de las empresas y familias de la volatilidad en el tipo de cambio.

70. Por otra parte, el coeficiente de dolarización de los depósitos del sector privado se ha reducido ligeramente respecto al cierre del primer trimestre de 2016 (45,5 por ciento

en abril versus 46,5 por ciento en marzo 2016). Por tipo de depósitos, la dolarización en la mayoría de segmentos se ha reducido respecto al primer trimestre de 2016, en particular la de los depósitos de empresas (ahorro y plazo), la de personas naturales (depósitos a plazo) y la de los fondos de pensiones y fondos mutuos.

Cuadro 44 COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO								
	Dic. 13	Dic. 14	Mar. 15	Jun. 15	Set. 15	Dic. 15	Mar. 16	Abr. 16
Empresas	53,8	50,8	53,6	53,6	57,0	52,2	56,5	54,2
Vista	48,4	47,1	49,2	50,1	52,0	47,2	51,9	51,6
Ahorro	44,9	63,6	62,1	62,2	75,6	66,0	65,4	58,0
Plazo	67,8	61,8	69,1	64,6	71,2	68,9	70,6	62,7
Personas	35,3	33,7	35,2	36,4	38,0	37,1	37,0	36,9
Vista	48,7	48,2	49,7	50,3	52,1	47,2	51,9	51,9
Ahorro	35,6	35,2	36,6	38,2	38,8	37,5	39,1	39,6
Plazo	33,3	30,8	32,3	33,1	35,6	35,4	33,0	32,2
Fondos de Pensiones	83,8	88,6	82,3	85,5	94,2	92,3	94,5	89,8
Fondos Mutuos	59,6	54,6	57,3	53,0	56,0	48,7	43,4	42,1
Total	46,0	42,4	44,2	44,8	47,9	45,4	46,5	45,5

71. En abril, el ratio de morosidad del crédito fue de 3,12 por ciento. En el caso del crédito a empresas, este ratio se ubicó en 4,94 por ciento, mayor al observado en marzo 2016 (4,84 por ciento) y al de diciembre 2015 (4,65 por ciento). A manera desagregada, la morosidad de los créditos a grandes, medianas y pequeñas empresas aumentaron en 6, 9 y 5 puntos básicos, respectivamente, respecto al primer trimestre de 2016. En el caso del crédito a personas, el ratio de morosidad se mantuvo en 2,88 por ciento, aunque mayor en 23 puntos básicos respecto a diciembre de 2015 (2,65 por ciento). Por componentes, sin embargo, resalta el aumento de la morosidad de créditos vehiculares y tarjetas de crédito en 10 y 9 puntos básicos.

Cuadro 45 ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO					
	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15	Mar. 16	Abr. 16
Empresas	2,70	3,14	4,65	4,84	4,94
Corporativo	0,00	0,00	0,02	0,03	0,16
Gran empresa	0,38	0,68	1,00	1,08	1,14
Mediana empresa	3,72	4,79	5,28	5,71	5,79
Pequeña empresa	7,56	8,72	8,51	9,14	9,19
Microempresa	5,08	5,39	4,66	5,14	5,14
Personas	2,32	2,46	2,65	2,88	2,88
Consumo	3,39	3,34	3,32	3,60	3,60
Vehiculares	3,37	4,25	4,41	4,75	4,85
Tarjeta	4,71	4,23	4,10	4,61	4,71
Hipotecario	1,04	1,44	1,84	2,00	2,01
Morosidad Promedio	2,57	2,91	2,87	3,07	3,12





Por tipo de moneda, se puede observar que la evolución del impago en moneda nacional se ha mantenido alrededor de 3 por ciento, tasa menor a la morosidad de los préstamos en dólares de 3,26 por ciento (ésta última se ha elevado 1,8 puntos porcentuales desde diciembre de 2013 reflejando los efectos de la depreciación del tipo de cambio en la capacidad de pago de los prestamistas con descalces de moneda). Por tipo de crédito, la morosidad en moneda extranjera se ha elevado entre marzo y abril 2016, en particular la morosidad de pequeñas y micro empresas (alrededor de 72 puntos básicos) y de los créditos vehiculares.

Cuadro 46
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO:
MONEDA NACIONAL

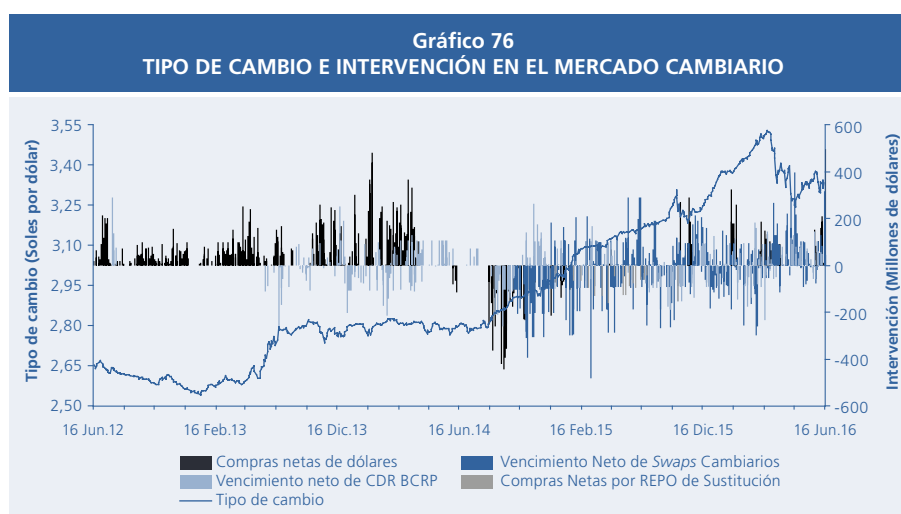
	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Abr.16
Empresas	3,93	4,03	5,11	5,31	5,34
Corporativo	0,00	0,00	0,03	0,04	0,03
Gran empresa	0,24	0,47	0,48	0,50	0,50
Mediana empresa	4,88	5,63	5,04	5,43	5,39
Pequeña empresa	7,66	8,55	7,83	8,41	8,46
Microempresa	5,12	5,44	4,61	5,07	5,07
Personas	2,57	2,57	2,53	2,73	2,73
Consumo	3,47	3,33	3,23	3,49	3,49
Vehiculares	6,07	4,61	1,91	1,97	2,00
Tarjeta	4,82	4,31	4,20	4,73	4,83
Hipotecario	0,98	1,33	1,46	1,59	1,59
Morosidad Promedio	3,33	3,40	2,87	3,07	3,07

Cuadro 47
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO:
MONEDA EXTRANJERA

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Abr.16
Empresas	1,48	2,14	3,89	4,00	4,21
Corporativo	0,00	0,00	0,01	0,00	0,35
Gran empresa	0,45	0,81	1,52	1,73	1,84
Mediana empresa	3,02	4,22	5,55	6,04	6,30
Pequeña empresa	6,99	9,90	16,33	19,29	20,01
Microempresa	3,84	4,01	7,91	10,49	11,19
Personas	1,47	2,06	3,28	3,73	3,81
Consumo	2,62	3,42	4,58	5,33	5,40
Vehiculares	2,46	4,09	7,52	9,26	9,83
Tarjeta	3,16	3,07	2,62	2,90	2,88
Hipotecario	1,12	1,64	2,88	3,25	3,33
Morosidad Promedio	1,48	2,13	2,87	3,06	3,26

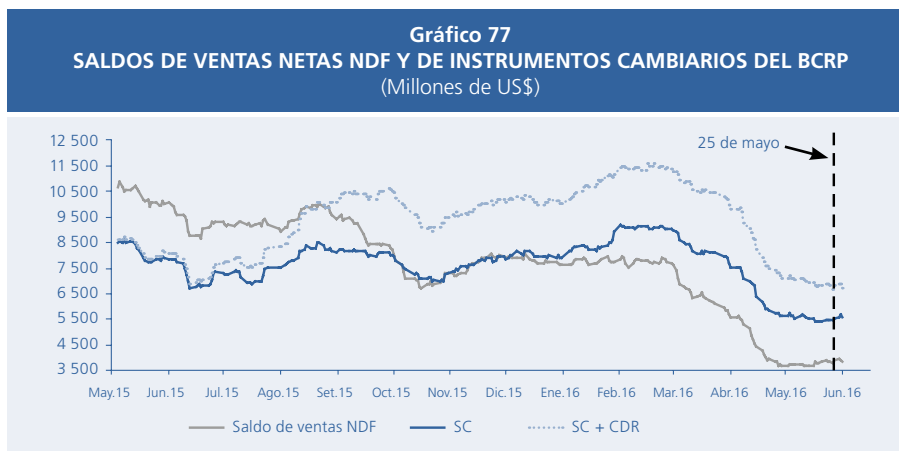
Tipo de cambio e intervención cambiaria

72. Entre marzo y mayo de 2016, el tipo de cambio revirtió la tendencia al alza que había mantenido desde el segundo trimestre de 2014. Esto debido a la mejora en los precios de los *commodities* de exportación por las mejores perspectivas de crecimiento mundial y la menor incertidumbre asociada a la política monetaria de la Reserva Federal y a un escenario electoral local menos incierto. Entre el cierre de febrero y el 19 de abril el tipo de cambio se apreció en 7,7 por ciento. Desde esa fecha hasta el 31 de mayo siguió una depreciación de 3,8 por ciento, con lo que el tipo de cambio alcanzó los S/ 3,378 por dólar, acumulando una apreciación de 1,1 por ciento en el año.



73. La oferta neta de dólares que se observó entre marzo y mayo de 2016 fue de US\$ 4 340 millones. La oferta provino principalmente del sector de no residentes, por US\$ 4 494 millones en el periodo. La demanda provino de la intervención del Banco Central, principalmente a través de los vencimientos netos de *Swap* Cambiarios por US\$ 3 360 millones y de CDRBCRP por US\$ 1 144 millones.
74. Cabe señalar que a partir del 29 de marzo, el BCRP decidió aceptar vencimientos anticipados de *swaps* cambiarios (*unwind*) si los bancos voluntariamente quisieran reducir sus posiciones más rápidamente. Al cierre de mayo se aceptaron estas operaciones por un monto equivalente a US\$ 2 890 millones, lo que contribuyó a que el saldo de *swaps* cambiarios se reduzca al equivalente de US\$ 5 674 millones.





Cuadro 48
FLUJOS CAMBIARIOS
(Millones de US\$)

Demanda Neta de Moneda Extranjera 1/	2015	2016 Ene-Feb	2016 Mar-May
1. Disminución de Crédito en ME	5 968	419	-49
2. Aumento de Depósitos en ME	3 853	760	-1 128
3. No Residentes	388	695	-4 494
4. AFPs	2 304	97	93
5. Sector Financiero	1 594	-2	-108
6. Sector No Financiero	-952	-484	1 346
Intervención del BCRP 2/	2015	2016 Ene-Feb	2016 Mar-May
1. Ventas Netas Spot	8 064	332	164
2. Colocación Neta de Swaps Cambiarios	2 320	1 027	-3 360
3. Colocación Neta de CDRBCRP	1 241	126	-1 144
4. Ventas por REPO de Sustitución	1 529		
TOTAL	13 154	1 485	-4 340
<i>Saldo de Swaps Cambiarios (Fin de periodo)</i>	<i>7 906</i>	<i>9 063</i>	<i>5 674</i>

1/ Signo negativo significa oferta de dólares.
2/ Signo negativo significa demanda de dólares del BCRP.

75. El tipo de cambio real multilateral disminuyó en 0,79 por ciento interanual. El resultado refleja una depreciación nominal multilateral de 5,83 por ciento, una inflación doméstica de 3,54 por ciento y una inflación externa proyectada de 2,02 por ciento (variación doce meses).

