



REPORTE DE INFLACIÓN

Setiembre 2016

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

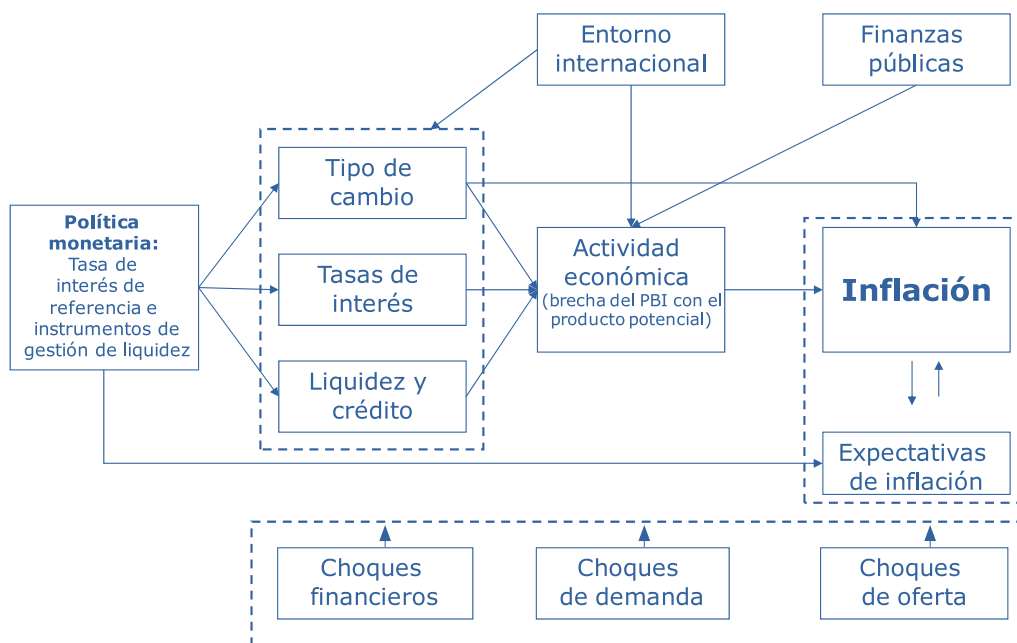


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018

Setiembre 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

Setiembre 2016

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
- Actividad productiva	11
- Mercados financieros	16
II. Balanza de pagos	22
- Balanza comercial	23
- Términos de intercambio.....	24
- Financiamiento externo.....	31
III. Actividad económica	37
- PBI sectorial	37
- PBI gasto.....	41
IV. Finanzas públicas.....	51
- Ingresos fiscales	55
- Evolución del gasto público.....	56
- Deuda pública.....	57
V. Política monetaria y mercados financieros.....	61
- Acciones de política monetaria.....	61
- Liquidez	66
- Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	74
- Mercado de capitales	77
VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos	82
- Proyección	86
- Balance de riesgos en el horizonte 2016 - 2018	90

RECUADROS

1. Ciclos de alza de la Fed y evolución del dólar en los mercados internacionales	20
2. Mecanismos de transmisión de los precios de exportación e importación	35
3. Proyecto de Ley de Presupuesto 2017	59
4. Hechos estilizados del sistema financiero peruano: Tipo de cambio y fuentes de expansión del crédito.....	79
5. Evolución de la inflación en los países con metas explícitas	92

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al segundo trimestre de 2016 de la Balanza de Pagos, a junio de 2016 del Producto Bruto Interno, a julio de cuentas monetarias, y a agosto 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 8 de setiembre de 2016.



Resumen

- i. Desde el último Reporte de Inflación, los mercados internacionales han sido afectados principalmente por el referéndum en el que se definió el retiro del Reino Unido de la Unión Europea, así como por las expectativas en torno al proceso de normalización de la tasa de interés de la política monetaria del Banco Central de los Estados Unidos. Sin embargo, la referida volatilidad financiera ha tenido un impacto moderado en los indicadores de actividad económica mundial, por lo cual se ha revisado ligeramente a la baja la tasa de crecimiento del PBI mundial de 3,1 a 3,0 por ciento en 2016 y de 3,5 a 3,4 por ciento en 2017.
- ii. La tasa de crecimiento del PBI ha venido aproximándose a su ritmo potencial, registrándose en el periodo enero-julio un crecimiento de 4,0 por ciento, asociado al dinamismo de las exportaciones tradicionales y a la inversión de los gobiernos subnacionales. En contraste, la inversión del sector privado continuó mostrando una retracción en el primer semestre (-4,6 por ciento), en particular de la inversión minera. Las últimas encuestas de confianza empresarial revelaron una tendencia favorable, lo cual se puede explicar por la evidencia de una recuperación más sostenible de la producción, el empleo y los ingresos; así como por cambios que impulsen la ejecución de proyectos privados y públicos.

El crecimiento proyectado del PBI para el periodo 2016 – 2018 es consistente con una tendencia gradual de eliminación de la brecha de producto, de manera que la actividad va alcanzando su nivel potencial. Para 2016 el crecimiento del PBI se proyecta en 4,0 por ciento y para 2017 y 2018 en 4,5 y 4,2 por ciento, respectivamente, tendencia que viene sostenida por el dinamismo del consumo, con tasas de crecimiento de 3,8 y 4,0 por ciento, respectivamente. Por su parte, la inversión privada comenzaría a recuperarse los siguientes 2 años con tasas de 5 por ciento.

- iii. La inflación ha mantenido una clara tendencia a la baja producto de una reversión de alzas en precios de alimentos que fueron afectados por el Fenómeno El Niño, así como del fortalecimiento de la moneda nacional en 0,6 por ciento en los primeros ocho meses del año. A estos factores se le añade el anclaje de las expectativas de inflación, las cuales se ubican dentro del rango meta de inflación de 1 a 3 por ciento, y que han respondido también a la elevación de la tasa de interés de referencia del BCRP en los meses de setiembre y diciembre de 2015, y de enero y febrero de 2016.

La tasa de inflación ha pasado de 4,4 por ciento en diciembre de 2015 a 2,9 por ciento en agosto de 2016, proyectándose que en los siguientes meses la tasa inflacionaria bordeará el tope del rango meta de 1 a 3 por ciento, para seguir su tendencia a la baja y llegar a 2 por ciento a fines de 2017.





- iv. La balanza de pagos continúa mostrando una tendencia a la baja en el déficit en la cuenta corriente, con una reducción de 5,4 por ciento del PBI en el primer semestre de 2015 a 4,4 por ciento en el primer semestre de 2016. Este ajuste se ha producido en particular en las importaciones, las que han bajado 10 por ciento en dicho lapso. En el lado de las exportaciones se observó un incremento de 9 por ciento en el volumen, especialmente de las exportaciones de minerales, lo cual fue contrarrestado por menores precios de exportación en 11 por ciento.

Para el año 2016, así como para los años 2017 y 2018, se proyecta que la reducción del déficit en la cuenta corriente continúe hasta llegar a 3,3 por ciento del PBI en 2018. Este resultado va de la mano con la mejora gradual de los precios y volúmenes de exportación. Las proyecciones mantienen un flujo importante de capitales externos de largo plazo, orientados a la inversión, así como un incremento de las reservas internacionales del BCRP desde el tercer trimestre de 2016.

- v. El escenario fiscal de las proyecciones del presente Reporte de Inflación considera una posición expansiva en 2016, que es seguida por una corrección en los años 2017 y 2018, tendente a asegurar la sostenibilidad fiscal. De acuerdo con el Marco Macroeconómico Multianual (MMM), el déficit en el Resultado Económico sería 3 por ciento del PBI en 2016 para converger a 2,5 por ciento en 2017 y 2,3 por ciento en 2018. Asimismo, esta brecha implicará un aumento de la deuda pública, la cual llegaría a representar 27,5 por ciento del PBI en 2018.

Los ingresos corrientes del Gobierno General se proyectan asumiendo un escenario pasivo, caracterizado por el esquema vigente de tasas impositivas, con lo cual los ingresos llegarían a representar 19,2 por ciento en 2017 y 19,4 por ciento en 2018.

Por su parte, los gastos del Gobierno General tenderían a afianzar el componente del gasto de capital respecto al gasto corriente, llegando a totalizar 20,8 por ciento del PBI en 2016, 20,5 por ciento en 2017 y 20,4 por ciento en 2018.

- vi. Con la convergencia de las tasas de inflación y de sus expectativas al rango meta de 1 a 3 por ciento, el Banco Central ha mantenido la tasa de interés de referencia en 4,25 por ciento desde marzo de 2016.
- vii. El crédito al sector privado ha evolucionado en línea con el ritmo de actividad, con un registro de crecimiento anual de 9,4 por ciento en términos reales en diciembre de 2015 y de 7,7 por ciento en julio de 2016. El saldo de operaciones REPO con monedas, emitido para impulsar la sustitución de créditos en dólares por créditos en soles, pasó de S/ 28 505 millones en junio de 2016 a S/ 27 905 millones a agosto de 2016, observándose una menor demanda debido al creciente dinamismo de los depósitos en soles.

Desde fines de febrero del presente año se observa un fortalecimiento de la moneda local con lo cual los ratios de desdolarización del crédito y depósitos han seguido bajando, llegando en el mes de julio a 26,0 por ciento y 41,7 por ciento, respectivamente. También ha sido notoria la reducción de la demanda de dólares *forward* por agentes no residentes en US\$ 8 035 millones entre marzo y agosto de 2016, lo cual ha permitido reducir el saldo de *Swaps* Cambiarios en US\$ 10 399 millones en tal periodo.

- viii. Las proyecciones de inflación para el periodo 2016 - 2018 no presentan un sesgo en sus posibles desviaciones hacia el alza o hacia la baja. En particular, los dos factores de desvíos considerados (menor actividad económica mundial y mayor volatilidad financiera en los mercados internacionales) se contraponen en cuanto a su impacto en la inflación en el Perú.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2015	2016 ^{1/}		2017 ^{1/}		2018 ^{1/}	
		RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
Var. % real							
1. Producto bruto interno	3,3	4,0	4,0	4,6	4,5	4,2	4,2
2. Demanda interna	2,9	2,5	1,8	3,8	4,0	3,8	4,0
a. Consumo privado	3,4	3,5	3,5	3,8	3,8	4,0	4,0
b. Consumo público	9,5	4,7	5,7	1,0	3,0	0,8	3,5
c. Inversión privada fija	-4,5	-1,0	-4,3	4,0	5,0	4,2	5,0
d. Inversión pública	-7,5	10,3	10,3	7,9	4,5	6,0	6,2
3. Exportaciones de bienes y servicios	3,5	6,4	6,9	6,4	5,5	4,9	4,6
4. Importaciones de bienes y servicios	2,1	0,3	-1,7	3,5	3,6	3,5	3,7
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	3,1	2,8	2,7	3,1	3,1	3,3	3,2
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	-0,5 ; 0,0
Var. %							
6. Inflación	4,4	2,7 - 3,2	2,6 - 3,1	2,0 - 2,2	2,0 - 2,2	2,0 - 2,2	2,0 - 2,2
7. Inflación esperada ^{3/}	-	3,5	2,9	3,0	2,8	2,8	2,7
8. Depreciación esperada ^{3/}	-	2,9	0,4	1,9	2,3	1,7	1,2
9. Términos de intercambio ^{4/}	-6,3	-2,6	-2,2	0,9	1,0	0,0	0,0
a. Precios de exportación	-14,9	-4,8	-4,8	2,8	3,7	0,9	1,2
b. Precios de importación	-9,2	-2,3	-2,6	1,9	2,7	0,9	1,3
Var. % nominal							
10. Circulante	3,8	5,5	5,4	6,0	6,0	6,0	6,0
11. Crédito al sector privado ^{5/}	9,4	7,0	6,5	7,0	7,0	6,5	6,5
% PBI							
12. Inversión bruta fija	24,4	24,0	23,4	24,3	23,7	24,4	24,1
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,8	-3,8	-3,8	-3,0	-3,4	-2,8	-3,3
14. Balanza comercial	-1,6	-0,8	-0,2	-0,2	0,2	0,0	0,3
15. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{6/}	5,8	4,1	4,5	4,3	4,9	4,1	4,7
16. Ingresos corrientes del gobierno general	20,0	19,3	18,9	19,3	19,2	19,3	19,4
17. Gastos no financieros del gobierno general	21,3	21,1	20,8	20,7	20,5	20,4	20,4
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,1	-3,0	-3,0	-2,8	-2,5	-2,5	-2,3
19. Saldo de deuda pública total	23,3	25,5	25,4	26,6	25,9	28,0	27,5
20. Saldo de deuda pública neta	6,6	10,1	9,2	13,1	11,7	15,5	13,8

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los agentes económicos.

4/ Promedio.

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

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

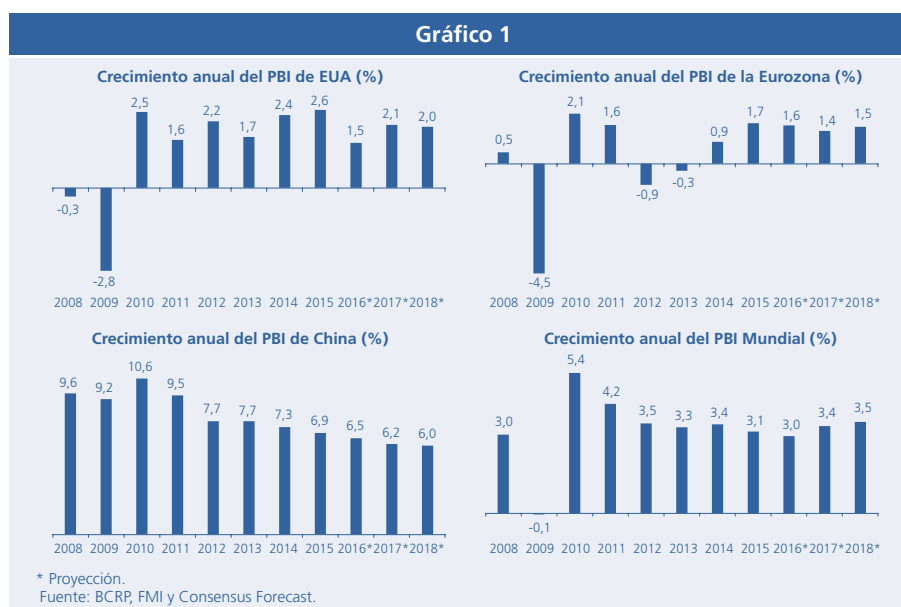
RI: Reporte de Inflación.