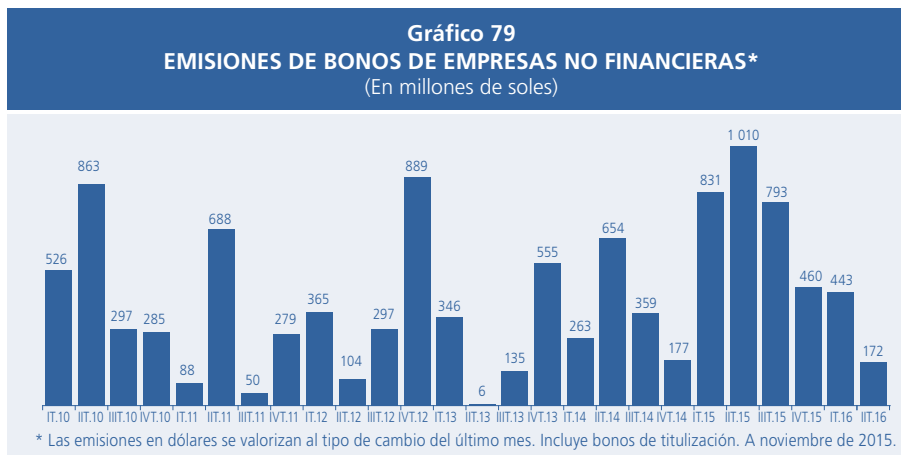


Mercado de capitales

76. Las empresas peruanas no financieras incrementaron en los tres últimos meses las emisiones de valores en el mercado local. Así, entre diciembre de 2015 y febrero de 2016 se emitieron S/ 512 millones de valores (S/ 386 millones el trimestre previo). En el caso de las empresas financieras, estas emitieron en total S/ 146 millones (S/ 164 millones el trimestre previo).

En el año 2015 se emitió S/ 3 093 millones, monto que representa un tasa de crecimiento de 113 por ciento respecto el año 2014. En términos de participación por moneda, el 90 por ciento del total emitido correspondió a valores en nuevos soles.

Para el resto del año se espera que los emisores continúen prefiriendo valores en moneda local, en un contexto de volatilidad en los mercados financieros internacionales por expectativa de futuros incrementos en la tasa de interés de la Reserva Federal y por las expectativas de crecimiento de China.





Cuadro 49
EMISIÓN MENSUAL DE BONOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
(En millones)

Mes	US\$	S/.	Total S/.
Dic.13	111,0	90,0	400,8
Ene.14	1,0		2,8
Feb.14	62,5	85,0	259,9
Abr.14		220,0	220,0
Jun.14		434,0	434,0
Jul.14	20,0		55,9
Set.14	50,0	160,0	303,5
Nov.14	21,0		61,3
Dic.14		116,0	116,0
Ene.15	10,0	500,0	530,6
Feb.15		300,0	300,0
Abr.15	6,0		18,8
May.15		502,0	502,0
Jun.15	154,0		489,3
Jul.15		435,0	435,0
Set.15	16,0	306,0	357,6
Oct.15	2,0	2,0	8,6
Nov.15	6,0		20,2
Dic.15	117,0	32,0	431,1
Ene.16		1,2	1,2
Feb.16	26,0	2,0	93,6
Mar.16		348,0	348,0
Abr.16	1,0		3,3
May.16	50,0		168,6
Promedio 2010			158,0
Promedio 2011			104,0
Promedio 2012			137,9
Promedio 2013			86,8
Promedio 2014			145,3
Promedio 2015			257,8
Promedio 2016			122,9

77. En mayo de 2016, dos empresas peruanas emitieron bonos en el mercado internacional, luego de una pausa de 10 meses en este tipo de operaciones de endeudamiento.

Primero, la empresa Kallpa Generación realizó su primera emisión de bonos en el mercado externo, colocando en total US\$ 350 millones de bonos bajo la par al plazo de 10 años. El ratio *bid to cover* ascendió a 4 aproximadamente. Los principales adjudicatarios fueron los inversionistas no residentes (73 por ciento). La tasa de rendimiento de los valores ascendió a 4,86 por ciento (mayor en 155 puntos básicos a la tasa de rendimiento de un bono global peruano de similar plazo). De otro lado, la empresa agroindustrial Camposol realizó un intercambio de bonos con vencimiento el 2 de febrero de 2017 por valores con vencimiento el 17 de mayo de 2021. En total se emitieron US\$ 147 millones al plazo de 5 años.

A mayo de 2016, el saldo de los bonos emitidos por empresas peruanas en el mercado internacional asciende a US\$ 20 355 millones. En los dos próximos años el total de vencimientos de bonos en el exterior asciende a US\$ 353 millones, de los cuales US\$ 300 millones corresponde a bonos del sector financiero y US\$ 53 millones al sector transable. El reducido monto de vencimientos no representa un potencial riesgo de refinanciamiento para las empresas emisoras.

Cuadro 50
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	8-Abr	432	29	6,88%
Camposol	24-Abr	75	3	9,88%
Rutas de Lima**	27-Jun	370	22	8,38%
Rutas de Lima***	27-Jun	150	25	5,25%
InRetail Shopping Mall	1-Jul	350	7	6,50%
InRetail Consumer	7-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>		<u>1 025</u>		
Banco de Crédito	15-Ene	200	13	6,13%
Interbank	11-Mar	300	15	6,63%
Banco de Crédito	1-Jul	225	4	2,75%
BBVA Banco Continental	15-Set	300	15	5,25%
<u>Sector Financiero Público</u>		<u>1 179</u>		
Fondo MiVivienda	26-Mar	300	5	3,38%
Fondo MiVivienda*	15-May	279	4	1,25%
COFIDE	8-Jul	300	5	3,25%
COFIDE	8-Jul	300	15	5,25%
AÑO 2015		4 510		
Sector no Financiero		3 361		
GyM Ferrovias***	3-Feb	206	25	4,75%
Southern Copper Corporation	17-Abr	500	10	3,88%
Southern Copper Corporation	17-Abr	1 500	30	5,88%
Consorcio Nuevo Metro de Lima	10-Jun	1 155	19	5,88%
Sector Financiero		1 149		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>349</u>		
Intercorp	3-Feb	250	10	5,88%
Interbank**	3-Feb	99	15	7,66%
Sector Financiero Público		800		
COFIDE	7-Jul	200	4	3,25%
COFIDE	7-Jul	600	10	4,75%
AÑO 2016		497		
Sector no Financiero		497		
Kallpa Generación	19-May	350	10	4,88%
Camposol ****	20-May	147	5	10,50%

* Emisión en Francos suizos.

** Emisión en Soles.

*** Emisión en Soles VAC.

**** Intercambio de bonos 2017 por 2023.





Recuadro 3 AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Desde fines de la década de 1980, diversas economías a nivel internacional han comenzado a dotar a sus bancos centrales de una mayor autonomía, como por ejemplo, Nueva Zelanda (1989), Chile (1989), Colombia (1992), Perú (1993), México (1993) e Inglaterra (1997). El énfasis en la autonomía tiene sólidos fundamentos económicos, pues está asociada a una mayor estabilidad de precios que se traduce en mejores condiciones para la inversión y el crecimiento de largo plazo.

La literatura económica subraya el concepto de autonomía o independencia (en inglés, es el *central bank independence*) para referirse al blindaje que tienen los bancos centrales respecto de las decisiones de los otros poderes del Estado, que típicamente conllevan un sesgo inflacionario debido a la multiplicidad de objetivos, más allá de la estabilidad de precios, o la predominancia fiscal, es decir, el financiamiento del déficit fiscal a partir de los préstamos del banco central.

En un muy influyente artículo, Cukierman, Webb y Neyapti (1992)¹⁰ cuantifican la independencia legal de los bancos centrales conferida por el marco normativo, y encuentran una relación negativa entre esta independencia legal y la tasa de inflación, en particular en países desarrollados entre 1950 y 1990. La independencia legal se construye a partir de cuatro grandes rubros, a saber, las características del mandato del Presidente del banco central, la formulación de la política monetaria, los objetivos del banco central y los límites a los préstamos del banco central al gobierno de turno (ver siguiente cuadro).

INDEPENDENCIA LEGAL Y EFECTIVA DE LOS BANCOS CENTRALES			
Criterio	Independencia legal	Criterio	Independencia efectiva
	Presidente del banco central		
1	a. Duración del mandato	1	Traslape del mandato del Presidente con autoridades políticas
2	b. ¿Quién nombra al Presidente?		
3	c. Causas de remoción del Presidente	2	Límites a los préstamos al gobierno en la práctica
4	d. ¿Puede el Presidente tener otros puestos en el gobierno?	3	Resolución de conflictos
	Formulación de políticas		
5	a. ¿Quién formula las políticas?	4	Independencia financiera
6	b. ¿Quién tiene la última palabra en resolución de conflictos?		a. Determinación del presupuesto del banco central
7	c. Rol del banco central en el proceso presupuestal del gobierno		b. Determinación de las remuneraciones de los gerentes del banco central y la asignación de las utilidades
8	Objetivos del banco central		
	Límites a los préstamos al gobierno		
9	a. Límites a los préstamos sin colateral	6	Objetivos intermedios de política
10	b. Préstamos con colateral		a. Objetivos cuantitativos de cantidades de dinero
11	c. Términos financieros de los préstamos		b. Objetivos de tasas de interés
12	d. Potenciales prestamistas del banco central	7	Prioridad real otorgada a la estabilidad de precios
13	e. Parámetros de los límites a los préstamos		
14	f. Madurez de los préstamos	8	¿Funciona el banco central como banco de desarrollo, otorga créditos a tasas subsidiadas?
15	g. Determinación de la tasa de interés de los préstamos		
16	h. Compra de activos del gobierno en el mercado secundario		

Fuente: Cukierman, Webb y Neyapti (1992).

Además, los autores desarrollan un índice de autonomía efectiva a partir de variables relacionadas con el traslape del mandato del Presidente con las autoridades políticas, la independencia financiera y la importancia real de la estabilidad de precios, entre otros criterios, y muestran que los bancos centrales en países en desarrollo son típicamente menos

10 Cukierman, Alex, Steven Webb y Bilin Neyapti (1992). Measuring the independence of central banks and its effects on policy outcomes, *The World Bank Economic Review* 6(3): 353-398.

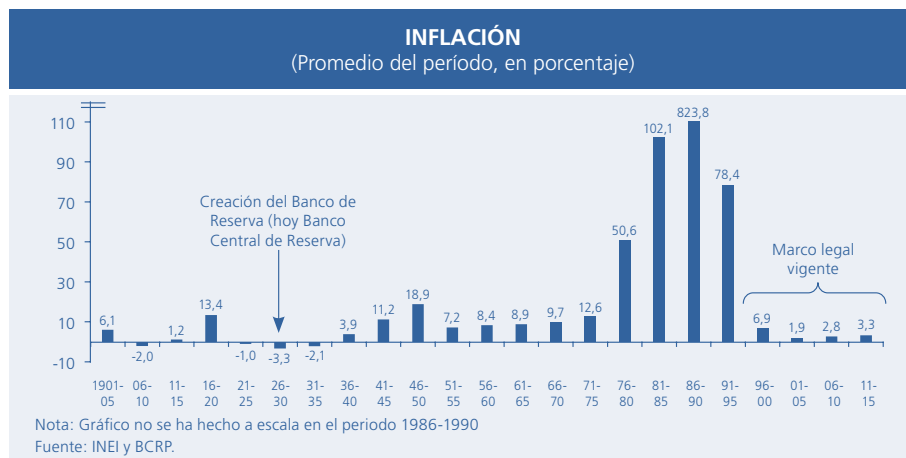
independientes que sus pares en países desarrollados (de hecho, Jacome y Vasquez, 2008¹¹, cuantifican la asociación negativa entre la independencia efectiva y la tasa de inflación en el caso de economías de América Latina y el Caribe).

Es importante resaltar que en la definición de independencia efectiva, la independencia financiera del banco central tiene que ver con su holgura de las hojas de balance para cumplir con el objetivo de estabilidad de precios. Si un banco central se viera restringido en alguna medida por el lado de su presupuesto, tendría problemas, por ejemplo, para acompañar a las medidas de política monetaria que pudiese invocar (por ejemplo, los costos de la esterilización o las intervenciones cambiarias), y de esta manera podría perder credibilidad ante los agentes económicos.

La independencia financiera es fundamental, pues Beblavy (2003)¹² y Bini (2007)¹³ sugieren que si los otros poderes del Estado determinan el presupuesto asignado al personal y a los costos operativos del banco central, entonces hay un riesgo significativo de que estos influyan en las decisiones de los funcionarios del banco central. De hecho, Bini (2007) señala que en el Banco Central Europeo ha opinado que las finanzas de los bancos centrales no deben depender ni del gobierno ni del congreso ni de ninguna otra entidad.

En resumen, la literatura económica enfatiza que la autonomía de los bancos centrales no solamente debe ser conferida por ley (autonomía de jure), sino que en la práctica debe traducirse en una autonomía efectiva (autonomía de facto), es decir, debe incluir un conjunto de arreglos formales e informales que convierten a la estabilidad de precios en un objetivo reconocido (Cukierman, 2006¹⁴).

El énfasis en la autonomía efectiva es importante para entender los periodos de alta inflación que ocurrieron desde la fundación del Banco de Reserva del Perú en 1922 (que luego se convertiría en el BCRP en 1931) hasta la fecha (ver siguiente gráfico). La evidencia sugiere que existe una asociación entre los episodios de inestabilidad monetaria y las trasgresiones a la autonomía efectiva del BCRP (ver Orrego, 2007¹⁵).



- 11 Jacome, Luis y Francisco Vásquez (2008). Is there any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. *European Journal of Political Economy* 24: 788-801.
- 12 Beblavy, Miroslav (2003). Central bankers and central bank Independence. *Scottish Journal of Political Economy* 50(1): 61-68.
- 13 Bini, Lorenzo (2007). Central bank Independence: From theory to practice. Discurso en la Conferencia Good Governance and Effective Partnership, Budapest, Hungarian National Assembly.
- 14 Cukierman, Alex (2006). Independencia del banco central e instituciones responsables de la política monetaria: Pasado, presente y futuro. *Economía Chilena* 9(1): 5-23.
- 15 Orrego, Fabrizio (2007). Autonomía del Banco Central de Reserva del Perú: Una perspectiva histórica, *Revista Moneda* 135: 16-22.





No es casualidad que los períodos de altas inflaciones en la historia del BCRP han estado acompañados de marcos jurídicos y prácticas que expusieron al Directorio a presiones externas, no necesariamente relacionadas con la preservación de la estabilidad de precios. Desafortunadamente, los periodos de bajo crecimiento económico en los últimos 60 años han estado típicamente acompañados de una inflación no solamente elevada, sino también altamente volátil (ver siguiente cuadro).

INFLACIÓN Y CRECIMIENTO DEL PBI REAL (En porcentaje)			
Periodo	Inflación promedio	Volatilidad de la inflación 1/	Crecimiento PBI promedio
1951-1960	7,8	2,4	5,5
1961-1970	9,3	4,8	5,3
1971-1980	30,2	23,0	3,7
1981-1990	332,1	2 428,4	-1,0
1991-2000	38,1	124,9	3,9
2001-2010	2,4	1,5	5,6
2011-2015	3,3	0,3	4,7

1/ Desviación estándar de la inflación en el periodo.
Fuente: BCRP.

En la actualidad, el BCRP se desenvuelve bajo su Ley Orgánica de 1992 y la Constitución Política de 1993, donde se señala que el Banco es una persona jurídica con autonomía dentro de su Ley, cuya única finalidad es la estabilidad monetaria.

En particular, el artículo 86° de la Ley Orgánica señala que el Banco cuenta con autonomía presupuestal, siendo responsable de la programación, formulación, aprobación, ejecución, ampliación, modificación y control del presupuesto institucional. El Directorio fija la remuneración del presidente del Banco, de su gerente general, y a propuesta de éste, de sus funcionarios principales y trabajadores en general. Asimismo, el gerente general contrata al personal necesario para el cumplimiento de las funciones del Banco, de acuerdo a los Estatutos y con sujeción a las políticas establecidas por el Directorio y a las vacantes existentes.¹⁶

En este sentido, la elevada independencia efectiva del BCRP constituye un elemento adicional que sustenta el éxito reciente del BCRP en el manejo de la inflación (2,7 por ciento promedio anual en los últimos quince años).

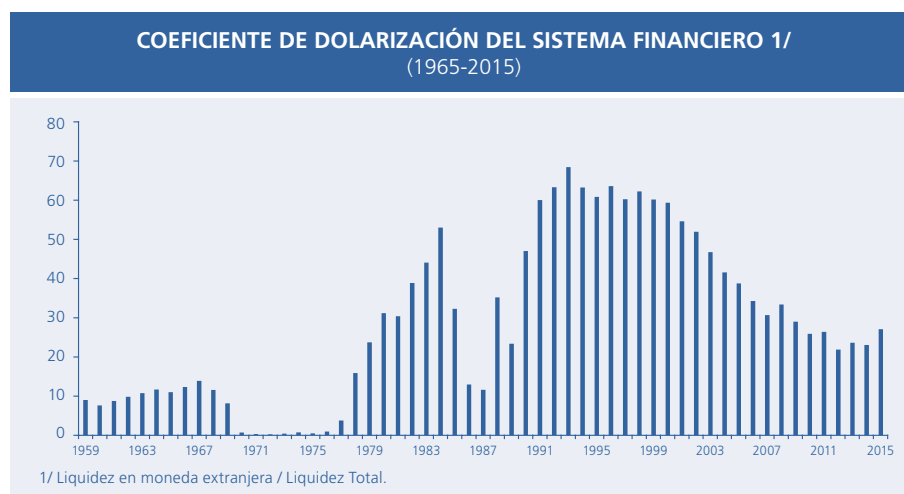
16 Asimismo, el artículo 92° dispone que el 75 por ciento de las utilidades netas del Banco se destinen a una reserva que podrá servir para su capitalización. De otro lado, el artículo 93° señala que en caso de que el Banco tenga pérdidas, se aplica a su cobertura la reserva arriba mencionada, y de ser ésta insuficiente, el Tesoro Público, dentro de los treinta días de aprobado el Balance, emite y entrega al Banco títulos de deuda negociable, que devengan intereses, por el monto no cubierto.

Recuadro 4
PERSPECTIVAS DE LARGO PLAZO DE LA DOLARIZACIÓN

La dolarización nace en el Perú en los años 40 y se agudiza en los años 80 en respuesta a niveles altos, crecientes y persistentes de inflación. La dolarización ofreció a los agentes la posibilidad de proteger el valor de sus ahorros y disminuir la pérdida en el valor de los activos nominales que implica la inflación. Brasil y Chile experimentaron inflación alta también pero no se dolarizaron.

TASA DE INFLACIÓN PROMEDIO (En porcentaje)				
	1975-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2015
Bolivia	29	251	9	5
Brasil	61	336	200	7
Chile	93	20	9	3
Colombia	24	24	20	5
Costa Rica	11	26	16	8
República Dominicana	13	23	10	9
El Salvador	14	19	8	3
Honduras	9	8	18	7
México	23	65	18	4
Panamá	5	2	1	3
Paraguay	15	28	13	7
Perú	46	1 046	38	3
Uruguay	58	61	35	9

En el Perú, los topes a las tasas de interés y la falta de disponibilidad de instrumentos de indexación, condujeron a la dolarización, en otros países de la región niveles altos de inflación generaron indexación de precios, salarios y activos financieros. Ese fue el caso de Chile y Brasil en la región.



Cuando la inflación es alta, la moneda doméstica pierde su función como depósito de valor en favor de una moneda que mantenga su valor (en este caso, el dólar). Primero se dolarizan los ahorros, que son los más vulnerables a la inflación. Esto lleva a las entidades financieras a ofrecer créditos en dólares para evitar descalces en su balance. Luego, si la inflación persiste, los agentes comienzan a aceptar la moneda extranjera como medio de pago. Si los ingresos





son transformados a dólares (para preservar su valor), las personas comienzan a transar en dólares. Finalmente, se fijan los precios en dólares.

Histéresis

Si bien lo anterior explica por qué la dolarización aparece, queda la pregunta de por qué esta persiste una vez que la inflación disminuye. A este fenómeno se le conoce como histéresis.

Cuando a principio de los años 90 se llevó a cabo el programa de estabilización y liberalización de la economía, se tomó una serie de medidas para facilitar el uso de la moneda extranjera en un contexto de alta desconfianza en la moneda nacional y bajos niveles de intermediación financiera (el crédito llegó a representar sólo el 9,4 por ciento del PBI en 1991). Se eliminaron las restricciones para la compra y venta de moneda extranjera y, con el objetivo de simplificar los trámites cambiarios, se autorizó a las entidades del sistema financiero a atender y transferir moneda extranjera con la sola presentación de una declaración jurada (requisito que se eliminó más adelante). También se liberalizaron totalmente los flujos de capital del país con el exterior, permitiéndose así nuevamente la libre apertura de cuentas bancarias en el país y en el exterior por parte de agentes nacionales y extranjeros, y se retornó a la libre tenencia de cuentas en moneda extranjera.

Estos cambios condujeron a un aprendizaje por parte de los agentes en el uso de la moneda extranjera e inversión por parte del sistema financiero para reducir los costos de transacción de la misma. De esta forma, se generó un sistema bancario y de pagos bimonetario que persiste hasta hoy. Este uso generalizado de la moneda extranjera y la acumulación de un capital social y físico que reduce el costo de transar en ella está en línea con lo planteado por Uribe (1997) como una teoría para explicar la histéresis en la dolarización.

Dolarización con inflación baja

Dado que el costo para los agentes privados de cambiar de una moneda a otra en el Perú es mínimo, la decisión de usar soles o dólares para los activos y pasivos financieros se convierte en una de portafolio.

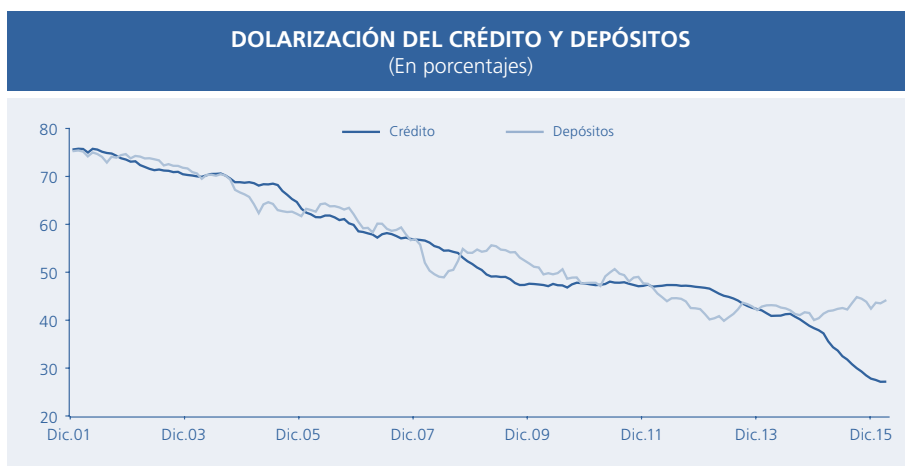
Para las empresas que exportan bienes al exterior, los créditos denominados en dólares constituyen una opción natural ya que sus ingresos están en dólares. Otras empresas que adquieren insumos importados depositan en dólares para tener cierto grado de cobertura.