I. Escenario internacional

Actividad productiva

1. Las proyecciones de crecimiento de la economía mundial han sido revisadas ligeramente con respecto al Reporte de Inflación de Junio, en particular para el caso de economías desarrolladas (de 1,8 a 1,5 por ciento en 2016 y de 1,9 a 1,7 por ciento en 2017) en tanto que para las economías en desarrollo se mantienen en 4,1 por ciento en 2016 y 4,6 por ciento en 2017. Con estas tendencias, el PBI mundial crecería 3,0 por ciento en 2016 (3,1 por ciento en el Reporte de Inflación de Junio) y 3,4 por ciento en 2017 (3,5 por ciento en la proyección previa).

La principal modificación en las proyecciones se ha efectuado en el caso del crecimiento de Estados Unidos y del Reino Unido. En el primer caso, la revisión de 2,0 a 1,5 por ciento en 2016 se explica básicamente por los datos ejecutados de PBI en el primer y segundo trimestre. En el caso del Reino Unido, la modificación de 1,9 a 1,7 por ciento en 2016 y de 2,1 a 1,0 por ciento en 2017 se debe a la incertidumbre que ha generado su desvinculación de la Unión Europea, lo que requerirá negociaciones para sustituir los acuerdos comerciales y de integración existentes. Cabe precisar, sin embargo, que con posterioridad del referéndum que favoreció a la posición del retiro de la Unión Europea (conocida como BREXIT), los indicadores de actividad económica difundidos en agosto y setiembre han sido mejores a los esperados, lo que podría dar un indicio de un posible menor impacto.





Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

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

1/ 2015.

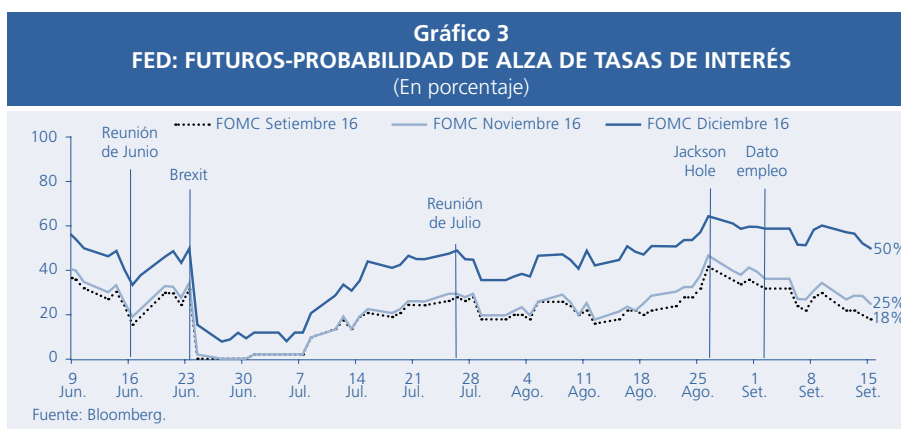
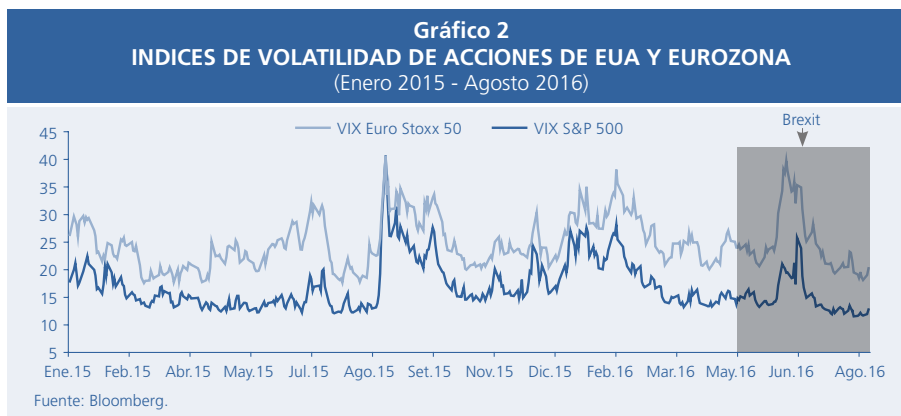
2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.

*Proyección.

Fuente: Bloomberg, FMI y Consensus Forecast.

2. El resultado favorable de la posición del BREXIT en el referéndum del 23 de junio en el Reino Unido generó un incremento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales aunque la misma se fue disipando en la medida que se interiorizaba información sobre los alcances y plazos de adopción de esta decisión. La volatilidad también se redujo con las acciones adoptadas por el Banco de Inglaterra.

El grado de aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales ha estado también vinculado a los cambios en las expectativas de alza de la tasa de interés por el FOMC de la Fed, las mismas que han sido alteradas por la publicación de indicadores económicos de los Estados Unidos y por las manifestaciones públicas de los miembros del FOMC en relación a la necesidad de ir retirando gradualmente el estímulo monetario. A la fecha de cierre del presente Reporte, la expectativa de un ajuste en la tasa de la Fed en setiembre es de 18 por ciento (al cierre de agosto esta probabilidad era de 36 por ciento) y la expectativa de un aumento en diciembre es de 50 por ciento (al cierre de agosto era de 60 por ciento).



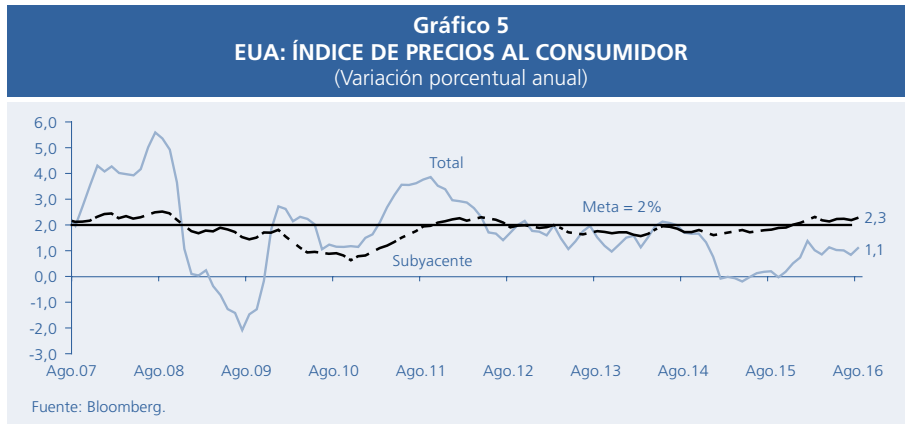
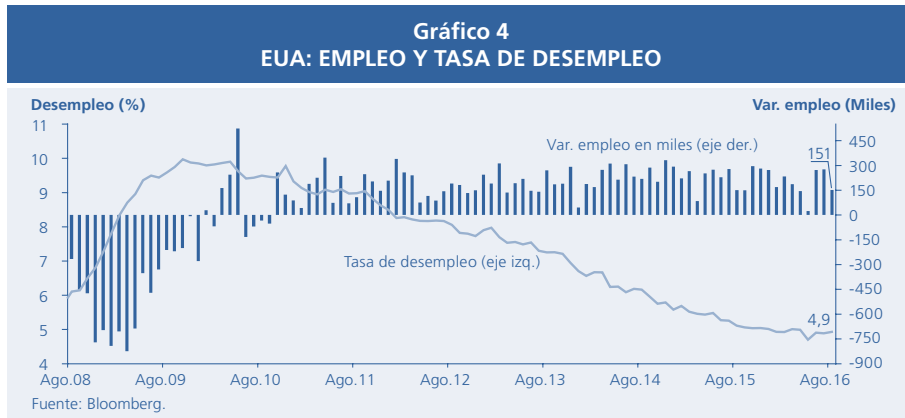
3. Los indicadores de inflación y desempleo en los Estados Unidos vienen registrando niveles cercanos a los que la Fed estima como equilibrio de largo plazo. Así, entre junio y agosto, la creación de empleos fue 232 mil en promedio y la tasa de desempleo bajó de 5,0 a 4,9 por ciento, aunque sin evidencia de presiones salariales al alza. Por su parte, la tasa de inflación se ha mantenido estable gracias al efecto combinado de la apreciación del dólar y el menor precio de los combustibles.

Cuadro 2
PROYECCIONES DE LOS MIEMBROS DEL DIRECTORIO DE LA FED
(Junio de 2016)

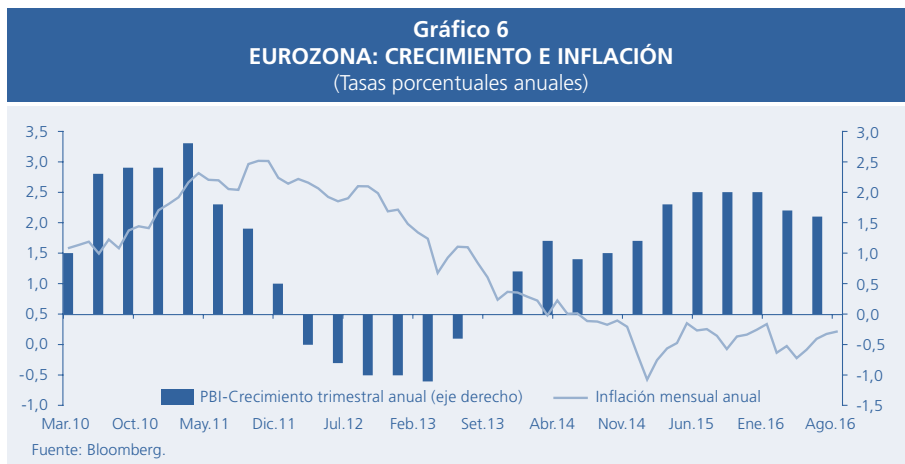
	Ejecución		Mediana de las proyecciones		
	2015	2016	2017	2018	Equilibrio
1. Var. % del PBI ^{1/}	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
2. Tasa de desempleo ^{2/}	5,0	4,7	4,6	4,6	4,8
3. Inflación ^{3/}	0,4	1,4	1,9	2,0	2,0
4. Inflación subyacente ^{3/}	1,4	1,7	1,9	2,0	-
5. Tasa de interés de política ^{4/}	0,4	0,9	1,6	2,4	3,0

1/ Variación porcentual anual al cuarto trimestre del PBI real.
2/ Porcentaje del cuarto trimestre.
3/ Variación porcentual anual al cuarto trimestre del índice de precios del gasto de consumo personal.
4/ Fin de período.
Fuente: Fed.





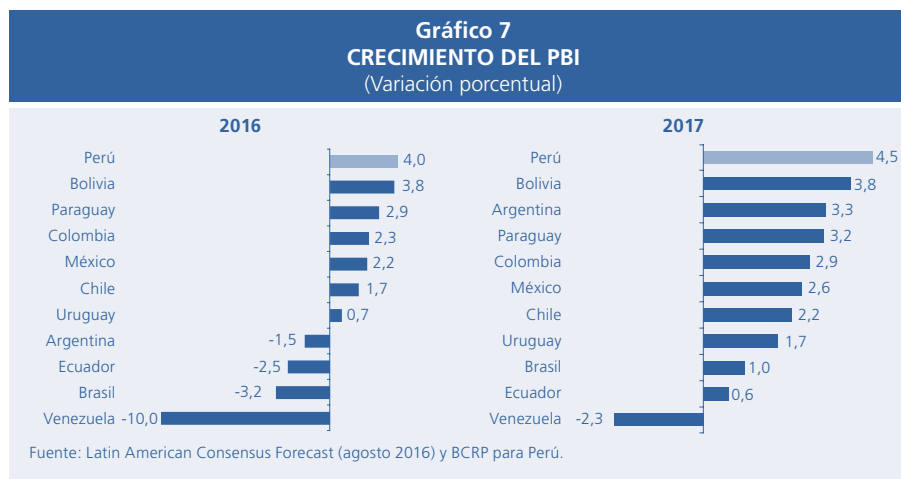
4. Las condiciones macroeconómicas de la Eurozona y de Japón se mantienen con respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de junio. En el caso de la Eurozona, si bien la inflación salió del terreno negativo desde junio, aún se mantiene en un nivel cercano a cero por ciento con una tasa de crecimiento del PBI proyectada de 1,6 por ciento en el presente año y de 1,4 por ciento en 2017.



5. Respecto a **América Latina**, durante el segundo trimestre de 2016, los principales países de la región que presentan un esquema de metas explícitas de inflación registraron un menor dinamismo en la actividad económica (e incluso tasas de crecimiento negativas). Se estima que la región se contraería 0,4 por ciento en 2016. Para 2017 se estima una recuperación de 1,8 por ciento, escenario que asume un ajuste ordenado de los mercados financieros internacionales y cierta estabilización en los precios de los *commodities*.

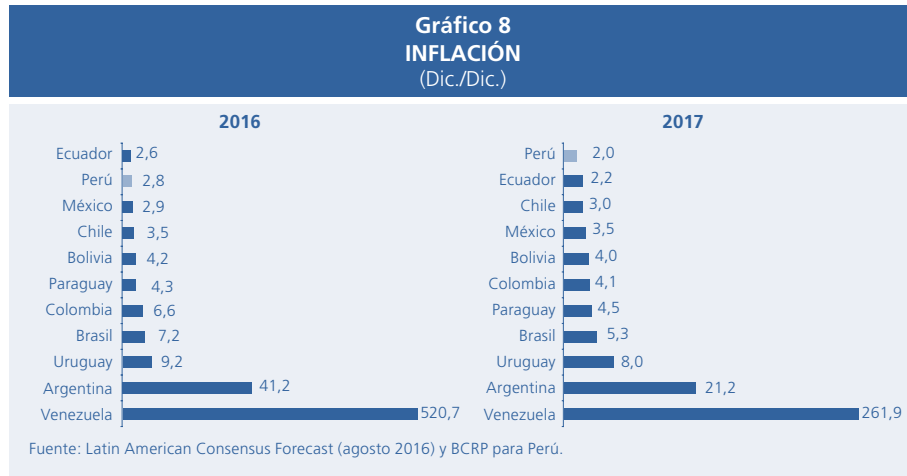
Cuadro 3 AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO TRIMESTRAL (Variación trimestral desestacionalizada)					
	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
1T.15	-1,0	1,0	1,0	0,4	0,9
2T.15	-2,3	0,2	0,7	0,8	1,2
3T.15	-1,5	0,5	0,8	0,7	0,9
4T.15	-1,3	0,0	0,7	0,4	1,3
1T.16	-0,4	1,1	0,2	0,5	0,8
2T.16	-0,6	-0,4	0,2	-0,2	0,8

Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.