Los hogares ahorran parcialmente en dólares para comprar los activos durables con precio en dólares (por ejemplo, departamentos, casas y terrenos) o como una forma de cubrirse ante las fluctuaciones del dólar que afectan a los precios de los bienes indexados al dólar en su canasta.

En este contexto, el Banco Central fomenta la desdolarización de varias maneras:

- Una inflación doméstica similar que la extranjera incentiva a los agentes a ahorrar en soles.
- Encajes más altos en moneda extranjera para lograr que los agentes domésticos interioricen el riesgo que el uso de la moneda extranjera implica para la estabilidad financiera.
- Encajes condicionales a la evolución del crédito total y vehicular e hipotecario en moneda extranjera para proveer un mecanismo de coordinación al sistema financiero con miras a reducir el saldo de estos préstamos.

Como resultado de lo anterior, tanto la dolarización de créditos como la de depósitos se ha reducido significativamente en los últimos años.



Sin embargo, cabe señalar que aún queda espacio para reducir la dolarización de créditos (en segmentos como el vehicular e hipotecario, por ejemplo) y también la de depósitos.

El BCRP continuará sentando las bases para que la moneda nacional siga ganando terreno. En el caso de los depósitos, continuar el proceso de desdolarización requerirá otro tipo de medidas entre las cuales se podría considerar potenciar la educación financiera en la etapa escolar para dar a conocer los riesgos de la dolarización, incidir en la regulación que desincentiva la fijación de precios de bienes finales e insumos en dólares o exige que se muestren en soles también (el Código de Protección y Defensa del Consumidor de 2010 ya incluye regulación de esta naturaleza), y profundizar el mercado de capitales en moneda doméstica para proveer alternativas de financiamiento a las empresas.

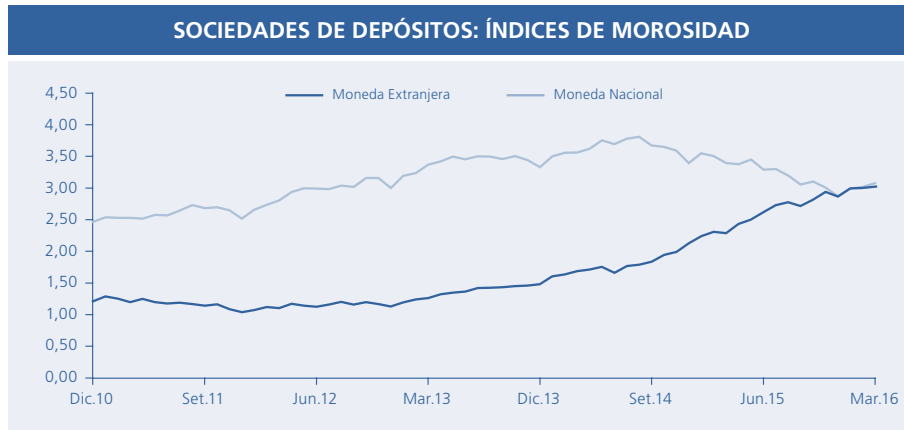
Cabe señalar que algunas de estas medidas van más allá del alcance de la política monetaria y requerirán de la cooperación de otras instituciones del Estado.



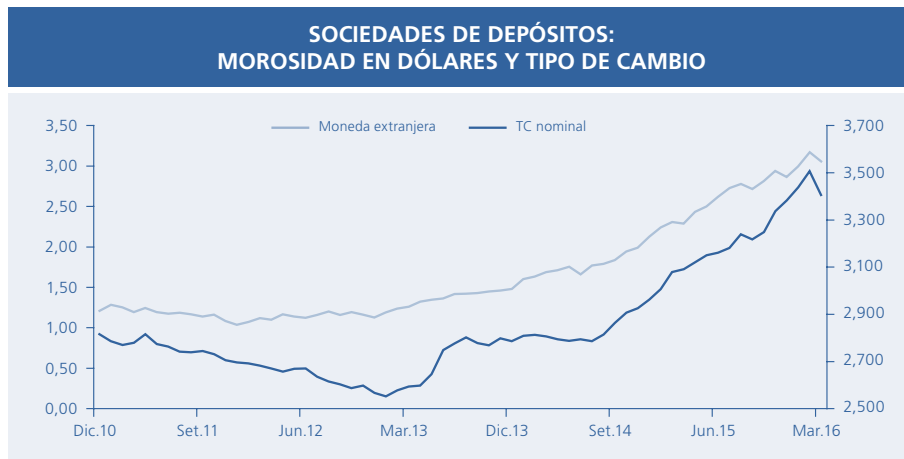


Recuadro 5
MOROSIDAD EN LA BANCA Y DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO

En este recuadro se explora la relación entre morosidad y dolarización del crédito desde fines de 2010. Para las colocaciones en moneda nacional, el índice de morosidad registró un comportamiento al alza desde 2,5 por ciento en diciembre 2010 hasta 3,8 por ciento en agosto 2014, registrándose luego un movimiento a la baja (3,1 por ciento a marzo 2016). Por su parte, el índice de morosidad para los créditos en dólares mantuvo cierta estabilidad hasta diciembre 2013 (1,5 por ciento, desde el 1,3 por ciento en diciembre 2010); posteriormente, se ha observado una tendencia creciente (3,1 por ciento a marzo 2016), que coincide con el periodo de depreciación cambiaria.



Tal como ilustra el siguiente gráfico, el incremento en la morosidad de los créditos en dólares se acelera con el ritmo de la depreciación cambiaria, particularmente desde mediados del año 2014, y se revierte ligeramente al final de la muestra, lo que también coincide con la apreciación del sol observada desde fines de febrero 2016.



El alza en los índices de morosidad de los créditos en dólares se extiende a todos los tipos de créditos, siendo particularmente notoria para el caso del crédito al sector de pequeña y micro empresa; cuyos índices de morosidad pasaron de 4,7 y 3,7 por ciento, respectivamente en 2010, a 19,3 y 10,5 por ciento a marzo 2016. También se aprecia

un aumento de la cartera morosa, tanto para los créditos destinados al consumo e hipotecario; desde 2,1 y 1,1 por ciento, respectivamente, en 2010 hasta 5,3 y 3,3 por ciento, respectivamente, a marzo 2016.

SOCIEDADES DE DEPÓSITOS: MOROSIDAD CRÉDITO EN DÓLARES							
	Total	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Micro-empresas	Consumo	Hipotecario
2010	1,2	0,2	2,5	4,7	3,7	2,1	1,1
2011	1,0	0,2	2,1	4,4	2,1	1,9	0,9
2012	1,1	0,4	2,3	4,6	1,7	2,0	0,8
2013	1,5	0,4	3,0	7,0	3,8	2,6	1,1
2014	2,1	0,8	4,2	9,9	4,0	3,4	1,6
2015	2,9	1,5	5,5	16,3	7,9	4,6	2,9
Mar.16	3,1	1,7	6,0	19,3	10,5	5,3	3,3

Este comportamiento de la morosidad estaría reflejando el efecto de la depreciación de la moneda doméstica en la capacidad de pago de los prestatarios, debido a los descalces de monedas que subyacen a estos créditos. Cuando hay descalces cambiarios, la depreciación eleva tanto el monto de la deuda como la necesidad de flujos de caja para atender los servicios e intereses de los mismos. Si bien es cierto que los niveles actuales de morosidad para el total de créditos es bajo y no compromete la solvencia de la banca, el aumento de la morosidad de los créditos en dólares ilustra los riesgos de la dolarización del crédito y la necesidad de continuar con el proceso de desdolarización de las carteras de los bancos, en particular para los segmentos de más riesgo, como son los créditos a personas.

En ese sentido, el BCRP en noviembre de 2015 anunció que el programa de desdolarización del crédito, que se inició un año antes, continuará en 2016, y para el caso de los créditos vehicular e hipotecaria estableció la necesidad de reducción anuales de 10 puntos porcentuales por año hasta que este concepto de crédito alcance el 5 por ciento del patrimonio de la banca.

La desdolarización significativa del crédito durante 2015 y lo que va de 2016, que ha implicado una reducción del saldo de crédito en dólares de alrededor de US\$ 6 mil millones, ha limitado los efectos de la depreciación del tipo de cambio en la morosidad, y a través de este mecanismo en la solvencia del sistema financiero, lo que ha fortalecido el sistema financiero frente a depreciaciones significativas. Un análisis econométrico corrobora estos argumentos al evidenciar la significancia estadística tanto del programa de desdolarización, como de los encajes en dólares en reducir la morosidad de los créditos en dólares, y el fuerte efecto de la depreciación cambiaria sobre el indicador de morosidad.

El análisis estima un modelo lineal mediante mínimos cuadrados ordinarios. La variable dependiente es la tasa de crecimiento de los créditos en morosidad¹⁷ y los regresores son variables exógenas, como el programa de desdolarización y la tasa de interés de la Fed. En el caso del tipo de cambio, se realizó una prueba de exogeneidad encontrándose evidencia a favor de esta hipótesis. Los resultados muestran significancia estadística tanto de las medidas de encaje (signo negativo) como del tipo de cambio nominal (signo positivo) y del programa de desdolarización (signo negativo). Ello sería evidencia estadística a favor de que períodos de depreciación de la moneda doméstica generan presiones al alza en los índices de morosidad de la cartera en moneda extranjera. Los resultados también muestran que las medidas de encaje, al endurecer las condiciones crediticias en dólares, y el programa de desdolarización habrían contribuido a contrarrestar el aumento de la cartera morosa. Se estima que de no haberse introducido el programa de desdolarización del crédito, el monto en dólares de la cartera morosa habría sido 50 por ciento más alto que el observado, con lo que el índice de morosidad de la banca habría sido mayor en 2 puntos porcentuales a su nivel actual.

17 Definido como las colocaciones refinanciadas, vencidas y en cobranza judicial.





ESTIMACIÓN MÍNIMO CUADRÁTICA

Dependiente: Tasa de crecimiento de la cartera morosa
Período muestral: Diciembre 2010 - Marzo 2016 (mensual)

Regresores:	coeficiente	p-value
Constante	0,21	0,00
Encaje en ME	-0,01	0,00
Tipo de cambio nominal 1/	0,19	0,02
Programa de Desdolarización 2/	-0,03	0,00
Tasa de Interés de la FED	0,06	0,24
Estadísticos:		
	R2	0,28
	Durbin-Watson	2,56
	Test exogeneidad - p-value:	
	no se rechaza nula de exogeneidad del tipo de cambio nominal	0,45

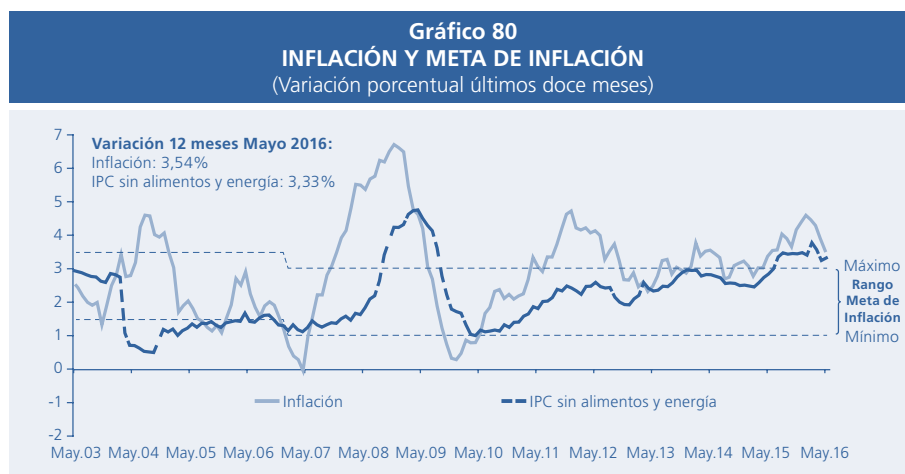
1/ En diferencias.

2/ Variable dummy, 0 (hasta Diciembre 2014), de 0 a 1 (entre Enero y Junio 2015), y luego se fija en 1.

VI. Inflación

Ejecución a mayo 2016

78. La inflación acumulada en los últimos doce meses pasó de 4,47 por ciento en febrero a 3,54 por ciento en mayo 2016, como producto de la reversión de los choques internos por el fenómeno El Niño, la reducción de las expectativas inflacionarias así como de la apreciación del sol observada desde febrero.



Cuadro 51
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
							Ene.-May. 12 meses	
IPC	100,0	4,74	2,65	2,86	3,22	4,40	1,37	3,54
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	2,42	1,91	2,97	2,51	3,49	1,51	3,33
a. Bienes	21,7	2,37	1,60	2,62	2,43	3,57	1,63	3,58
b. Servicios	34,8	2,45	2,10	3,18	2,55	3,44	1,44	3,18
2. Alimentos y energía	43,6	7,70	3,55	2,73	4,08	5,47	1,21	3,78
a. Alimentos y bebidas	37,8	7,97	4,06	2,24	4,83	5,37	1,63	4,10
b. Combustibles y electricidad	5,7	6,01	0,22	6,09	-0,85	6,20	-1,71	1,59
Combustibles	2,8	7,54	-1,48	5,95	-5,59	-6,33	-4,46	-5,03
Electricidad	2,9	4,30	2,19	6,23	4,37	18,71	0,47	7,20

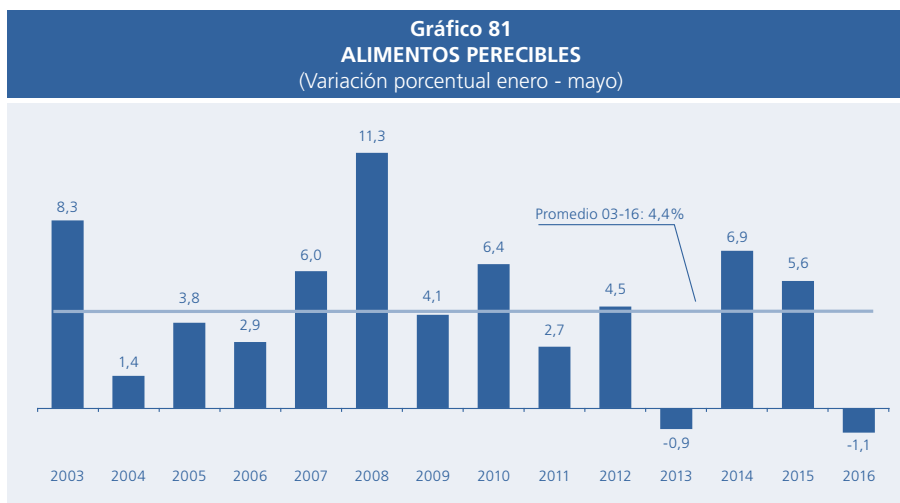




Cuadro 52 INFLACIÓN (Contribuciones ponderadas)								
	Peso	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
							Ene.-May.	12 meses
IPC	100,0	4,74	2,65	2,86	3,22	4,40	1,37	3,54
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,36	1,05	1,62	1,37	1,89	0,81	1,80
a. Bienes	21,7	0,51	0,34	0,54	0,50	0,73	0,33	0,73
b. Servicios	34,8	0,85	0,71	1,08	0,87	1,16	0,48	1,06
2. Alimentos y energía	43,6	3,38	1,60	1,24	1,86	2,51	0,56	1,74
a. Alimentos y bebidas	37,8	3,03	1,59	0,89	1,91	2,15	0,66	1,65
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,35	0,01	0,35	-0,05	0,36	-0,10	0,09
Combustibles	2,8	0,23	-0,05	0,18	-0,18	-0,18	-0,12	-0,13
Electricidad	2,9	0,12	0,06	0,17	0,12	0,54	0,02	0,23

79. La disminución de los precios de los alimentos agrícolas perecibles en lo que va del año obedece a una corrección de precios después del fuerte incremento registrado en 2015 por El Niño. Las mayores reversiones se dieron en los precios de papa y legumbres.

Cuadro 53 IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES (Variación promedio mensual)		Enero - Mayo
2002-2015		
IPC		0,31
Alimentos agrícolas perecibles		0,98
2015		
IPC		0,44
Alimentos agrícolas perecibles		1,10
2016		
IPC		0,27
Alimentos agrícolas perecibles		-0,22



80. En el periodo enero-mayo los rubros con mayor contribución positiva a la inflación fueron matrículas y pensión de enseñanza y comidas fuera del hogar. Por otro lado destacó la contribución negativa a la inflación de la gasolina y de productos alimenticios como papa.

Cuadro 54 RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - MAYO 2016							
Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,8	0,46	Papa	0,9	-27,8	-0,37
Comidas fuera del hogar	11,7	2,9	0,39	Gasolina y lubricantes	1,3	-10,4	-0,12
Otras frutas frescas	0,4	24,0	0,10	Transporte nacional	0,3	-18,6	-0,07
Otras hortalizas	0,4	15,7	0,08	Legumbres frescas	0,2	-14,1	-0,05
Artículos del cuidado personal	4,9	1,6	0,07	Palta	0,1	-24,1	-0,04
Huevos	0,6	13,7	0,07	Olluco y similares	0,1	-26,4	-0,03
Tomate	0,2	32,9	0,07	Choclo	0,1	-11,9	-0,02
Cebolla	0,4	22,1	0,07	Carne de pollo	3,0	-0,6	-0,02
Productos medicinales	2,1	2,5	0,05	Papaya	0,2	-7,1	-0,01
Cigarrillos	0,1	29,0	0,05	Uva	0,1	-9,5	-0,01
Total			1,41	Total			-0,74

Matrícula y Pensión de enseñanza

81. En el periodo enero-mayo el rubro **“matrícula y pensión de enseñanza”** aumentó 4,8 por ciento, observándose las mayores alzas en los meses de febrero (1,4 por ciento) y marzo (3,1 por ciento), relacionado al inicio del año escolar. En febrero se registraron aumentos en las matrículas de los colegios, tanto estatales como privados. En marzo aumentaron las pensiones en colegios particulares (8,0 por ciento versus 6,4 por ciento en marzo 2015). En los últimos doce meses la variación de este rubro fue 5,4 por ciento, mayor a la del índice general de precios (3,5 por ciento).

Comida fuera del hogar

82. En los primeros cinco meses del año el rubro **“comida fuera del hogar”** aumentó 2,9 por ciento, tasa mayor a la registrada en los alimentos dentro del hogar (1,0 por ciento) y en el índice general de precios (1,37 por ciento). Este resultado reflejó el aumento de las preferencias de los consumidores por este servicio. En los últimos doce meses el incremento de este rubro fue 5,4 por ciento, superior a la inflación (3,5 por ciento) y al total de alimentos dentro del hogar (3,4 por ciento).

Medicinas y artículos de cuidado personal

83. En el periodo enero-mayo se registraron alzas en rubros de alto contenido importado o que se fijan en función de la evolución del tipo de cambio, como **medicinas** (2,5





por ciento) y **artículos de cuidado personal** (1,6 por ciento). En los doce últimos meses el precio de las medicinas aumentó 5,4 por ciento y el de los artículos de cuidado personal 3,3 por ciento, tasas menores a la devaluación (5,9 por ciento).

Cigarrillos

84. En mayo se dispuso el alza del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) al tabaco rubio y negro (D.S. N° 112-2016-EF del 5-5-2016), de S/ 0,07 a S/ 0,18 por cigarrillo (157 por ciento). Dicho incremento repercutió en el precio de los **cigarrillos** que aumentaron 23,0 por ciento en el mes de mayo (29,0 por ciento en el período enero-mayo).

Gasolina y lubricantes

85. En el período enero-mayo el rubro **gasolina y lubricantes** disminuyó en promedio 10,4 por ciento, acorde a la evolución de los precios ex planta fijados por las refinerías locales. En los últimos doce meses la variación de este rubro fue negativa (-13,9 por ciento), pero menor a la de la cotización internacional WTI (-20,9 por ciento). Ello estaría en relación a la política comercial de cada empresa y a la evolución del tipo de cambio. Otro factor que se considera son los precios de referencia que fija Osinergmin, siguiendo la cotización internacional del petróleo y la evolución de los precios de los combustibles en el mercado estadounidense. En mayo los precios de referencia aumentaron por el mayor consumo estacional en la costa norteamericana y por las paradas operativas de las refinerías del Golfo, lo que habría influido en el mercado local principalmente en el precio del petróleo diésel (4,5 por ciento) y de la gasolina (4,0 por ciento). Asimismo la cotización internacional del petróleo WTI pasó de US\$ 41,0 dólares el barril en abril a US\$ 46,9 dólares el barril en mayo, el precio más alto desde julio 2015 (US\$ 51,2 dólares).

Alimentos

Otras frutas frescas

86. En el período enero-mayo el rubro **“otras frutas frescas”** presentó un variación de 24,0 por ciento, destacando las alzas en marzo (8,9 por ciento) y abril (8,6 por ciento). En esos meses el mayor aumento se registró en el precio de la fresa, producto que procede de los valles de Lima y cuyo abastecimiento a Lima disminuyó por factores estacionales. Igualmente se registraron alzas en los precios de otros productos como mango y piña, principalmente ante la mayor demanda en la estación de verano. En los doce últimos meses este rubro registró una variación de 2,0 por ciento en lo que influyó la caída estacional de los precios en el segundo semestre del año 2015.

Otras hortalizas

87. En el período enero-mayo el rubro de **“otras hortalizas”** aumentó 15,7 por ciento debido al encarecimiento de productos como brócoli, lechuga y poro. Estos productos

proceden de los valles de Lima y requieren de climas templados para su desarrollo. Además del factor estacional, el aumento de la temperatura afectó su producción, a lo que se sumó las mayores mermas por el calor en el proceso de comercialización. En los últimos doce meses este rubro presentó una variación negativa (-5,0 por ciento) reflejando el mayor abastecimiento estacional en el segundo semestre de 2015.

Huevos

88. En los primeros cinco meses del año el precio de los **huevos** aumentó 13,7 por ciento. Las mayores alzas se registraron en los meses de marzo (7,4 por ciento) y abril (12,0 por ciento), lo que se atribuye a la mayor demanda estacional y al menor precio relativo de este producto en comparación al resto de alimentos de alto contenido proteico. Ello en un contexto de mayor abastecimiento. Se estima que la producción de huevos aumentó 2,6 por ciento en el periodo enero-abril con respecto al mismo periodo de 2015). En los doce últimos meses el precio presentó una caída de 1,7 por ciento asociado al alto nivel de abastecimiento.

Tomate

89. En el periodo enero-mayo el precio del **tomate** registró un incremento de 32,0 por ciento, principalmente por la caída de las siembras en Lima, principal zona abastecedora (-9 por ciento en el periodo noviembre-enero con respecto al mismo periodo de la campaña anterior). A ello se sumó la mayor temperatura en los meses de verano, lo que habría afectado la calidad del producto. La producción nacional de tomate en el periodo enero-abril cayó 14,0 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior. La variación de los últimos doce meses del precio del tomate fue 23,0 por ciento.