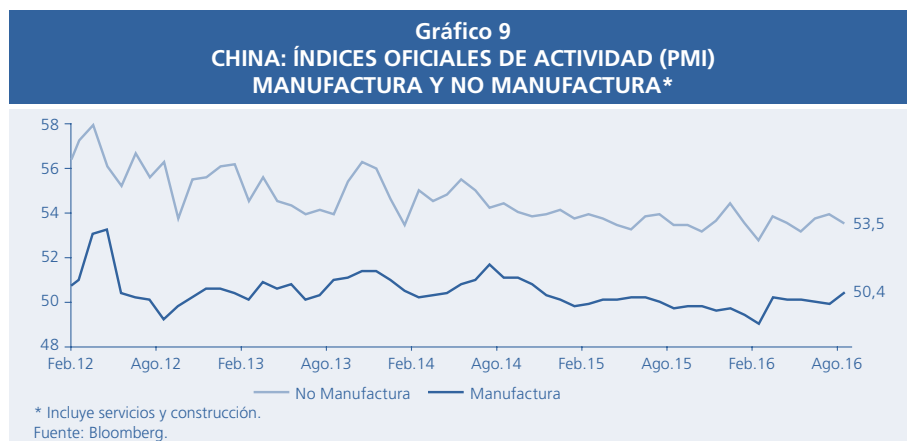
En los últimos meses, las menores presiones depreciatorias de las monedas, asociadas a un ajuste gradual en las tasas de la Fed y a una estabilización en los precios de los *commodities*, han favorecido la disminución de la inflación en Brasil, Chile y Perú; en estos dos últimos casos la inflación ha convergido a su rango meta. En el caso de México la inflación se mantiene dentro del rango meta aunque con una leve tendencia al alza. Por el contrario, en Colombia la inflación ha mantenido una tendencia al alza: en agosto, se ubicó en 9 por ciento (cinco puntos por encima del límite superior del rango meta) debido principalmente a los mayores precios de alimentos.





Mercados financieros

- La normalización en los mercados financieros de China, en particular el cambiario y el bursátil, ha contribuido también a reducir la aversión al riesgo respecto a activos riesgosos como son las monedas y la deuda de mercados emergentes, así como de las materias primas. La actividad económica en China ha tendido a converger a tasas de 6,5 por ciento, alejando el peligro de un ajuste abrupto.



- La demanda de materias primas importadas por China ha mantenido su dinamismo (entre enero y agosto sus importaciones de cobre concentrado subieron 34,5 por ciento respecto a similar periodo del año anterior), brindando soporte a las cotizaciones de los *commodities*. Cabe señalar que, de acuerdo con información disponible a junio, el valor y el volumen de comercio global han mostrado señales de estabilización, luego de la contracción observada durante 2015.



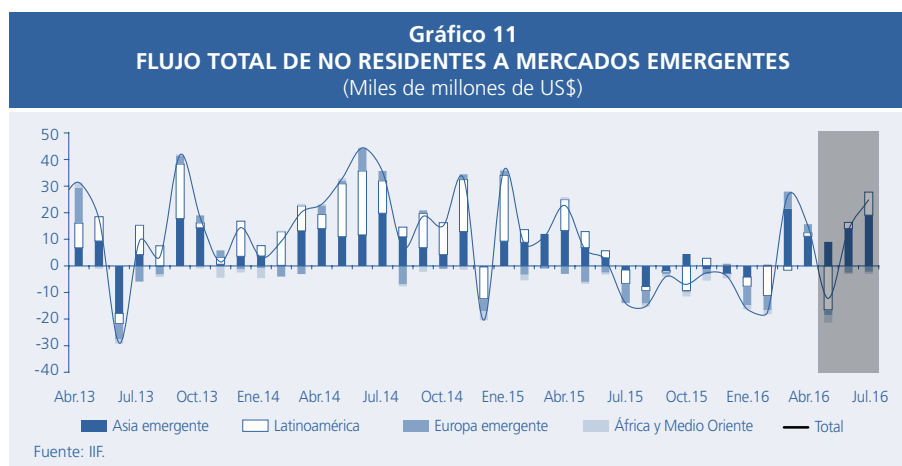
Cuadro 4
PRECIO DE MATERIAS PRIMAS
(En dólares)

	Dic.14	Dic.15	Jun.16	Ago.16	Var. Porcentual	
					Ago.16/Jun.16	Ago.16/Dic.15
Metales						
Oro (US\$/oz.tr.)	1 201	1 068	1 276	1 340	5,0	25,5
Plata (US\$/oz.tr.)	16	14	17	20	17,6	42,9
Cobre (¢US\$/lb.)	291	210	210	216	2,9	2,9
Zinc (¢US\$/lb.)	99	69	92	104	13,0	50,7
Energía						
Petróleo WTI (US\$/bar.)	60	37	49	45	-8,2	21,6
Gas Natural (US\$/M Btu)	2,99	2,31	2,90	2,94	1,5	27,3
Agricultura						
Maíz (US\$/T.M.)	145	141	154	121	-21,4	-14,2
Trigo (US\$/T.M.)	235	164	157	128	-18,5	-22,0
Aceite de Soya (US\$/T.M.)	718	656	669	688	2,8	4,9
Arroz (US\$/T.M.)	425	373	457	518	13,4	38,8
Café (US\$/T.M.)	4 395	3 296	3 656	3 754	2,7	13,9
Azúcar (US\$/T.M.)	544	571	602	618	2,7	8,2
Algodón	66	65	64	66	2,2	1,3

Fuente: Bloomberg.

8. Los flujos de capitales hacia mercados emergentes han venido mostrando un renovado impulso desde el segundo trimestre del año, debido a los bajos rendimientos de los activos en los mercados desarrollados (por las políticas de estímulo monetario en dichas economías). Asimismo, se ha venido verificando una mayor resistencia de las economías en desarrollo a la volatilidad financiera vinculada a choques como el del BREXIT y el de la mayor probabilidad de un incremento de la tasa de la Fed.





En un entorno de moderación relativa en la aversión de riesgo de los inversionistas, el retorno de los bonos soberanos globales ha tendido a la baja y los mercados bursátiles al alza. Esta apreciación de activos ha tenido episodios de reversión en la medida que se hacían evidentes señales de finalización de los estímulos monetarios de los bancos centrales de economías desarrolladas.

Cuadro 5
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
(Porcentaje, fin de periodo)

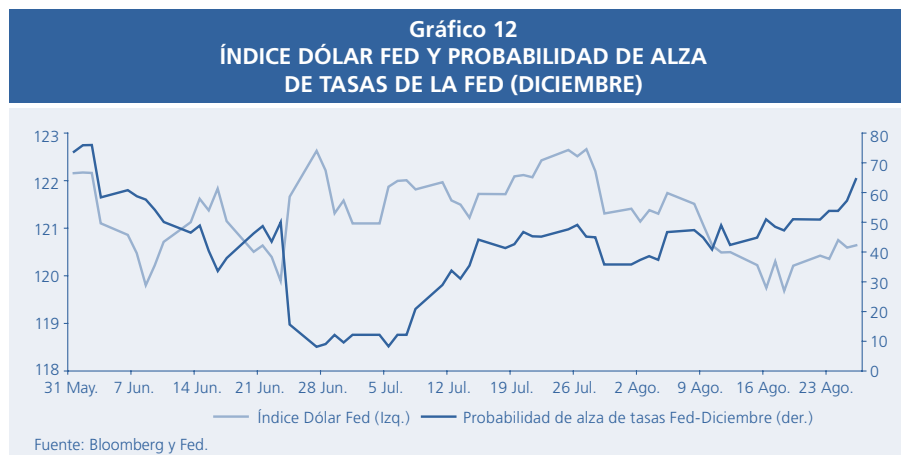
	Dic.14	Dic.15	Jun.16	Ago.16	Deuda Pública (% PBI 2015)
Estados Unidos	2,17	2,27	1,47	1,58	106
Alemania	0,54	0,63	-0,13	-0,07	71
Francia	0,82	0,99	0,18	0,18	97
Italia	1,88	1,59	1,26	1,14	133
España	1,60	1,77	1,16	1,01	99
Grecia	9,42	8,07	8,18	8,01	178
Gran Bretaña	1,76	1,96	0,86	0,64	89
Japón	0,32	0,26	-0,22	-0,07	248
Brasil	12,36	16,51	12,07	12,08	74
Colombia	7,10	8,66	7,59	7,50	49
Chile	3,99	4,66	4,45	4,36	17
México	5,83	6,26	5,89	5,83	54
Perú	5,41	7,31	6,08	5,65	23
Sudáfrica	7,96	9,76	8,82	9,05	50
Israel	2,31	2,10	1,63	1,73	65
Turquía	7,86	10,46	9,03	9,60	33
China	3,65	2,86	2,86	2,81	44
Corea del Sur	2,63	2,08	1,47	1,48	36
Indonesia	7,75	8,69	7,42	7,09	27
Tailandia	2,69	2,49	1,95	2,26	43
Malasia	4,12	4,19	3,74	3,59	57
Filipinas	3,83	4,22	4,22	3,42	37

Fuente: Bloomberg y FMI.

9. Las monedas de las economías emergentes han tendido a apreciarse durante el presente año, en línea con la estabilización del crecimiento de China, el limitado efecto a la fecha del BREXIT y con la evidencia de un retiro más bien gradual del estímulo monetario en los Estados Unidos. Sin embargo, los mercados mantienen una alta sensibilidad a la difusión de información relevante para un ajuste de alza de la tasa de interés de la Fed.

		Cuadro 6 TIPOS DE CAMBIO				
		Dic.15	Jun.16	Ago.16	Var. Porcentual* Ago.16/Jun.16 Ago.16/Dic.15	
Índice FED	UM por US\$	122,98	121,58	121,86	0,2	-2,3
Euro	Euro	0,921	0,901	0,896	-0,5	-2,7
Japón	Yen	120,34	103,33	103,43	0,1	-14,0
Reino Unido	Libra	0,679	0,752	0,761	1,3	12,2
Brasil	Real	3,962	3,214	3,228	0,4	-18,2
Chile	Peso	709	663	681	2,8	-4,2
Colombia	Peso	3 180	2 921	2 974	1,8	-6,9
México	Peso	17,19	18,29	18,79	2,7	9,7
Perú	Sol	3,42	3,29	3,39	3,1	-0,7
Israel	Shekel	3,90	3,86	3,78	-2,1	-2,8
Sudáfrica	Rand	15,49	14,73	14,74	0,1	-5,0
Turquía	Lira	2,92	2,88	2,96	2,8	1,5
China	Yuan	6,50	6,65	6,68	0,5	2,9
Filipinas	Peso	46,95	47,14	46,67	-1,0	-0,6
Indonesia	Rupia	13 790	13 288	13 220	-0,5	-4,1
Malasia	Ringgit	4,30	4,03	4,05	0,6	-5,7
Tailandia	Bath	36,04	35,14	34,64	-1,4	-3,9

* Un aumento del índice implica una apreciación del dólar.
Fuente: Reuters y FED.



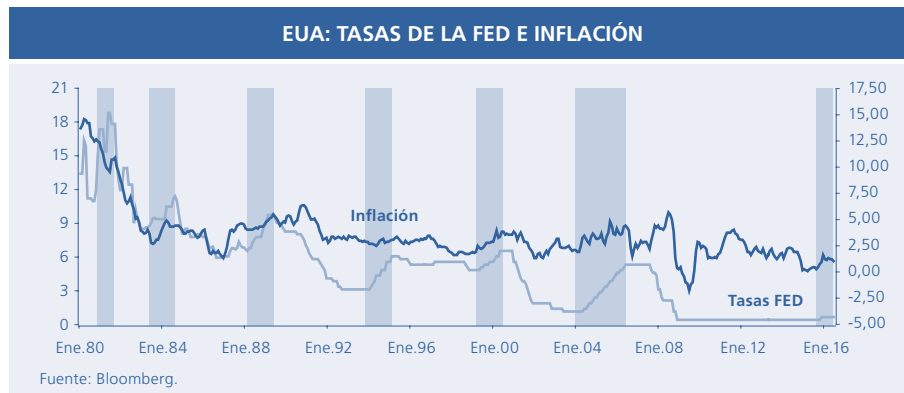


Recuadro 1 CICLOS DE ALZA DE LA FED Y EVOLUCIÓN DEL DÓLAR EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

A partir de mayo de 2013, el dólar ha tenido una apreciación respecto a la mayoría de monedas, comportamiento que se explica por las expectativas de una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed, en contraposición a las políticas expansivas aplicadas por otras economías desarrolladas (como la Eurozona, Japón y Reino Unido). A continuación se describe el comportamiento del dólar durante otros episodios de alza de tasas de la Fed.

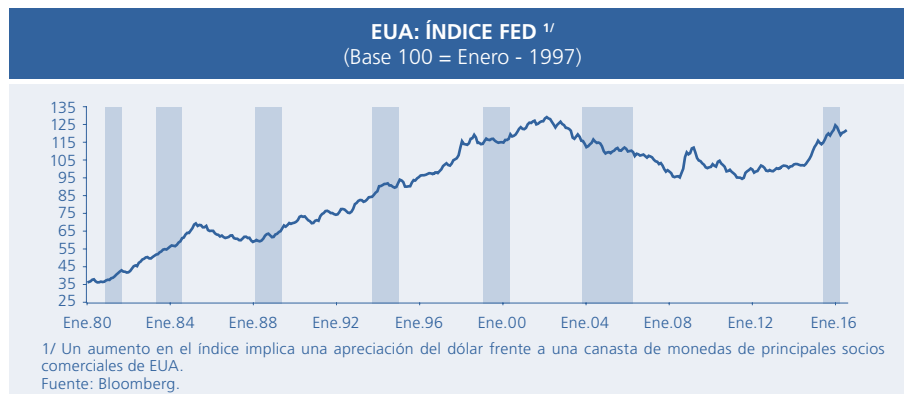
Episodios de alza de tasas

Desde los años ochenta la Fed ha realizado seis ajustes importantes de tasas de interés: (i) octubre 1980 – junio 1981, (ii) marzo 1983 - agosto 1984, (iii) mayo 1988 – mayo 1989, (iv) febrero 1994 - febrero 1995, (v) junio 1999 – mayo 2000 y (vi) junio 2004 – junio 2006. Todos los episodios de alza de tasas se realizaron en un contexto de inflación al alza, aunque la duración y magnitud del ajuste difieren sustancialmente entre ellos.