Cebolla

90. El precio de la **cebolla** registró un alza de 22,1 por ciento en los primeros cinco meses del año, observándose las mayores alzas en los meses de marzo y abril (6,9 y 12,3 por ciento respectivamente). Este resultado es acorde a su evolución estacional. Adicionalmente, las condiciones más cálidas en Arequipa y la deficiencia de humedad del suelo en gran parte de la campaña, habrían afectado la calidad del producto, encareciendo el precio mayorista del producto de primera calidad. En los últimos doce meses la variación del precio fue negativa (-6,6 por ciento), debido al aumento, principalmente estacional, del abastecimiento durante el segundo semestre de 2015.

Papa

91. Entre los productos que presentaron variaciones negativas se encuentra la **papa** (-27,8 por ciento). A ello contribuyó el mayor abastecimiento en los meses de febrero a abril, como resultado del adelanto de cosechas en algunas zonas de Huánuco y





principalmente por la participación de Junín y Ayacucho en el abastecimiento. Las siembras de Junín y Ayacucho correspondiente al abastecimiento de este periodo fueron similares a las de la campaña anterior, a lo que se sumó la mejora del clima en los últimos meses (precipitaciones ligeras y menores anomalías en la temperatura).

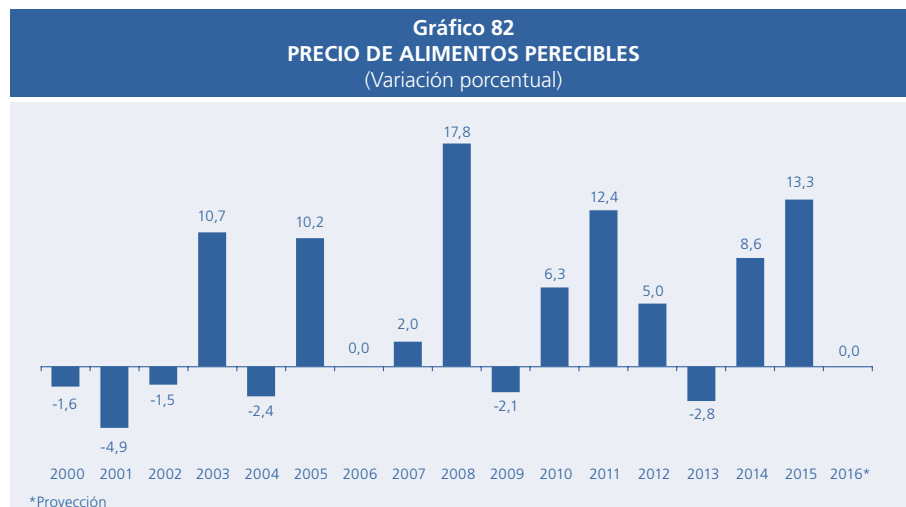
Proyección 2016

92. Para 2016 se prevé que la inflación retorne al rango meta, favorecida de un lado por una menor inflación importada, en un entorno de menores presiones cambiarias; así como por la mejora que se viene observando en las expectativas de inflación y la reversión de los choques de oferta observados el año pasado en los alimentos agrícolas perecibles (crecimiento esperado de 0,0 por ciento para este año, comparado al 13,3 por ciento del año previo).

En este sentido, se espera que la inflación alcance una tasa de 2,9 por ciento, ubicándose por debajo del límite superior del rango meta, y menor al 4,4 por ciento registrado en 2015.

Cuadro 55 INFLACIÓN 2009-2016 (Variación porcentual anual)									
	Peso	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
IPC	100,0	0,2	2,1	4,7	2,6	2,9	3,2	4,4	2,9
Alimentos y energía	43,6	-0,9	3,0	7,7	3,6	2,7	4,1	5,5	2,6
a. Alimentos	37,8	0,6	2,4	8,0	4,1	2,2	4,8	5,4	3,0
b. Energía	5,7	-10,4	6,8	6,0	0,2	6,1	-0,9	6,2	-0,1
IPC sin alimentos y energía	56,4	1,7	1,4	2,4	1,9	3,0	2,5	3,5	3,2

* Proyección

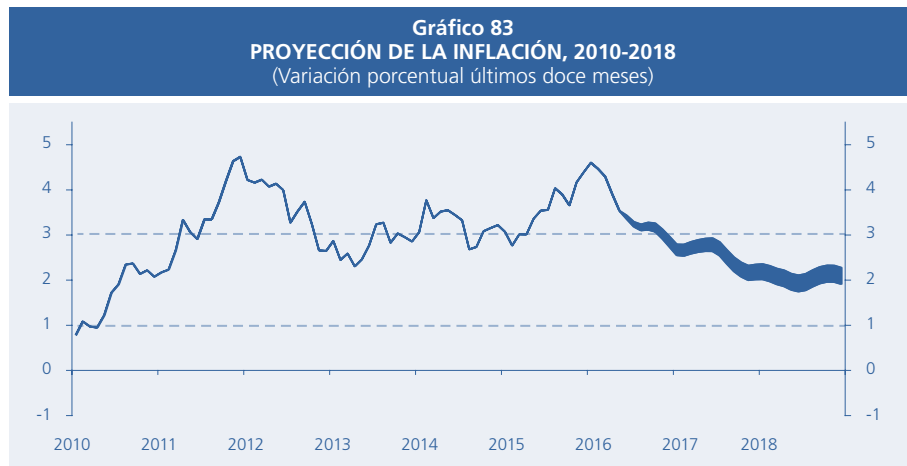


VII. Proyección de la inflación y balance de riesgos

Proyección

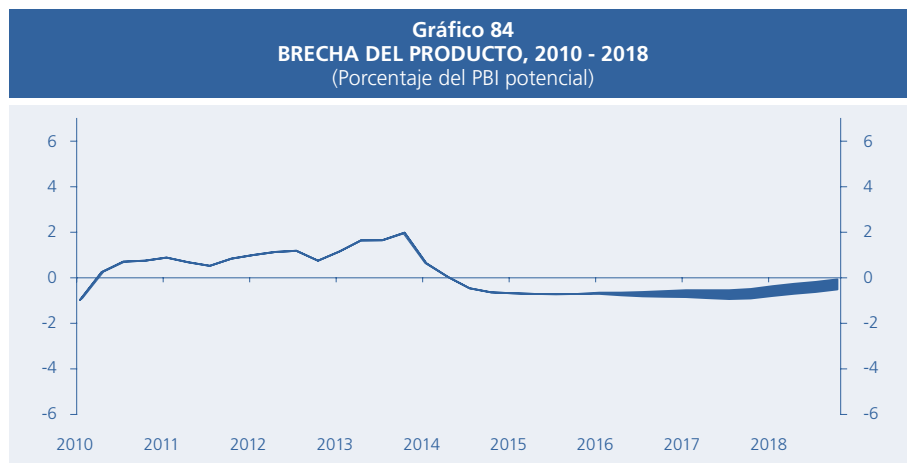
93. El BCRP toma acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y de sus determinantes, elaborada a partir de la información macroeconómica disponible en el momento de la toma de decisiones. Entre los determinantes de la inflación considerados para la decisión de política monetaria, destacan las expectativas de inflación, la inflación importada, y las presiones inflacionarias que se cuantifican a través de la brecha producto (diferencia entre el PBI observado y su nivel potencial).
94. Bajo este contexto, se proyecta que la **inflación** se sitúe **dentro del rango meta a finales de 2016**, y que ésta se aproxime gradualmente **a dos por ciento durante el periodo 2017–2018**. La convergencia es similar que la prevista en el Reporte de Inflación de marzo, en línea con una caída acelerada en la inflación importada como respuesta a la reciente tendencia hacia la apreciación del sol en el segundo trimestre. La convergencia de la inflación durante el horizonte de proyección es además consistente con una caída sostenida en las expectativas de inflación hacia el rango meta durante el periodo, consecuencia de las medidas de política monetaria; con la reversión de los choques de oferta sobre los precios de alimentos, las cuales afectaban la inflación a inicios de año; y con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda.
95. El **riesgo** de desvío de la inflación para 2016 respecto a la tasa esperada se ha moderado en relación al Reporte de Inflación de marzo. En particular, la reversión de los choques de oferta, la caída en las expectativas de depreciación y la estabilización del precio de *commodities* facilitarían una convergencia algo más rápida de la inflación a su rango meta. La proyección central considera que la convergencia de las expectativas de inflación, junto con las medidas tomadas por el Banco Central, impulsen una convergencia gradual hacia la inflación meta durante el horizonte de efectividad de la política monetaria.





96. Los detalles de los **determinantes de la proyección de inflación** se discuten a continuación:

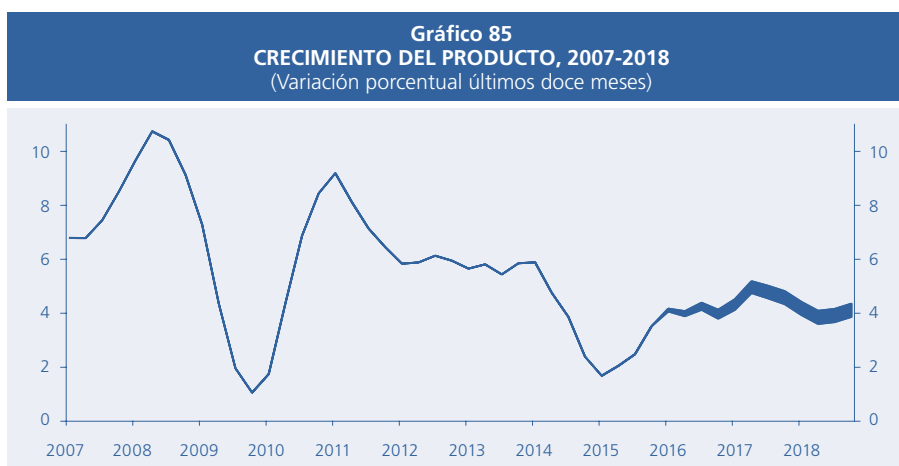
- a) La economía crecería al ritmo del PBI potencial durante 2016, mientras que el **crecimiento del producto** se situaría por encima del potencial durante 2017 y 2018, consistente con una recuperación de la brecha producto hacia su nivel neutral. Este crecimiento se daría sin presiones inflacionarias de demanda, como lo indica una brecha producto negativa. Las condiciones externas continuarían siendo adversas, pero se espera que éstas se moderen durante 2017 y 2018 en la medida que se establezcan los precios de las materias primas y se acelere el crecimiento de los socios comerciales. Asimismo, se espera un impulso fiscal sobre la demanda agregada para 2016 y condiciones monetarias en moneda nacional todavía expansivas.



Con la información disponible, se estima que la economía transitará hacia un ciclo económico neutral en el horizonte de predicción. Los principales determinantes de la proyección de la brecha producto son:

- **Confianza empresarial:** respecto al último Reporte de Inflación, se prevé una mejora en la confianza empresarial, sustentada en la evolución reciente de la economía interna.
- **Condiciones externas:** se prevé condiciones externas más restrictivas que las contempladas en el Reporte de Inflación de marzo debido a un menor crecimiento esperado de la economía mundial y de los socios comerciales de Perú. En particular, se espera un desempeño menor de Estados Unidos y de países socios de la región; mientras que las expectativas sobre China se mantienen. Por el lado de los términos de intercambio, se mantiene la proyección de un deterioro moderado, pero menor al previsto en el Reporte anterior.
- **Impulso fiscal:** el impulso fiscal estimado para 2016 sería positivo y mayor a lo previsto en el Reporte de Inflación de marzo, consistente con una ejecución del gasto mayor a lo esperado en los últimos meses. En el horizonte de proyección, se espera una reversión gradual del impulso fiscal a partir de 2017.
- **Condiciones monetarias:** Las condiciones monetarias en soles se mantienen como uno de los factores que contribuyen al cierre de la brecha del producto. Por otra parte, se espera una contracción en las condiciones monetarias en dólares, producto del retiro del programa de estímulos monetarios de la Fed y el incremento en su tasa de política monetaria.