La evolución del dólar en los episodios de ajuste de tasas

Un incremento (o las expectativas de incremento) de la tasa de la Fed debe llevar, ceteris paribus, a un fortalecimiento del dólar en los mercados financieros internacionales. Un hecho estilizado de los episodios anteriores —correspondientes a 1983-1984, 1994-1995 y 1999-2000— es que el dólar tiende a fortalecerse durante los meses previos a la primera alza de tasas (es decir, por la expectativa de alza de tasas antes que por el alza misma) y se estabiliza durante el ciclo de ajuste de tasas. Así, por ejemplo, en los episodios de 1994-1995 y de 1999-2000 más del 80 por ciento de la apreciación del dólar se dio antes de la primera alza de tasas.



El episodio actual muestra un comportamiento similar a estos períodos, con el dólar apreciándose 20 por ciento durante el período 2014-2015, en línea con las expectativas de una próxima alza de la tasa de interés por parte de la Fed; luego de iniciado el ajuste de tasas el dólar acumula a agosto una ligera depreciación de 1,4 por ciento.

VARIACIÓN DEL ÍNDICE DÓLAR FED DURANTE EPISODIOS DE ALZA DE TASAS

N°	Ciclo de alza de tasas	Var. del índice Fed en % (*)		
		Durante los 24 meses previos a la 1° alza (I)	Durante los 24 meses posteriores a la 1° alza (II) ^{1/}	Variación Total (I) + (II)
(i)	Oct 80 - Jun 81 ^{2/}	2,4	5,5	8,0
(ii)	Mar 83 - Ago 84	31,7	17,7	55,1
(iii)	May 88 - May 89	-5,9	22,2	17,0
(iv)	Feb 94 - Feb 95	21,5	3,6	25,8
(v)	Jun 99 - May 00	13,8	2,8	17,1
(vi)	Jun 04 - Jun 06	-7,9	-6,9	-15,3
Actual	Dic 15 - ...	20,2	-1,4	18,5

* Un aumento en el índice indica una apreciación del dólar frente a una canasta de monedas de principales socios comerciales.

^{1/} En algunos períodos se considera menos de 24 meses dado que el ciclo de alza de tasas es de una duración menor.

^{2/} Este período solo considera 14 meses atrás y 5 meses después.

Fuente: Federal Reserve.

Los períodos donde hubo presiones apreciatorias significativas del dólar después de la primera alza corresponden a los años 80s cuando las economías emergentes mostraban débiles fundamentos macroeconómicos y la política comunicacional de la Fed estaba menos desarrollada que en la actualidad.





II. Balanza de pagos

10. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos bajó de 5,4 por ciento del PBI en el primer semestre de 2015 a 4,4 por ciento en igual periodo de 2016, por efecto de un ajuste de las importaciones en 9,8 por ciento, en particular de las importaciones de bienes de consumo duradero y de bienes de capital. En igual lapso, el impulso del volumen de exportaciones tradicionales en 9 por ciento (en especial de cobre, harina de pescado y café) no contrarrestó la reducción de los precios de exportación en 11 por ciento, ni la caída del volumen de exportaciones no tradicionales en 4 por ciento.

Cuadro 7
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2015		2016*			2017*		2018*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-5 109	-9 210	-4 076	-7 308	-7 476	-6 035	-6 964	-5 902	-7 124
<i>Porcentaje del PBI</i>	-5,4	-4,8	-4,4	-3,8	-3,8	-3,0	-3,4	-2,8	-3,3
1. Balanza comercial	-2 162	-3 150	-826	-1 584	-442	-465	367	41	649
a. Exportaciones	16 438	34 236	15 951	34 834	35 299	37 859	38 524	39 970	40 675
b. Importaciones	-18 601	-37 385	-16 777	-36 418	-35 741	-38 324	-38 156	-39 929	-40 025
2. Servicios	-938	-1 732	-774	-1 574	-1 507	-1 260	-1 257	-1 395	-1 423
3. Renta de factores	-3 570	-7 659	-4 382	-7 769	-9 145	-7 905	-9 670	-8 191	-9 994
4. Transferencias corrientes	1 561	3 331	1 906	3 619	3 619	3 595	3 595	3 644	3 644
Del cual: Remesas del exterior	1 295	2 725	1 392	2 818	2 818	2 921	2 921	2 936	2 936
II. CUENTA FINANCIERA	3 267	9 282	1 768	8 192	8 089	7 535	8 464	7 402	8 624
<i>Del cual:</i>									
1. Sector privado	3 453	5 326	855	4 749	5 506	4 859	6 134	5 017	6 515
a. Largo plazo	3 795	8 043	366	4 627	4 428	4 859	6 134	5 017	6 515
b. Corto plazo ^{1/}	-343	-2 717	489	122	1 078	0	0	0	0
2. Sector público ^{2/}	-186	3 956	913	3 443	2 583	2 676	2 331	2 385	2 109
III. RESULTADO (=I+II)	-1 843	73	-2 308	885	613	1 500	1 500	1 500	1 500

Nota:

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

1/ Incluye errores y omisiones netos.

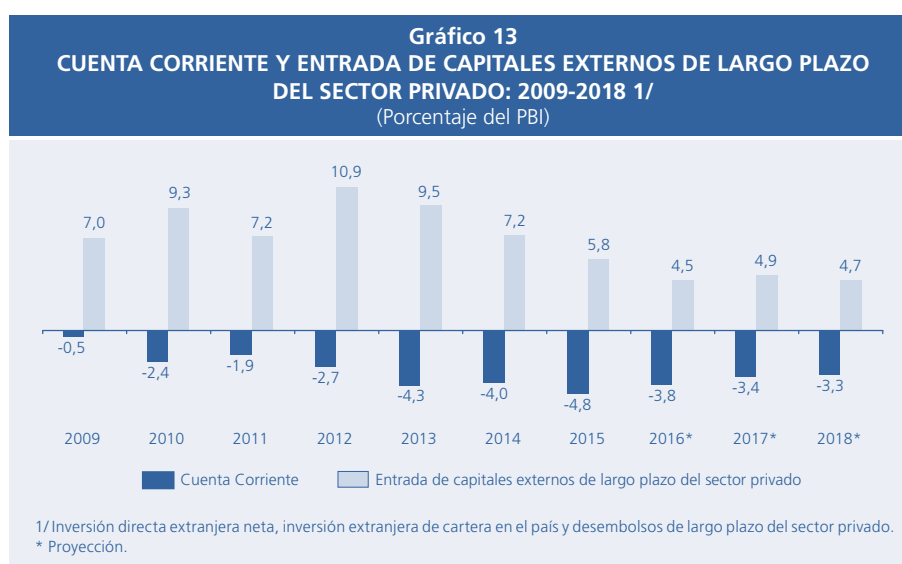
2/ Incluye financiamiento excepcional.

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

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Se proyecta que se mantendrá esta tendencia decreciente del déficit en cuenta corriente, pasando de 3,8 por ciento del PBI en 2016 a 3,4 por ciento en **2017** y 3,3 por ciento en **2018**, lo cual toma en cuenta el incremento de exportaciones mineras y la recuperación moderada de los precios de exportación. Se espera también que el financiamiento de largo plazo de fuentes privadas en los años 2017 y 2018 se encuentren alrededor del 5 por ciento del PBI. Este nivel es menor al observado en los últimos años, lo que se explica por el término de un ciclo de grandes inversiones mineras. No obstante, dicho financiamiento continuará excediendo la brecha de la cuenta corriente, siendo el principal componente la inversión directa extranjera.



Balanza comercial

- La balanza comercial tuvo en el primer semestre un déficit de US\$ 826 millones, menor que el de igual periodo de 2015 (US\$ 2 162 millones) debido a una reducción del volumen y precios de las importaciones en 4,5 y 5,5 por ciento, respectivamente. Este ajuste ha llevado a revisar la proyección de la balanza comercial del Reporte en el año 2016, desde un déficit de US\$ 1 584 millones a uno de US\$ 442 millones. De igual forma, se proyecta un superávit comercial en los años **2017** y **2018**.





Cuadro 8
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2015		2016*			2017*		2018*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
EXPORTACIONES	16 438	34 236	15 951	34 834	35 299	37 859	38 524	39 970	40 675
<i>De las cuales:</i>									
Productos tradicionales	11 156	23 291	11 045	24 222	24 871	26 831	27 628	28 268	29 091
Productos no tradicionales	5 239	10 857	4 862	10 506	10 328	10 915	10 793	11 585	11 476
IMPORTACIONES	18 601	37 385	16 777	36 418	35 741	38 324	38 156	39 929	40 025
<i>De las cuales:</i>									
Bienes de consumo	4 144	8 791	4 008	8 782	8 786	9 046	9 112	9 270	9 393
Insumos	8 109	15 923	7 100	15 314	15 157	16 338	16 405	17 151	17 252
Bienes de capital	5 968	12 007	5 512	12 019	11 426	12 868	12 580	13 489	13 297
BALANZA COMERCIAL	-2 162	-3 150	-826	-1 584	-442	-465	367	41	649

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Cuadro 9
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

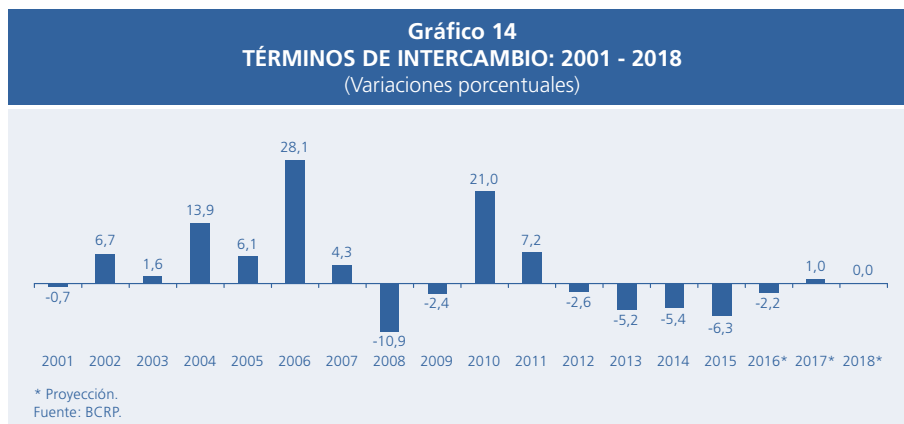
	2015		2016*			2017*		2018*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
1. Valor:									
Exportaciones	-14,7	-13,4	-3,0	1,7	3,1	8,7	9,1	5,6	5,6
Productos tradicionales	-17,9	-15,9	-1,0	4,0	6,8	10,8	11,1	5,4	5,3
Productos no tradicionales	-6,1	-7,0	-7,2	-3,2	-4,9	3,9	4,5	6,1	6,3
Importaciones	-9,5	-8,7	-9,8	-2,6	-4,4	5,2	6,8	4,2	4,9
2. Volumen:									
Exportaciones	-2,0	1,8	9,1	6,9	8,1	5,8	5,0	4,7	4,4
Productos tradicionales	-0,7	5,7	15,8	11,3	13,7	6,8	5,5	4,6	4,6
Productos no tradicionales	-4,1	-5,3	-4,1	-2,2	-3,4	3,0	2,9	5,0	4,3
Importaciones	-0,2	0,9	-4,5	-0,6	-2,2	3,2	3,4	3,3	3,6
3. Precio:									
Exportaciones	-12,9	-14,9	-11,2	-4,8	-4,8	2,8	3,7	0,9	1,2
Productos tradicionales	-17,3	-20,4	-14,7	-6,6	-6,1	3,7	5,3	0,7	0,7
Productos no tradicionales	-2,1	-1,8	-3,2	-1,0	-1,5	0,8	1,6	1,0	2,0
Importaciones	-9,3	-9,2	-5,5	-2,3	-2,6	1,9	2,7	0,9	1,3

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Términos de intercambio

12. La evolución negativa de los términos de intercambio iniciada en el cuarto trimestre de 2011 ha empezado a mostrar señales de estabilización desde el segundo trimestre del presente año. Por ello, se ha revisado al alza la proyección de los términos de intercambio de -2,6 a -2,2 por ciento en **2016** y de 0,9 a 1,0 por ciento en **2017**.



Cuadro 10
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO 2014 - 2018
(Datos promedio anuales)

	2014	2015	2016*		2017*		2018*	
	Año	Año	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
Términos de intercambio	-5,4	-6,3	-2,6	-2,2	0,9	1,0	0,0	0,0
Precios de Exportaciones	-6,9	-14,9	-4,8	-4,8	2,8	3,7	0,9	1,2
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	311	250	215	214	216	215	220	220
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	98	88	81	90	83	98	85	100
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	95	81	79	80	77	80	76	80
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 266	1 160	1 232	1 268	1 209	1 280	1 200	1 280
Precios de Importaciones	-1,5	-9,2	-2,3	-2,6	1,9	2,7	0,9	1,3
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	93	49	43	42	47	47	48	47
<i>Trigo (US\$ por T.M.)</i>	243	186	171	155	197	175	207	191
<i>Maíz (US\$ por T.M.)</i>	155	141	147	136	159	141	164	154
<i>Aceite de Soya (US\$ por T.M.)</i>	812	667	697	677	726	708	725	755

* Proyección.
Fuente: BCRP.

a) Cobre

El precio del cobre acumuló un crecimiento de 3 por ciento en los primeros ocho meses del año.

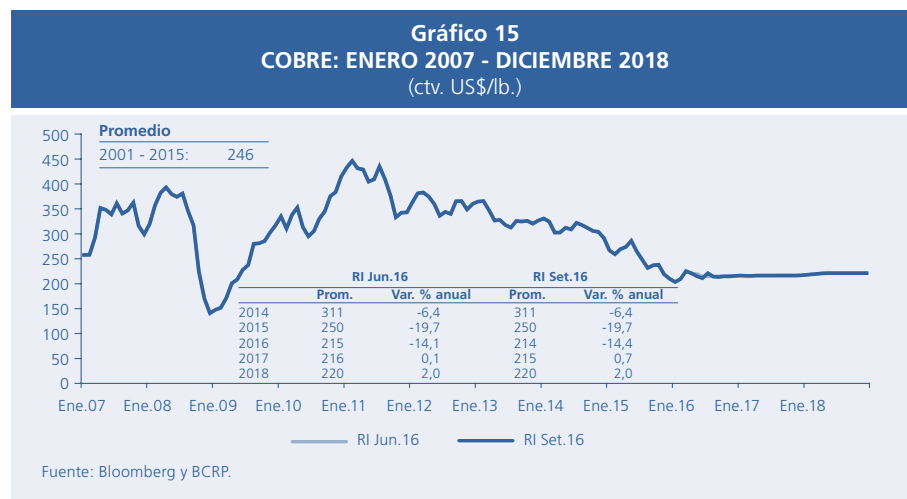
El alza del precio del cobre se explica por el retorno de los inversionistas a los mercados de *commodities* y a la sólida demanda de China en el primer semestre. Esta última se vio favorecida por las medidas de estímulo aplicadas por el gobierno y que se reflejó





en un incremento en la inversión pública. Sin embargo, en el mes de agosto se ha revertido parcialmente el apetito de los inversionistas ante la mayor probabilidad de alza en la tasa de interés de la Fed este año. A ello se suma las dudas sobre la demanda china en los próximos meses (dado el escaso dinamismo de la inversión privada) y las expectativas de mayor oferta por el ingreso de nueva producción proveniente de proyectos mineros de Perú (Las Bambas), Zambia (Sentinel), Indonesia (Grasberg) y Chile (La Escondida).

Para el horizonte de proyección, se mantiene el estimado de los precios del cobre para 2016 y se reduce ligeramente para 2017. Se espera que la demanda china siga favorecida por la elevada inversión en infraestructura del sector público y por cierta recuperación en la inversión inmobiliaria. Esta demanda permitiría absorber la mayor disponibilidad de oferta señalada anteriormente.

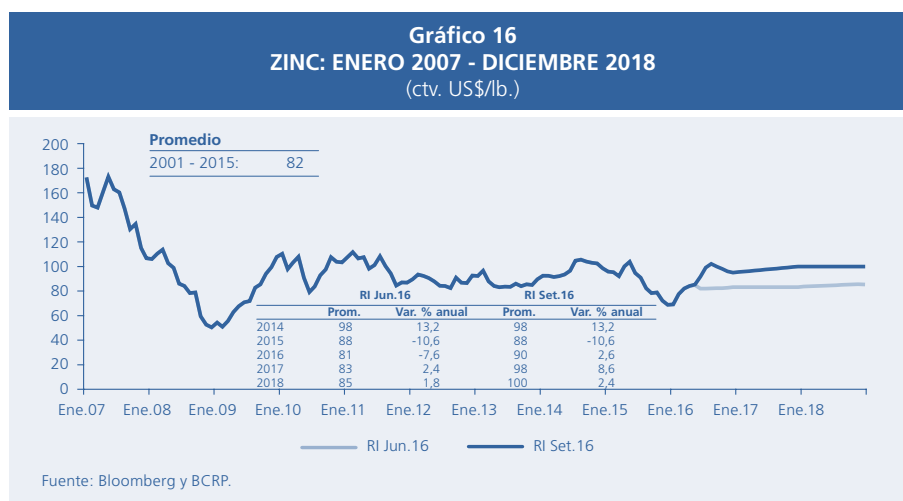


b) Zinc

El precio promedio del **zinc** aumentó 51 por ciento entre enero y agosto de 2016, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/lb. 1,04 en agosto. En los últimos tres meses el precio aceleró su incremento, al crecer 22 por ciento, al materializarse las señales de escasez asociada a un mayor déficit de oferta.

El incremento del precio se sustentó en la caída de la producción asociado al cierre definitivo de las minas (Lisheen de Vedanta y Century de MMG), a los recortes de producción anunciados por diversos productores y a la ausencia de nueva oferta en el corto plazo. Por el lado de la demanda, la cotización se vio favorecida por la

aceleración del gasto en infraestructura del gobierno en China a un ritmo no visto desde la crisis financiera global. En especial destacó la fortaleza de la demanda por acero galvanizado que utiliza el zinc como revestimiento.



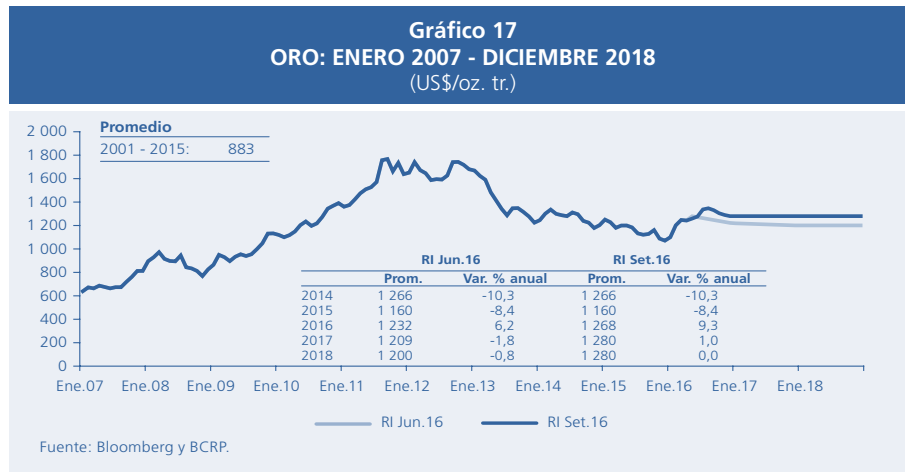
c) Oro

La cotización del **oro** aumentó 26 por ciento en los primeros ocho meses de 2016, y alcanzó un promedio de US\$/oz.tr. 1 340 en agosto; mayor en 7 por ciento al precio de mayo. El incremento en el precio del oro en lo que va del año respondió al elevado crecimiento de la demanda de inversión, que explicó casi la mitad de la demanda mundial de oro durante los primeros 6 meses de 2016. El alza fue limitada parcialmente por la caída de la demanda de joyería afectada por el incremento en los precios, así como por la reducción de las compras de bancos centrales.

El retorno de los inversionistas se sostuvo en la depreciación del dólar como consecuencia de las expectativas de un ajuste moderado en las tasas de interés por parte de la Fed, y las medidas de estímulo monetario implementadas por el Banco Central Europeo y el Banco de Japón. También influyó la mayor incertidumbre por la decisión del Reino Unido de separarse de la Unión Europea.

Para el horizonte de proyección, el precio del oro se ha revisado al alza debido a los datos ejecutados y en línea con la expectativa de un alza gradual de tasas de la Fed. 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.

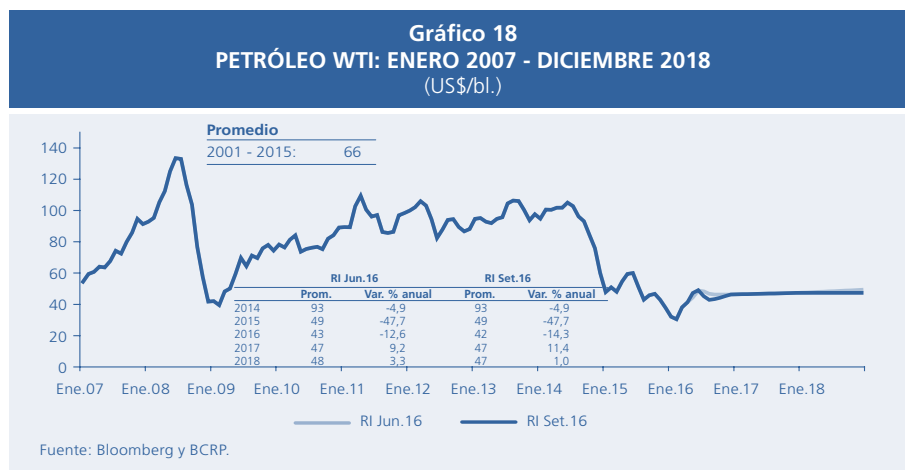




d) Petróleo

El precio del **petróleo WTI** bajó 22 por ciento entre enero y agosto de 2016, cerrando con una cotización promedio mensual de US\$/bl. 45 en agosto.

La caída del precio del petróleo de los últimos meses se asoció a las perspectivas de que se mantenga la sobreoferta una vez pasada la temporada de mayor consumo estacional. En particular, el retorno de la producción de Canadá, así como las señales de un probable retorno de la producción de Nigeria, Iraq y Libia, paralizadas por diversos conflictos geopolíticos, brindarían soporte al precio. Sin embargo, se espera que el mercado global continúe equilibrándose durante el horizonte de proyección, como resultado de una caída de la producción de países no miembros de la OPEP y de una recuperación de la demanda. En el horizonte de proyección se mantiene la proyección del precio del petróleo WTI para 2017.

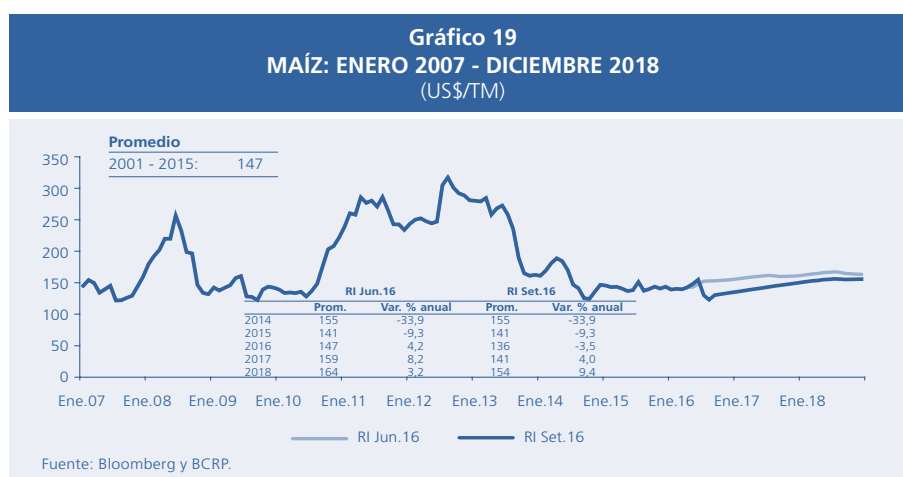


e) Maíz

La cotización internacional del **maíz** bajó 14 por ciento en los primeros ocho meses del año.

Entre los factores que explicaron la reducción del precio del maíz destacó la revisión al alza de los estimados de producción mundial de este grano debido al inesperado impacto positivo del clima sobre los cultivos de maíz de Estados Unidos. El Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) estimó una producción récord de maíz para la temporada 2016-2017, por el impacto positivo que tuvo el fenómeno El Niño sobre el cultivo. También contribuyó el incremento estimado de la producción de maíz de Argentina, India y México, que más que compensaron las reducciones de la Unión Europea y Canadá. El incremento de la producción mundial superó el importante crecimiento de la demanda global estimado para el ciclo 2016-2017, en especial por el mayor uso de maíz en los Estados Unidos.

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



f) Trigo

Al mes de agosto, el precio internacional del **trigo** registró una caída de 22 por ciento respecto a diciembre de 2015 y cerró con un nivel promedio de US\$/TM 129.

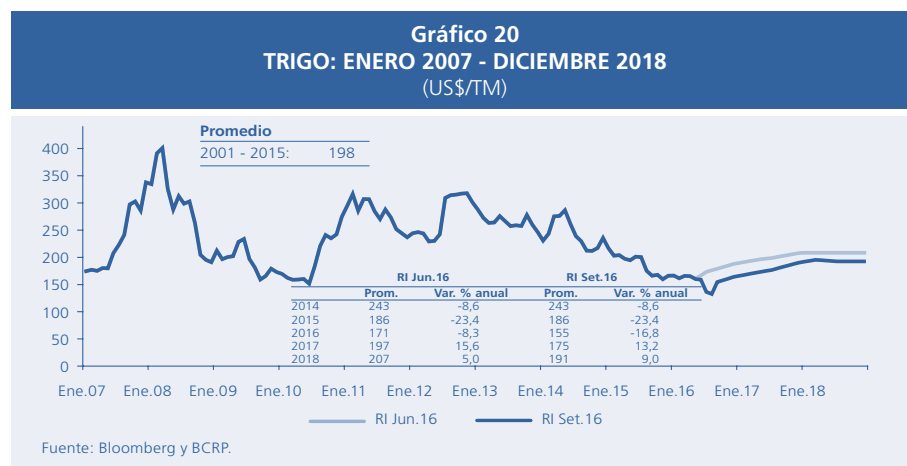
La cotización se redujo por la evolución registrada en la oferta. El USDA elevó su estimado de producción global para la temporada 2016-2017, debido al incremento





de la producción de Rusia, Ucrania y Kazajistán, cultivos que se beneficiaron por condiciones climáticas que favorecen los mejores rendimientos. Asimismo, el USDA estimó un incremento de la producción en Australia y Canadá. Los estimados de mayor oferta fueron limitados por la caída de la producción en la Unión Europea, debido a lluvias excesivas durante la etapa de floración y llenado del grano en las regiones productoras, en especial en Francia. Cabe señalar que en el Reporte Inflación previo, el USDA proyectaba una reducción de la producción total en la campaña 2016-2017, situación que se ha revertido por la cosecha favorable registrada, y las señales de un mercado global bien abastecido.

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

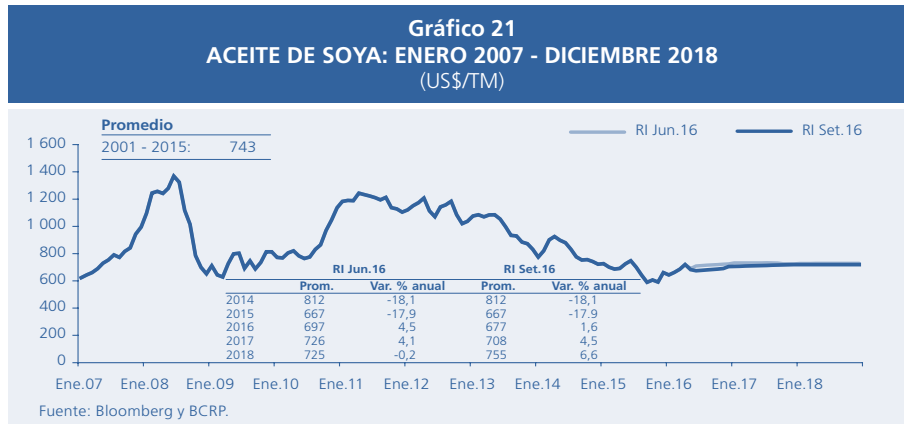


g) Aceite de Soya

La cotización promedio del **aceite de soya** registra un incremento de 5 por ciento.