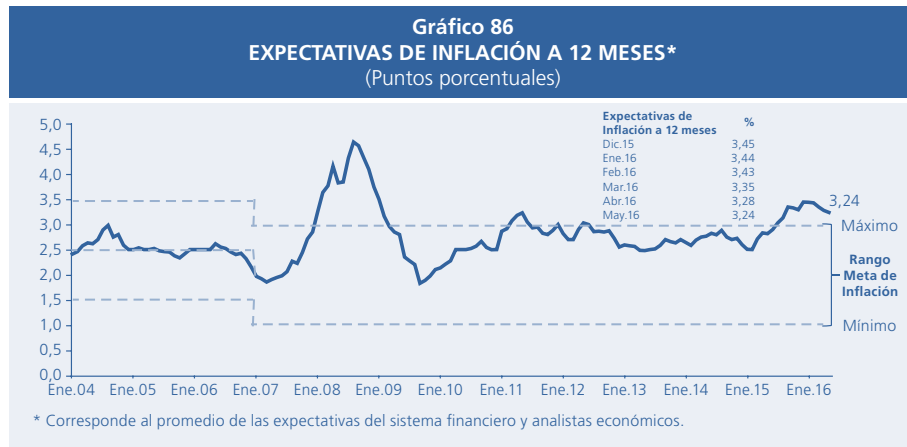
Cabe destacar que la proyección de crecimiento económico para el horizonte 2016-2018 es consistente con la recuperación gradual de la brecha del producto y un crecimiento del PBI potencial de alrededor de 4,0 por ciento.





- b) Las **expectativas de inflación** en 2016 se mantienen aún por encima del rango meta de inflación, pero se prevé que continúe el patrón decreciente hacia este rango durante los siguientes trimestres.

El Banco Central se mantendrá vigilante a la evolución de estas expectativas en el horizonte de proyección, para adoptar las medidas de política monetaria necesarias que contribuyan a garantizar la convergencia de la inflación al rango meta.



Cuadro 56
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

		Expectativas del:		
		RI Dic.15	RI Mar.16	RI Jun.16*
Sistema Financiero	2016	3,3	3,5	3,4
	2017	2,8	3,2	2,9
	2018		3,0	2,5
Analistas Económicos	2016	3,2	3,5	3,5
	2017	3,0	3,0	3,0
	2018		2,9	2,9
Empresas No Financieras	2016	3,1	3,5	2,5
	2017	3,0	3,5	3,2
	2018		3,0	3,0

* Encuesta realizada durante la segunda quincena de mayo.

- c) La **inflación importada** recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. En este sentido, para 2016, se espera una inflación importada menor a la prevista en el Reporte de Inflación de marzo, principalmente por la revisión a la baja en el pronóstico de depreciación nominal.

Con relación a los **precios internacionales**, se proyecta una tendencia al alza en los precios de los principales *commodities* importados mayor al pronóstico del Reporte previo, especialmente en el precio del petróleo.

Respecto a las **expectativas de depreciación**, la última encuesta de expectativas de tipo de cambio revela que los agentes económicos esperan menores tasas de depreciación durante el horizonte de proyección, consistente con un panorama internacional distinto al observado a finales de febrero y marzo de 2016. En particular, los planes de estímulo monetario del Banco Central Europeo y el cambio en las expectativas sobre el alza en la tasa de interés de política de la Fed han favorecido a las monedas de países emergentes exportadores de *commodities*; y esto se ha hecho tangible con el ajuste en las posiciones en dólares de inversionistas no residentes y con la menor demanda por dólares de los agentes residentes.

Cuadro 57
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO
(Soles por US Dólar)

		Expectativas del:		
		RI Dic. 15	RI Mar. 16	RI Jun. 16*
Sistema Financiero				
	2016	3,50	3,65	3,50
	2017	3,50	3,70	3,60
	2018		3,70	3,65
Analistas Económicos				
	2016	3,50	3,65	3,45
	2017	3,53	3,70	3,53
	2018		3,75	3,58
Empresas No Financieras				
	2016	3,50	3,60	3,50
	2017	3,50	3,70	3,52
	2018		3,70	3,60

*Encuesta realizada durante la segunda quincena de mayo.

- d) Los **choques de oferta** que afectaron la inflación en 2015 y al comienzo de 2016 se vienen revirtiendo, tendencia que se mantendrá durante el horizonte de proyección.

Balance de riesgos en el horizonte 2016-2018

97. Toda proyección se encuentra sujeta a la realización de posibles eventos no anticipados que pueden provocar desvíos respecto del escenario central. En un contexto de incertidumbre, la materialización de algunos riesgos podría implicar una inflación distinta a la proyectada originalmente. Con relación a la proyección de inflación, entre los eventos más probables que podrían desviar la tasa de inflación respecto del escenario base destacan:





a. Un menor crecimiento mundial.

El escenario base considera un crecimiento mundial menor en el período 2016-2018 respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de marzo, principalmente por el menor dinamismo de los Estados Unidos, Japón y algunas economías emergentes. Sin embargo, si dicha recuperación fuese aún más lenta, el menor impulso externo resultante se traduciría en una menor brecha del producto y una menor tasa de inflación.

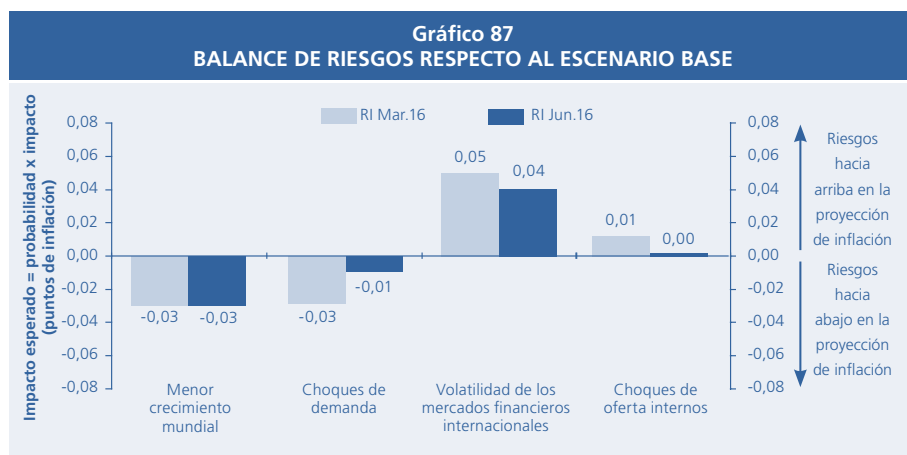
b. Choques negativos en la demanda interna.

La recuperación económica podría demorarse si se produjera un aplazamiento en la ejecución de proyectos de inversión, lo que supondría una brecha del producto más negativa y una menor inflación en el horizonte de proyección. Respecto al Reporte de Inflación de marzo, la probabilidad de ocurrencia de este escenario ha disminuido dada la recuperación de la inversión pública.

c. Mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Este riesgo podría materializarse si alzas de la tasa de política de la Fed no anticipadas generasen volatilidad en los mercados financieros internacionales. En tal caso, se podrían generar salidas de capitales desde los países emergentes y presiones de depreciación en estas economías, incidiendo en mayores tasas de inflación. Sin embargo, dado el cambio en las expectativas sobre el alza de la tasa de la Fed, el riesgo se ha moderado.

98. El balance de los riesgos antes mencionado se mantiene neutral en la proyección de la inflación; de manera que la probabilidad de factores al alza de la inflación son iguales a los que implican un menor incremento de los precios.



Conclusiones

99. Se mantiene la previsión de la convergencia de la inflación a su rango meta en el horizonte de proyección 2016-2018; consistente con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda, la reversión de los choques de oferta, las expectativas de inflación con tendencia a la baja y las menores tasas de inflación importada.

El Banco Central se mantendrá atento a la evolución de las expectativas de inflación y de los otros determinantes de la inflación para adecuar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar la convergencia de la inflación hacia el rango meta.





Recuadro 6
ESQUEMAS DE METAS DE INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA ANTICÍCLICA

En este recuadro se discute evidencia empírica reciente que muestra un cambio importante en la naturaleza de la respuesta de los bancos centrales en economías emergentes frente a choques externos. En los esquemas de metas de inflación, como los que utiliza un gran número de bancos centrales en el mundo, entre ellos el Perú, la respuesta de política monetaria frente a choques que desvían la inflación del nivel meta, depende de la naturaleza de los mismos.

Así, cuando el choque es de demanda, el banco central puede implementar una política monetaria anti-inflacionaria que al mismo tiempo sea anti-cíclica (expansiva durante una desaceleración económica y restrictiva durante un episodio de bonanza). Esto es así porque cuando la economía enfrenta a choques de demanda: un choque negativo (positivo) producirá una desaceleración económica y presiones deflacionarias (inflacionarias) ante lo cual el banco central responde con una reducción (aumento) en la tasa de interés, que estabiliza tanto la inflación como el crecimiento. Esta situación se denomina en la literatura, la “divina coincidencia” (Blanchard y Galí, 2005)¹⁸.

Sin embargo, cuando los choques son de oferta, esto es cuando se observa simultáneamente aumentos de inflación y desaceleración económica, la política monetaria no puede alcanzar, en el corto plazo una recuperación del ritmo de crecimiento de la actividad económica, y una menor inflación. Gran parte de los choques de oferta son transitorios, por los que sus efectos en inflación revierten rápidamente y no son significativos en actividad. En estos casos es usual no observar una respuesta de política monetaria. Sin embargo, cuando los choques de oferta son persistentes (incluyendo menor crecimiento del PBI potencial), se requiere de una respuesta de política monetaria que permita mantener ancladas las expectativas de inflación, y así preservar la credibilidad en la política inflacionaria del banco central. En este contexto, una política monetaria expansiva no puede estimular la economía sin generar inflación y con ello mayores costos futuros para el control de la misma.

En el pasado, la falta de credibilidad en los bancos centrales en las economías de la región, hacía que frente a choques externos negativos, los bancos centrales reaccionaran elevando sus tasas de interés, y por tanto siendo pro-cíclicos en sus respuestas de política. Ello para evitar grandes depreciaciones en el tipo de cambio, que se traducían típicamente en altas tasas de inflación dado el elevado efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación, o que afectarían la estabilidad del sistema financiero, cuando los efectos hoja de balance eran significativos.

Afortunadamente, en los últimos 15 años, cerca de un tercio de los países emergentes se han “graduado” en términos de prociclicidad (Vegh y Vuletin, 2012¹⁹). En el caso de la política monetaria, estos autores sostienen que con bancos centrales independientes que potencia su credibilidad y con medidas macroprudenciales que reducen los descalces cambiarios, escenarios con depreciaciones significativas se han vuelto menos perjudiciales, lo que permite al banco central reducir la tasa de interés de referencia durante episodios adversos.

Si bien se puede argumentar que en promedio, Latinoamérica se ha graduado en términos de respuestas de política frente a episodios adversos (se han tornado más contracíclicos), sin embargo, este promedio oculta la heterogeneidad entre países. Por un lado, tenemos países como Chile y Perú que tienen políticas monetarias contracíclicas mientras que por otro lado, Argentina, Uruguay y Venezuela aún se encuentran caracterizados por políticas monetarias procíclicas.