El precio del aceite de soya disminuyó en los últimos tres meses por el estimado de una cosecha récord de soya en Estados Unidos. Sin embargo, la caída del precio no alcanzó a revertir el incremento acumulado en el año, debido a la mayor demanda de aceite de soya como sustituto de aceite de palma, cuya producción fue afectada en Asia por el fenómeno El Niño. La Asociación Nacional de Procesadores de Semillas Oleaginosas reportó que la oferta de aceite de soya de Estados Unidos continúa ajustada, luego que la molienda de soya se redujo el último mes.

En el horizonte de proyección se espera que los precios se coticen por debajo de la estimación del Reporte de Inflación anterior en 2016, pero se mantengan en 2017.



Financiamiento externo

13. El flujo de inversión directa extranjera pasó de US\$ 4 616 millones en el primer semestre de 2015 a US\$ 2 597 millones en igual periodo del presente año.

Según información del Ministerio de Energía y Minas, las inversiones mineras ascendieron a US\$ 2 005 millones en el primer semestre de 2016, lo que representa una reducción de 44 por ciento con respecto a similar período del año previo. Esta disminución se explica principalmente por la culminación de los proyectos Ampliación de Cerro Verde y Las Bambas, que entraron a fase operativa en 2015. Por otro lado, continúan los avances en proyectos como la Ampliación de Toquepala, cuyos desembolsos en junio ascendieron a US\$ 431 millones.

Cuadro 11
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2015		2016*		2017*		2018*		
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
SECTOR PRIVADO (A + B)	3 453	5 326	855	4 749	5 506	4 859	6 134	5 017	6 515
<i>Porcentaje del PBI</i>	3,6	2,8	0,9	2,5	2,8	2,4	3,0	2,3	3,0
A. LARGO PLAZO	3 795	8 043	366	4 627	4 428	4 859	6 134	5 017	6 515
1. ACTIVOS	-988	-433	-1 257	-770	-1 184	-1 498	-1 500	-1 688	-1 471
2. PASIVOS	4 784	8 476	1 623	5 397	5 613	6 357	7 634	6 705	7 987
Inversión directa extranjera en el país	4 616	7 817	2 597	4 596	5 098	4 849	5 593	4 996	5 723
Sector no financiero	510	1 828	90	1 445	1 477	1 675	2 275	1 852	2 461
Préstamos de largo plazo	790	2 410	275	688	1 126	532	1 036	701	1 018
Inversión de cartera	-280	-582	-185	757	351	1 143	1 239	1 151	1 443
Sector financiero	-343	-1 169	-1 063	-644	-963	-167	-235	-144	-198
Préstamos de largo plazo	-342	-1 155	-1 056	-644	-956	-228	-296	-194	-248
Inversión de cartera	-1	-14	-7	0	-7	61	61	50	50
B. CORTO PLAZO 1/	-343	-2 717	489	122	1 078	0	0	0	0

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



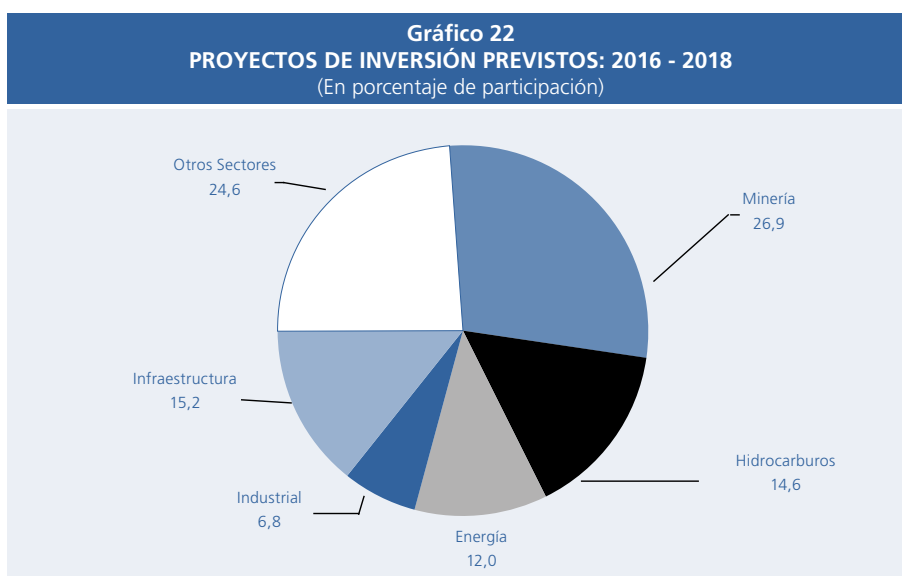


La proyección de la inversión extranjera directa ha sido revisada al alza, de US\$ 4 596 millones en el Reporte de junio a US\$ 5 098 millones; de igual forma para 2017 y 2018, en línea con el mayor dinamismo esperado en el desarrollo de proyectos de inversión.

El potencial minero del país se confirma por una cartera estimada en proyectos en estado de exploración que alcanza US\$ 23,7 mil millones de acuerdo al Ministerio de Energía y Minas. Esta cartera de exploración incluye proyectos como Los Chancas, Haquira, Hierro Apurímac, Cotabambas y Trapiche (Apurímac), Galeno, La Granja y Michiquillay (Cajamarca), Cañariaco (Lambayeque), Río Blanco (Piura), y Zafranal (Arequipa), entre otros.

En cuanto a avances, el proyecto de cobre Los Chancas, operado por Southern Copper Corporation, cuenta con Estudio de Impacto Ambiental (EIA) semidetallado, Estudio de Factibilidad y actualmente está preparando el EIA final. El proyecto de cobre Cotabambas, operado por la canadiense Panoro Minerals, cuenta con EIA semidetallado, e invirtió US\$ 5 millones en la optimización de su Estudio Económico Preliminar finalizado en agosto. El proyecto de oro Los Calatos (Moquegua), operado por la australiana Metminco, inició trabajos de perforación en marzo del presente año.

Otros proyectos de menor magnitud han realizado operaciones para exploraciones y estudios, incluyendo colocaciones privadas y acuerdos estratégicos. El Proyecto de oro Invicta, operado por la canadiense Lupaka Gold, llegó a un acuerdo con PLI Huaura Holdings LP, por US\$ 6 millones para financiar la construcción. En el caso de Accha, su operador Zincore Metals obtuvo financiamiento mediante la emisión de acciones, con una colocación privada de US\$ 115 mil.



Cuadro 12
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2016 - 2018

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Southern Perú Cooper Corp.	Ampliación de Mina Toquepala
	Aluminium Corp. Of China Ltd. (Chinalco)	Mejoras y ampliación en el sistema productivo de Toromocho
	Shougang Corporation	Ampliación de Mina Marcona
	AQM Copper	Zafranal
	Compañía de Minas Buenaventura	Tambomayo
HIDROCARBUROS	Enagas; Odebrecht	Mejoras a la seguridad energética del país y desarrollo del Gasoducto Sur Peruano
	China National Petroleum Corporation; Repsol YPF S.A.	Lote 57 - Kinteroni
	Pluspetrol Perú Corp.	Exploración Lote 88 y 56
	Cálidda Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
	Karoon Gas Natural	Exploración lote Z-38
ENERGÍA	Enersur	Nodo Energético del Sur
	Corsan- Corvian	Central Hidroeléctrica Molloco
	Odebrecht	Central Hidroeléctrica Belo Horizonte
	Generación Eléctrica Las Salinas	Parque Eólico Samaca
	Endesa	Central Hidroeléctrica Curibamba
INDUSTRIA	Corporación Lindley	Almacenes, centros de distribución y mejoras en infraestructura
	Repsol YPF	Ampliación de Planta La Pampilla
	Técnicas Reunidas	Modernización Refinería de Talara
	SAB Miller	Plan de Inversión
	Medrock	Planta de producción de medicamentos en Lima
	Precor	Mega Planta en Chilca
	Grupo Romero	Almacenes y frigoríficos
INFRAESTRUCTURA	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 del Metro de Lima
	Odebrecht, Brookfield	Vías Nuevas de Lima
	Consorcio Consierra II	Longitudinal de la Sierra tramo 2
	APM Terminals	Modernización del Muelle Norte
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Covisol	Autopista Del Sol Trujillo - Sullana
	Kuntur Wasi	Aeropuerto Internacional Chinchero
	Graña y Montero	Vía Expresa Sur
OTROS SECTORES	Grupo Telefónica	Infraestructura e implementación del servicio 4G
	Entel	Desarrollo de servicios y redes 4G
	América Móvil	Implementación y expansión de redes 4G
	Grupo Romero	Almacenes para concentrados mineros
	Grupo Falabella	Expansión y nuevos centros comerciales
	Besalco S.A.	Proyecto inmobiliario
	Graña y Montero Vivienda (GMV)	Proyectos de vivienda
Grupo Interbank	Expansión y nuevos centros comerciales	

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.





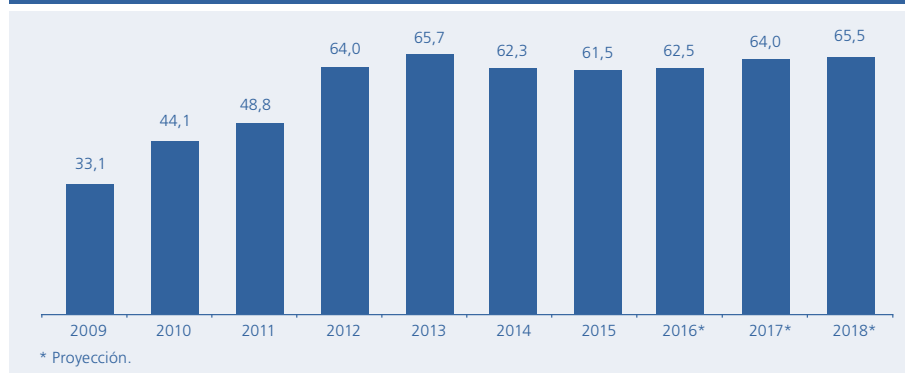
14. La solidez de la balanza de pagos ante eventos negativos en la economía mundial se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, 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 influjos de capitales y de altos precios de *commodities*.

Cuadro 13
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2006	2011	2016*
RIN como porcentaje de:			
a. PBI	19,6	28,6	32,1
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	166	471	544
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	230	360	329
Deuda externa de mediano y largo plazo (como porcentaje del PBI):	28,7	24,4	31,6
a. Privada	4,1	10,2	18,0
b. Pública	24,6	14,2	13,7

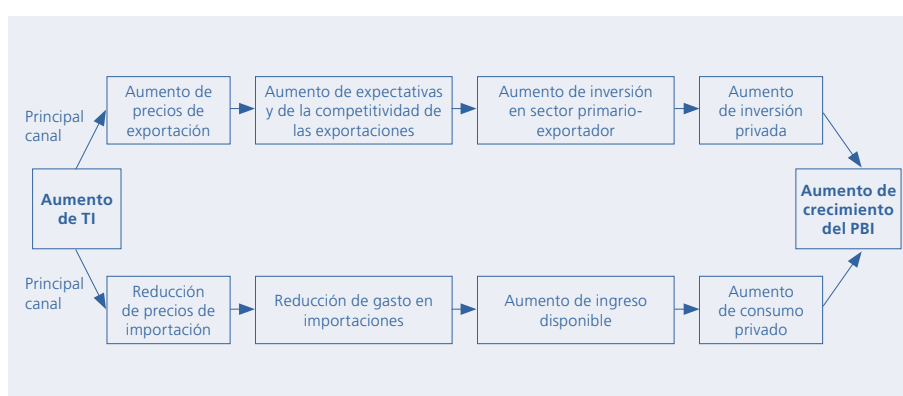
1/ Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector privado y público.
* Proyección.

Gráfico 23
RESERVAS INTERNACIONALES
(Miles de millones de US\$)



Recuadro 2
MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LOS PRECIOS DE EXPORTACIÓN E IMPORTACIÓN

Las variaciones de los términos de intercambio (TI) afectan a la actividad económica y la inflación de una economía pequeña y abierta a través de diversos canales, especialmente en países cuyas exportaciones están concentradas en materias primas como el Perú. En este recuadro se presentan los resultados de la estimación de los impactos en el crecimiento del PBI de cambios no esperados en los precios de exportación e importación.



El índice de TI mide la relación entre los precios nominales de las exportaciones y los precios de las importaciones. Por tanto, las variaciones de los TI pueden explicarse por movimientos de los precios de exportación, de importación o de ambos. En el caso peruano, se sabe que aumentos en los precios de exportación, como el cobre o el oro, no tienen efectos inflacionarios directos; sin embargo, aumentos de los precios de importación como el petróleo o el maíz sí generan incrementos en la inflación. De igual forma, los precios de exportación y de importación también tendrían efectos diferenciados sobre la actividad económica.

Para mostrar evidencia empírica sobre estos efectos diferenciados, se estiman modelos de Vectores Autorregresivos (VAR) y se calculan elasticidades de mediano y largo plazo para estimar el impacto de variaciones de los precios de exportación e importación sobre el crecimiento económico. Se estiman modelos alternativos usando datos trimestrales (2002T1 – 2016T1) de estas variables¹: crecimiento 4 trimestres del PBI; variaciones interanuales de la inversión bruta fija; variaciones 4 trimestres del índice del dólar de la Fed; asimismo, la variación anual del precio internacional del cobre, de nuestros precios de exportación, del índice Commodity Research Bureau de alimentos y el índice de precios de combustibles del FMI. La elasticidades calculadas η_s son la respuesta acumulada del crecimiento del PBI al trimestre T luego de un choque de precios de exportación o de importación, dividido o estandarizado por la respuesta de los precios de exportación o de importación ante el mismo choque idiosincrásico.

El cuadro siguiente reporta que las elasticidades crecimiento-variación de precios de exportación a un año varían de 0,03 a 0,06, mientras que las elasticidades crecimiento-variación de precios de importación se ubican en el intervalo -0,03 a -0,01. Las elasticidades a dos años se estiman en los rangos 0,05 – 0,11 y entre -0,09 a -0,02, respectivamente.

1 En los modelos no se incluyó el índice de precios de importación al estar correlacionado con los precios de exportación porque responden a factores globales comunes, lo que dificulta la identificación.





ELASTICIDADES CRECIMIENTO DEL PBI - VARIACIÓN DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN E IMPORTACIÓN

Trimestres (T)	4	8	12	LP
Modelo 1:				
<i>Variables: PBI, inversión, precio de cobre, precio de alimentos, índice dólar</i>				
Precio de Exportación	0,025	0,051	0,067	0,072
Precio de Importación	-0,005	-0,022	-0,027	-0,020
Modelo 2:				
<i>Variables: PBI, inversión, precio de cobre, precio de combustibles, índice dólar</i>				
Precio de Exportación	0,024	0,048	0,061	0,063
Precio de Importación	-0,008	-0,019	-0,026	-0,028
Modelo 3:				
<i>Variables: PBI, inversión, precios de exportación, precio de alimentos, índice dólar</i>				
Precio de Exportación	0,058	0,107	0,134	0,135
Precio de Importación	-0,026	-0,085	-0,117	-0,099
Modelo 4:				
<i>Variables: PBI, inversión, precios de exportación, precio de combustibles, índice dólar</i>				
Precio de Exportación	0,059	0,111	0,140	0,146
Precio de Importación	-0,004	-0,030	-0,092	-0,106

PBI: Crecimiento 4 trimestres del PBI.

Inversión: Crecimiento 4 trimestres de Inversión Bruta Fija.

Precios de alimentos: Variación 4 trimestres del Índice CRB de Alimentos.

Índice dólar: Variación 4 trimestres del Índice Dólar Fed.

Precios de cobre: Variación 4 trimestres del precio del cobre.

Precios de combustibles: Variación 4 trimestres del Índice de Combustibles del FMI.

Precios de exportación: Variación 4 trimestres de precios de exportación.

Variables presentadas en orden usado para identificación Cholesky.

Los efectos asociados a los precios de exportación son mayores que los de los precios de importación. Las especificaciones que usan las variaciones del índice de precios de exportaciones reportan, en general, elasticidades mayores, sin embargo la diferencia entre las elasticidades de precios de exportación e importación es relativamente estable. Los resultados son robustos a cambios de variables proxy tanto de los precios de exportación, como de importación y también a la inclusión de variables adicionales como el crecimiento de socios comerciales de Perú, las variaciones del precio internacional del oro y/o el rendimiento del bono americano a 10 años.

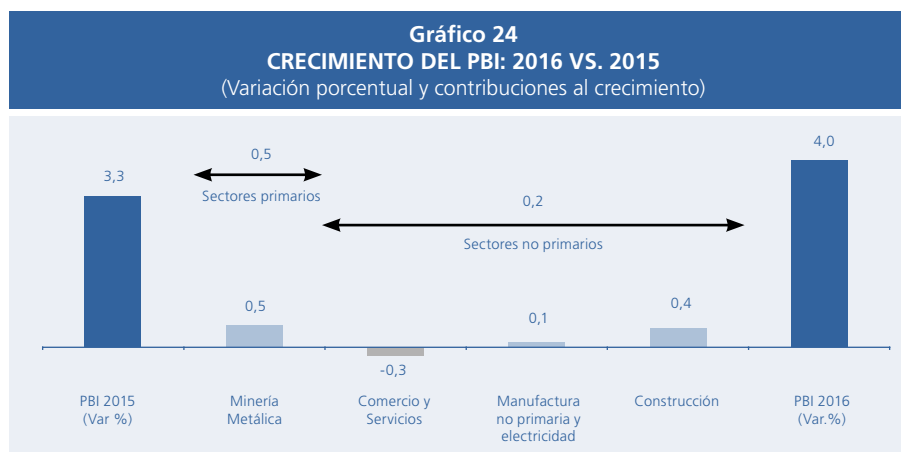
Según modelos VAR con especificaciones similares a las anteriores, los precios de exportación afectarían al crecimiento a través de sus efectos sobre la inversión privada: mayores precios de exportación incentivarían la inversión en los sectores primario-exportadores, los más sensibles a *commodities* de exportación, los cuales dinamizarían al resto de sectores de la economía. Ejercicios de robustez otorgan evidencia de que los precios de importación afectan a la actividad económica a través del consumo dado que menores precios de importaciones generarían un incremento del ingreso disponible (reducción de precios de alimentos) y reducirían costos de producción (precios de combustibles). Adicionalmente precios de exportación y de importación tendrían diferentes efectos fiscales: aumentos en los precios de exportación incrementarían el gasto fiscal, contribuyendo así a un mayor crecimiento; este segundo canal dinamizador no se encuentra en el caso de los precios de importación.

Los resultados de estos modelos otorgan evidencia a favor de los efectos diferenciados de precios de exportación e importación sobre la tasa de crecimiento del PBI. En particular, revelarían que la actividad es menos sensible a variaciones de los precios de importación. Estos efectos son reflejados por datos agregados los cuales podría ocultar cierta heterogeneidad sectorial; por tanto para identificar los canales de transmisión con mayor precisión se requiere de datos de actividad e índices de precios desagregados y/o sectoriales.

III. Actividad económica

PBI sectorial

15. Durante el primer semestre la actividad productiva recibió un impulso de las actividades primarias, las que en su conjunto crecieron 8,0 por ciento, en tanto que las no primarias aumentaron 3,0 por ciento. Con ello, el PBI aumentó 4,1 por ciento, tasa mayor a la del primer semestre de 2015 (2,5 por ciento). Dentro del sector primario, el PBI del subsector minería metálica creció 26,9 por ciento, por efecto del inicio de operaciones de la mina Las Bambas y de la ampliación de Cerro Verde. Por otro lado, en el sector no primario destacó el crecimiento de los sectores comercio y servicios, los que crecieron 2,5 y 4,3 por ciento, respectivamente.
16. La proyección del crecimiento del PBI muestra una aceleración entre 2015 y 2016, de 3,3 a 4,0 por ciento. En particular, la minería metálica es el sector que más contribuye con esta aceleración, mientras que los aportes del resto de sectores primarios se compensan entre sí.



17. La proyección de crecimiento del PBI para el presente año se mantiene en 4,0 por ciento, tasa similar a su crecimiento potencial. El resultado anual refleja el mayor dinamismo de las actividades primarias (8,9 por ciento) respecto a las no primarias (2,6 por ciento). Las principales diferencias con la proyección del Reporte de junio se da en los subsectores agrícola y minería metálica, por menor producción de arroz y mayor extracción de oro y plata, respectivamente. Asimismo, por el lado no primario





se corrige a la baja los subsectores construcción y comercio, en línea con la menor demanda interna proyectada para el presente año.

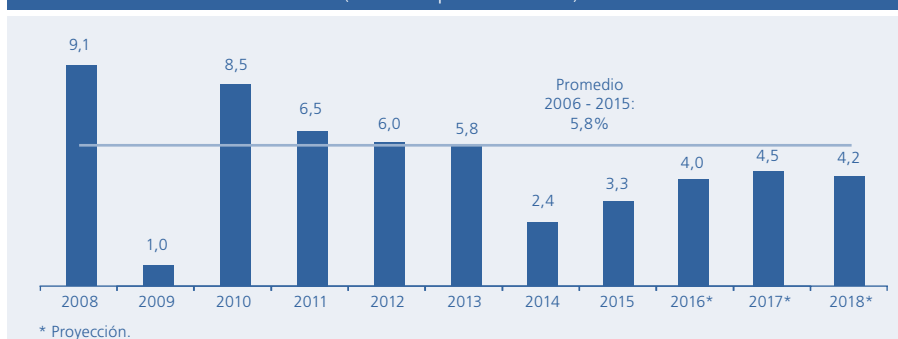
Se ha revisado ligeramente a la baja la proyección de crecimiento del PBI para el año 2017, considerando principalmente una menor proyección de crecimiento en el subsector hidrocarburos porque se estima que la ruptura del oleoducto continuaría afectando la producción de hidrocarburos hasta el primer semestre de 2017.

Cuadro 14
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2015		2016*			2017*		2018*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
Agropecuario	2,9	3,3	1,0	2,3	1,4	3,9	3,8	5,0	5,0
Agrícola	1,6	1,8	0,2	1,8	0,1	4,0	3,9	5,5	5,5
Pecuário	5,5	5,5	2,4	2,9	3,3	3,7	3,8	4,2	4,2
Pesca	19,2	15,9	-41,9	-2,4	-2,4	29,7	24,8	4,3	4,1
Minería e hidrocarburos	6,0	9,5	19,8	14,1	14,7	8,3	8,2	4,5	4,8
Minería metálica	10,5	15,5	26,9	18,2	19,0	8,4	8,7	5,1	4,6
Hidrocarburos	-9,4	-11,5	-8,9	-4,1	-4,6	8,5	5,9	1,5	6,8
Manufactura	-2,7	-1,7	-5,3	-1,8	-1,6	3,8	3,2	4,0	4,0
Recursos primarios	0,4	1,7	-14,5	-0,9	-0,1	10,3	7,7	4,0	4,0
Manufactura no primaria	-3,5	-2,7	-1,8	-2,0	-2,0	2,0	2,0	4,0	4,0
Electricidad y agua	5,0	6,1	8,9	7,8	7,9	5,5	5,5	5,0	5,0
Construcción	-7,7	-5,8	1,5	0,0	-0,8	3,5	4,0	5,5	6,0
Comercio	3,7	3,9	2,5	3,2	2,4	3,8	3,8	3,8	3,8
Servicios	4,1	4,2	4,3	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
PRODUCTO BRUTO INTERNO	2,5	3,3	4,1	4,0	4,0	4,6	4,5	4,2	4,2
Nota:									
PBI primario	4,6	6,8	8,0	8,7	8,9	7,9	7,4	4,6	4,8
PBI no primario	2,0	2,4	3,0	2,8	2,6	3,6	3,7	4,0	4,0

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

Gráfico 25
PRODUCTO BRUTO INTERNO: 2008 - 2018
(Variación porcentual real)



- a) El **sector agropecuario** se desaceleró de 2,9 por ciento en el primer semestre de 2015 a 1,0 por ciento en similar periodo de 2016, debido principalmente a la menor producción de arroz, pues la actividad agrícola se desarrolló en un marco de déficit de lluvias, escenario contrario al esperado con condiciones climáticas de El Niño. Asimismo, esta falta de lluvias perjudicó a los cultivos de secano como papa y productos andinos, por lo que se observó una menor producción de estos durante dicho periodo. Este menor dinamismo fue contrarrestado por la mayor venta de carne de ave y la mayor producción de cultivos de agroexportación, tales como café, cacao y uva.

Para el año 2016 se revisa la tasa de crecimiento del sector a la baja (de 2,3 a 1,4 por ciento), lo que toma en cuenta los datos de producción de arroz en el primer semestre del año. Para 2017 y 2018 se espera una progresiva recuperación de la actividad agropecuaria, ya que el escenario de proyección contempla la disipación de las condiciones climáticas que afectaron la campaña agrícola del periodo 2015-2016. Además, se espera un impulso al sector proveniente de la mayor producción de caña de azúcar asociada al proyecto Olmos.

- b) Durante el primer semestre de 2016 el **sector pesca** se contrajo 41,9 por ciento, debido al retraso de la primera temporada de pesca. Es así que la menor extracción de anchoveta para consumo industrial es el factor que explica la caída de este sector durante el primer semestre. Dado que en el Reporte previo ya se había anticipado una primera temporada corta que se desarrollaría entre julio y agosto, la proyección de crecimiento del sector para el año 2016 (-2,4 por ciento) se mantiene.

En adelante se prevé una recuperación del sector incentivada por la transición de la temperatura marina hacia condiciones neutrales, las cuales aumentarían la disponibilidad y captura de anchoveta. Por ello, se proyecta que en 2017 el sector alcanzaría una tasa de crecimiento de 24,8 por ciento, normalizándose en 2018 con un crecimiento de 4,1 por ciento.

- c) La proyección de crecimiento del sector **minería metálica** para 2016 se revisa al alza, debido al mejor desempeño observado en el primer semestre del año, el cual se mantendría los próximos meses. Es así que se calcula que el sector crecería 19,0 por ciento en 2016, principalmente por la mayor extracción de cobre de Cerro Verde y Las Bambas. Tal como se mencionó en el Reporte anterior, se espera que el impulso del cobre se disipe luego de 2017, año en que también se observaría una menor extracción de oro, explicada principalmente por la madurez y agotamiento de las minas Yanacocha y Barrick.

La **producción de cobre** durante el primer semestre de 2016 creció 54,1 por ciento, contribuyendo así con casi todo el crecimiento experimentado por el sector durante este periodo. Este mayor ritmo de producción se debe a la ampliación de Cerro Verde, al progresivo incremento de producción de Las Bambas y, en





menor medida, a la recuperación de Antamina. Para la segunda parte del año se espera que estas tres compañías continúen aumentando su producción, más aun tomando en cuenta que recién a inicios de julio Las Bambas alcanzó su nivel de producción comercial. Justamente, la producción en aumento de Las Bambas sería el motor del crecimiento de este mineral para 2017. Por el contrario, en 2018 el impulso provendría principalmente de la expansión de la mina Toquepala, perteneciente a Southern Perú.

Cuadro 15 PRODUCCIÓN DE COBRE (Miles de Toneladas Métricas Finas)				
	2015	2016*	2017*	2018*
Antamina	412	421	450	450
Southern	298	294	300	366
Cerro Verde	208	513	575	575
Antapaccay	203	214	210	210
Toromocho	182	160	192	200
Constancia	106	128	130	130
Las Bambas	7	293	462	500
Resto de empresas	212	214	223	229
TOTAL	1 628	2 237	2 542	2 660

* Proyección.

La **producción de oro** del primer semestre aumentó 7,3 por ciento con respecto a 2015, sustentada principalmente en la producción de Madre de Dios y los nuevos proyectos auríferos, tales como Inmaculada, Shahuindo y Anama. En el año se espera que la producción de este mineral aumente 4,8 por ciento, para luego contraerse en 2017 a causa del agotamiento natural de los yacimientos de Yanacocha y Barrick. Por último, se proyecta que el crecimiento del oro en 2018 este basado en los nuevos proyectos como Tambomayo, San Gabriel, Invicta y Ollachea.

Cuadro 16 PRODUCCIÓN DE ORO (Miles de Onzas Finas)				
	2015	2016*	2017*	2018*
Yanacocha	890	650	400	400
Barrick Misquichilca	614	558	463	463
Madre de Dios ^{1/}	391	544	540	540
Buenaventura	218	199	208	208
Inmaculada	59	155	147	147
Anama	74	91	89	89
Shahuindo	0	56	85	85
Invicta	0	21	101	118
Tambomayo	0	4	72	119
Resto de empresas	2 420	2 611	2 402	2 537
TOTAL	4 666	4 890	4 507	4 704

* 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 en 8,0 por ciento durante el primer semestre de 2016 por la menor producción de Los Quenuales, asociada al cierre de la unidad minera Iscaycruz, y de Antamina, por las menores leyes del mineral. Para 2017 se proyecta la recuperación de Antamina, lo que se reflejaría en un crecimiento de la producción de zinc de 11,2 por ciento.