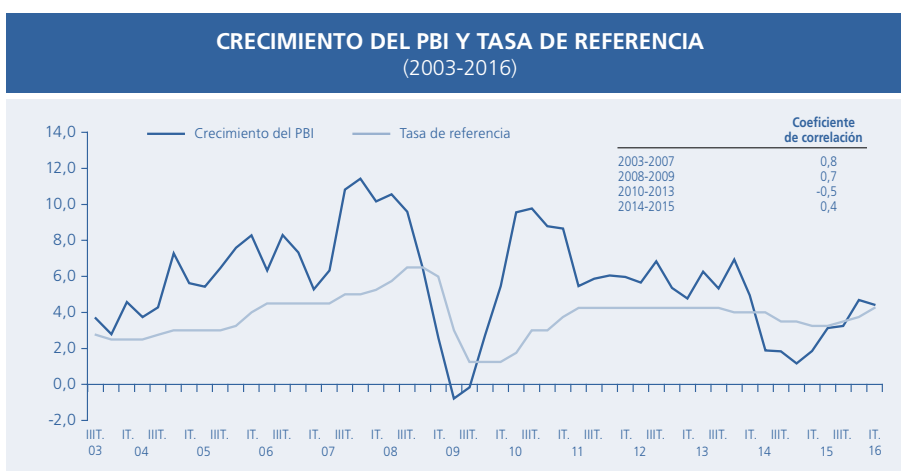
18 Blanchard, O y Galí, J. (2005). Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model. *Journal of Money, Credit, and Banking*, supplement to vol. 39 (1), 2007, 35-66

19 Vegh, Carlos, and Vuletin, Guillermo (2012), “Overcoming the fear of free falling: Monetary policy graduation in emerging markets,” in *The role of Central Banks in financial stability: How has it changed?*, Federal Reserve Bank of Chicago.

CICLICALIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE EPISODIOS DE CRISIS		
País	Ciclicalidad de la política monetaria	
	Antes de 1998	Después de 1998
Argentina	-0,55	-0,56
Brasil	-0,17	0,08
Chile	0,08	0,65
Colombia		0,35
México	-0,62	-0,22
Perú	0,11	0,75
Uruguay	-0,52	-0,58
Venezuela		-0,06
Región	-0,28	0,05

(-) indica prociclicidad.
Fuente: Vegh y Vulentin (2014).

En el caso de Perú, la independencia del Banco Central y la transparencia que implica el esquema de metas de inflación han contribuido a potenciar la credibilidad de la política monetaria y el anclaje de las expectativas de inflación. Adicionalmente, una solvencia macroeconómica que ha evolucionado favorablemente en la última década y la aplicación de políticas macroprudenciales (en particular, con el uso cíclico de los requerimientos de encaje) han permitido mitigar los efectos adversos de depreciaciones significativas y ser uno de los países que evidencia políticas monetarias contracíclicas ante escenarios negativos.



La credibilidad que ha ganado la política monetaria en las últimas décadas en Perú, le ha permitido implementar una respuesta de política monetaria efectiva tanto frente a la crisis financiera global, periodo en el que el BCRP utilizó tanto la tasa de referencia, la que redujo a 1,25 por ciento, su mínimo histórico, así como un conjunto amplio de instrumentos monetarios para inyectar liquidez, lo que permitió mantener condiciones monetarias y crediticias expansivas que fueron fundamentales para aminorar el impacto de la crisis financiera (a diferencia de lo ocurrido durante la crisis rusa, que tuvo un impacto mayor en nuestra economía) y propiciar una rápida recuperación de la actividad económica, que permitió mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta en los siguientes años.





PERÚ: INDICADORES DE SOLVENCIA MACROECONÓMICA DURANTE EPISODIOS DE CRISIS

		Unidad	Crisis rusa		Crisis financiera global	
			Jun.98	1999	Jun.08	2010
Banco Central	RIN /PBI	%	18,3	16,3	30,9	25,0
Bancos	Ratio de liquidez en MN de la banca	%	21,1	15,0	57,9	48,9
	Ratio de liquidez en ME de la banca	%	34,3	39,8	39,8	39,8
	Ratio de Dolarización del Crédito	%	79,1	81,7	52,4	43,3
	Pasivos externos de corto plazo de la banca/credito bancario	%	19,5	12,7	11,2	2,6
	Capitales de corto plazo/PBI	%	2,8	-3,0	0,5	-0,2
	Ratio de morosidad de la banca	%	6,1	8,3	1,2	1,5
Sector Público	Deuda pública/PBI	%	44,7	47,1	26,8	23,5
	Dolarización de la deuda pública	%	88,0	87,6	61,2	60,2
	Maduración promedio de la deuda pública	años	7,0	7,5	11,2	12,5
Depreciación real durante el episodio de crisis		%	13,0		-9,2	
Depreciación nominal durante el episodio de crisis		%	34,3		-12,7	

Recientemente, frente a un choque externo significativo, caracterizado por una caída persistente de los términos de intercambio, y menores inlujos de capitales, que han generado mayor inflación, y desaceleración en el crecimiento económico en la mayoría de países de la región, el BCRP ha implementado una política monetaria orientada a mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y con ello propiciar un crecimiento de la actividad cercano a su potencial. La respuesta de política monetaria ha sido consistente con la naturaleza de este choque, que a diferencia del observado durante la crisis financiera internacional, que generó caída de inflación y de crecimiento, en este último periodo se observa desaceleración del crecimiento con mayor inflación, patrón más consistente un choque de oferta persistente (y un menor crecimiento del PBI potencial), por lo que, una respuesta apropiada de política monetaria requiere dosificar el impulso monetario, de tal manera que se mantenga las expectativas de inflación ancladas y se refuerce la credibilidad del banco central.

Asimismo, el uso activo de los requerimientos de encaje con fines macroprudenciales por parte del BCRP ha permitido amortiguar el efecto de choques negativos sobre el sistema financiero, a la vez que el uso de la intervención cambiaria y la acumulación de reservas internacionales han reducido el impacto de una depreciación del tipo de cambio en las hojas de balance de los agentes económicos. En tal sentido, el uso de una mayor variedad de instrumentos macroprudenciales genera un mayor espacio para el uso de la política monetaria contracíclica.

Recuadro 7 ESTIMACIÓN DE LA TASA NATURAL DE INTERÉS

Desde la adopción del esquema de metas de inflación, el BCRP toma decisiones de política monetaria de forma anticipada para alcanzar la meta cuantitativa de inflación anunciada. Las decisiones de política monetaria se traducen en movimientos de la tasa de interés de referencia, de acuerdo a las condiciones macroeconómicas. No obstante, conocer los movimientos en la tasa de referencia no constituye información suficiente para determinar si la posición de la política monetaria es expansiva o contractiva. Para ello, es necesario comparar la tasa de referencia con la tasa real de interés de "equilibrio", de tal forma que la política sería expansiva (contractiva) si la tasa de referencia se encuentra por debajo (encima) de esta tasa.

La tasa de "equilibrio" es aquella tasa real de interés de corto plazo consistente con una economía operando a su nivel potencial y con la estabilidad de precios (Laubach, 2015)²⁰. Es decir, esta es la tasa que se observaría si la brecha producto fuese cero y si no existiesen presiones inflacionarias o deflacionarias que desvíen a la inflación de su tendencia. La tasa que cumple con estas características es conocida como la Tasa Natural de Interés (TN).

En la misma línea, podría entenderse a la TN como el precio que equilibra la demanda por préstamos de bienes de inversión con la oferta de ahorros reales (Winkelried y Ledesma, 2010)²¹. De esta forma, la TN responde gradualmente a cambios en la estructura de la economía que alteren la demanda u oferta; como lo son cambios en la productividad total de factores, condiciones externas, entre otros.

Una tasa de referencia debajo de la TN se considere una posición expansiva, debido a que induce una brecha producto positiva con las consecuentes presiones inflacionarias de demanda. La TN no es directamente observable, pero su medición constituye una tarea indispensable para un adecuado diseño de la política monetaria. Esto ha llevado a un interés particular de los Bancos Centrales en el desarrollo teórico y de estrategias empíricas para su modelación y estimación. Por su parte, el BCRP monitorea estimaciones sobre la tendencia que podría tomar la TN, tarea que se vuelve aún más relevante en la coyuntura actual donde las condiciones externas están en constante cambio e influyen directamente sobre la estructura de la economía peruana.

Las estimaciones responden, por lo general, al uso de técnicas estadísticas que permiten identificar la trayectoria de una variable no observable a partir del comportamiento de variables observables relacionadas. En este caso, los resultados mostrados corresponden al uso de una estimación que permite capturar la tendencia de la TN a partir de los valores observados de la tasa interbancaria y del comportamiento de sus dos determinantes principales: la tasa de interés real externa y la productividad total de factores.

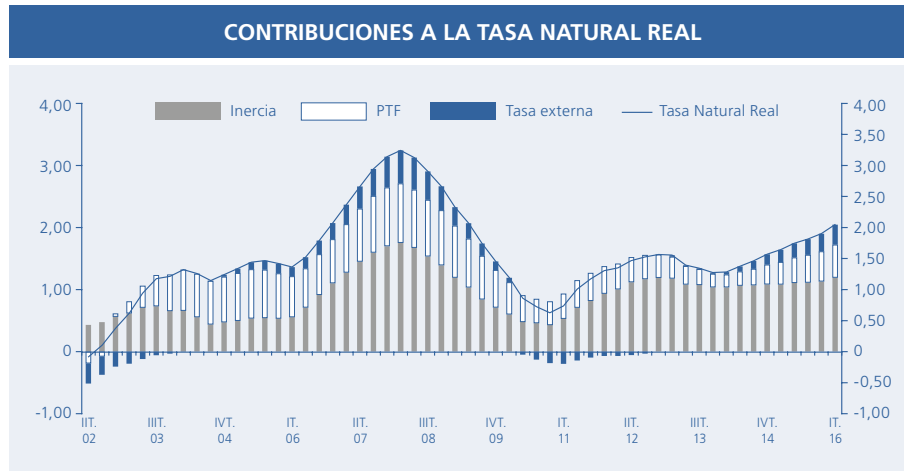
Previo a los resultados de la estimación, es posible definir el sentido de las relaciones entre la TN y sus determinantes a partir del marco teórico presentado. En primer lugar, se esperaría que la relación entre la tasa externa y la TN sea positiva, dado que, en el contexto de una economía pequeña y abierta con libre movilidad de capitales, no debería existir una desviación sistemática entre esta última y la del mercado internacional. Por otro lado, la relación con la productividad total de factores (PTF) debiera ser también positiva, dado que un incremento en la PTF eleva las expectativas de los inversionistas sobre su retorno futuro, generando presiones actuales sobre la demanda agregada y, consecuentemente, sobre la TN.

El gráfico a continuación muestra los resultados de la estimación de la TN y las contribuciones de sus determinantes en cada periodo.

20 Laubach, T., & Williams, J. (2003). Measuring the Natural Rate of Interest. *The Review of Economics and Statistics*, 1063-1070.

21 Winkelried, D., & Ledesma, A. (2010). Tasa Neutral de Interés. *Revista Moneda*, 13-17





Tal como se puede observar, la TN ha crecido desde 2014 impulsada por mayores tasas externas reales. En 2014, se observó una caída en el producto potencial por menor producción del sector primario. Dicha caída en el producto primario se ha empezado a revertir en 2015 y en el primer trimestre de 2016. Por su lado, las tasas reales externas han aumentado en los últimos meses en línea con los aumentos de las tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos. Durante 2015, la política monetaria ha sido expansiva al encontrarse la tasa por debajo de su nivel natural. Esto es consistente con la recuperación en el PBI observado en 2015 respecto al año anterior.

BANCO DE RESERVA DEL PERU

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

DE 1922.

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

- DE ACUERDO CON LAS DISPOSICIONES DE LA LEY Nº 4300 -

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

Antonio Torres *E. Y. Romero* *[Signature]*