Cuadro 17 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)				
	2015	2016*	2017*	2018*
Cobre	25,8	37,5	13,6	4,7
Oro	3,6	4,8	-7,8	4,4
Zinc	8,1	-11,4	11,2	0,1

* Proyección.

- d) La producción del **subsector hidrocarburos** cayó 8,9 por ciento en el primer semestre de 2016. La principal causa de la caída del sector continúa siendo las rupturas en el Oleoducto Norperuano (ocurridas en enero, febrero y junio), las cuales vienen impidiendo la explotación del lote petrolero 192 a cargo de Pacific Stratus y han reducido la del lote 8. Se espera que este impase se solucione en el segundo semestre de 2017 y se obtengan mayores tasas de crecimiento hacia 2018.
- e) La **producción manufacturera** del primer semestre se contrajo principalmente como consecuencia de la menor producción de bienes orientados a la inversión y a las exportaciones no tradicionales, así como a la menor disponibilidad de anchoveta para la producción de harina y aceite de pescado. Estos hechos son consistentes, respectivamente, con la menor inversión privada y la menor actividad pesquera registradas en dicho periodo. Sin embargo, la recuperación del sector pesca en la segunda parte del año ocasionaría una menor caída de la manufactura primaria en 2016, por lo que la proyección del sector manufactura para este año se revisa al alza de -1,8 a -1,6 por ciento.

PBI gasto

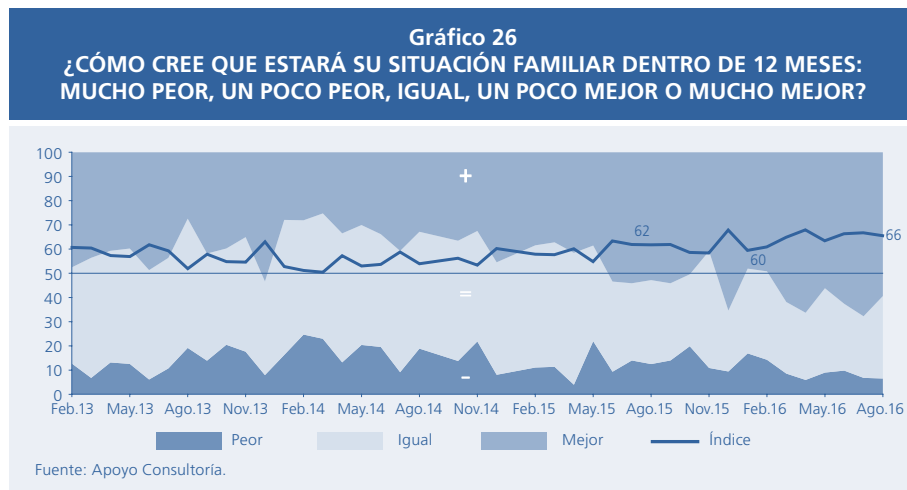
18. El alto crecimiento de la producción minera viene teniendo un importante impacto en las exportaciones, las cuales aumentaron 8,3 por ciento en el primer semestre. En contraste, dentro de la demanda interna se mantuvo la tendencia negativa de la inversión privada con una caída de 4,6 por ciento, reflejo de la finalización de importantes proyectos mineros. El gasto de consumo del sector privado mantuvo su dinamismo con un crecimiento de 3,5 por ciento. Al mismo tiempo, la posición expansiva del fisco se manifestó en un mayor gasto de consumo e inversión pública.



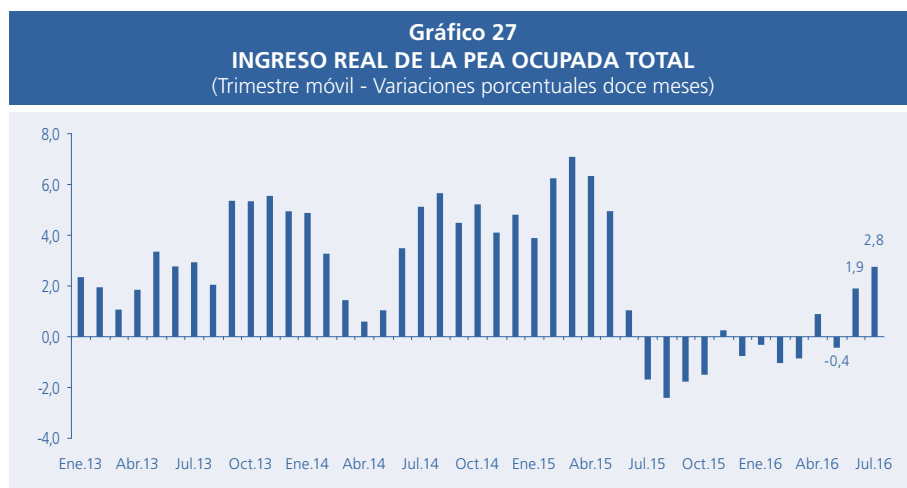


19. Los indicadores de la demanda interna presentan una tendencia favorable en el nivel de confianza de consumidores e inversionistas. Existen también indicios favorables referidos a los determinantes del gasto de consumo privado (ingresos y crédito). En contraste, los indicadores contemporáneos de inversión privada siguen señalando una evolución negativa.

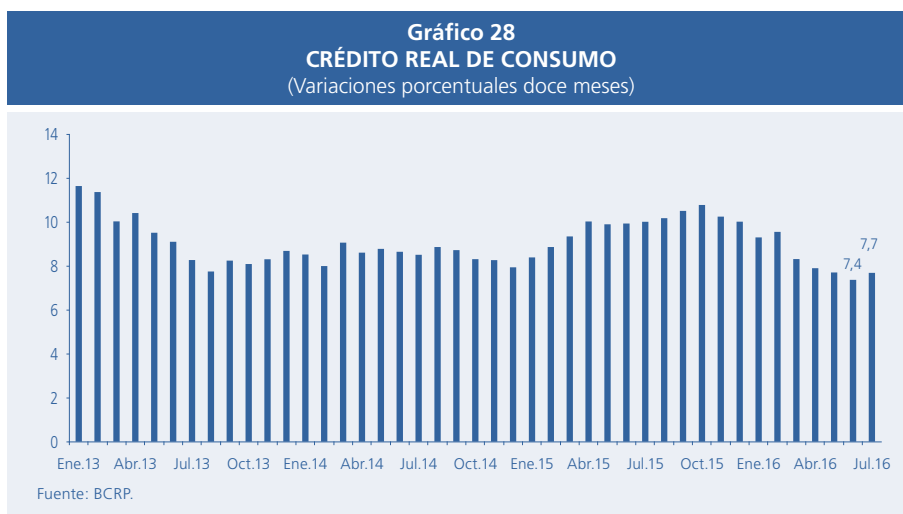
- a) El Índice de Confianza del Consumidor muestra una tendencia al alza entre enero y agosto de 2016, ubicándose en agosto en 66 puntos, nivel superior al mostrado en agosto de 2015 (62 puntos).



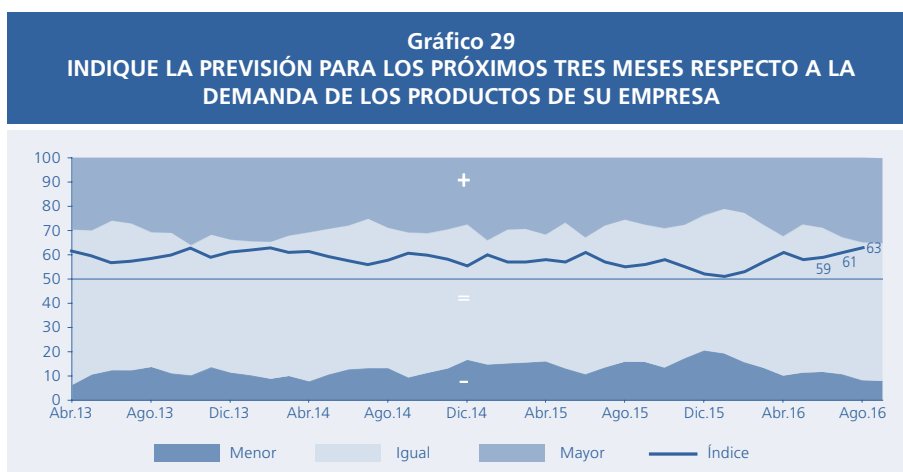
- b) El ingreso real de la Población Económicamente Activa (PEA) ocupada creció 2,8 por ciento en julio, registrando una tasa positiva por segundo mes consecutivo.

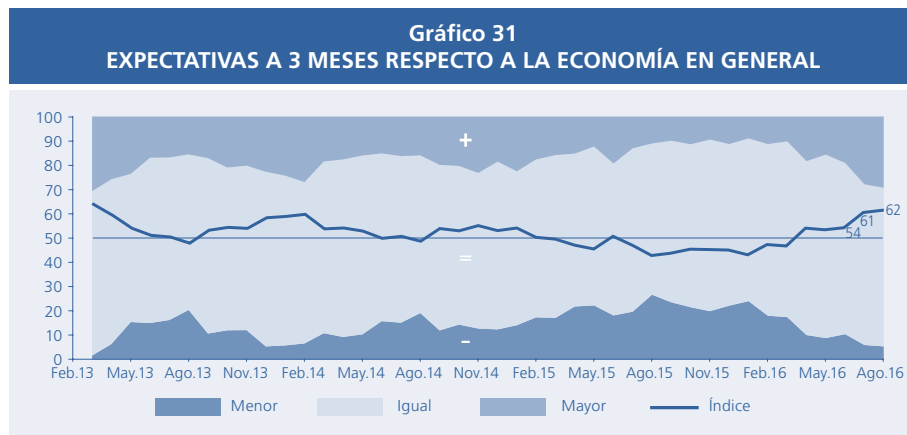
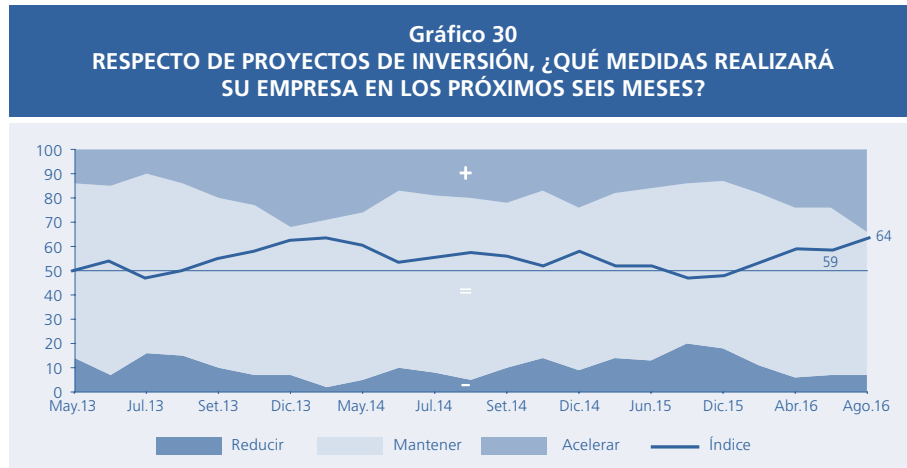


- c) El crédito de consumo en términos reales continuó creciendo por encima de los ingresos. Así, la tasa de crecimiento fue de 7,7 por ciento en julio de 2016.

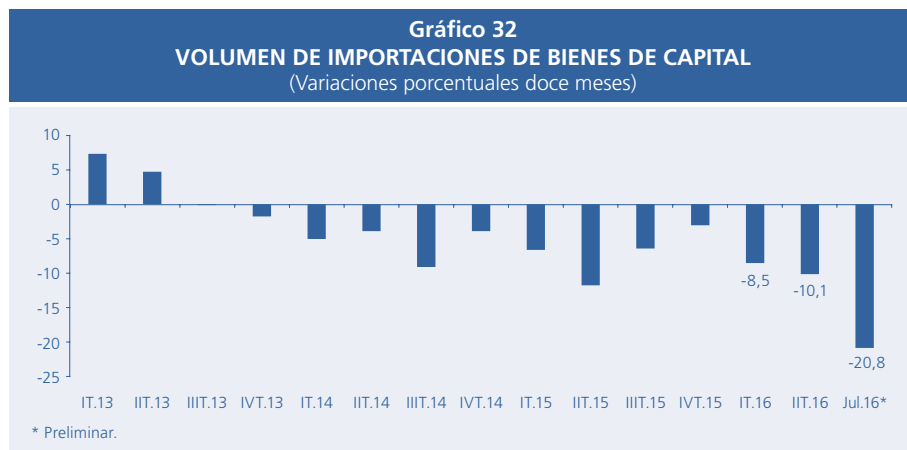


- d) Las expectativas de demanda a tres meses de las empresas se mantienen en el tramo optimista y alcanzan 63 puntos en agosto. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses fueron de 62 puntos en agosto, nivel mayor al registrado a finales del año 2015. Por otro lado, el indicador de expectativas de inversión a 6 meses muestra una tendencia positiva, registrando un nivel de 64 puntos en agosto, el cual fue mayor al de junio de 2016 (59 puntos).





- e) El volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión, disminuyó 20,8 por ciento en julio de 2016 y acumuló una caída de 15,2 por ciento entre mayo y julio de 2016.



20. Para el año 2016 se mantiene la proyección de crecimiento del PBI de 4,0 por ciento. Comparado con lo previsto en el Reporte de junio, este resultado contempla un mayor dinamismo de las exportaciones. Asimismo, incluye un mejor desempeño de la inversión pública, dada la evolución del gasto de capital de los gobiernos sub-nacionales en la primera mitad del año. Este Reporte también considera una mayor caída de la inversión privada, en línea con el decrecimiento observado al primer semestre de la inversión minera, aunque se estima un mayor dinamismo en otros sectores vinculados a la infraestructura.

Cuadro 18 DEMANDA INTERNA Y PBI (Variaciones porcentuales reales)									
	2015		2016*			2017*		2018*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
I. Demanda interna	3,1	2,9	1,1	2,5	1,8	3,8	4,0	3,8	4,0
1. Gasto privado	3,2	2,7	-0,3	1,7	0,7	4,0	4,1	4,1	3,9
Consumo	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,8	3,8	4,0	4,0
Inversión privada fija	-6,1	-4,5	-4,6	-1,0	-4,3	4,0	5,0	4,2	5,0
Variación de existencias**	3,2	1,6	1,7	1,1	0,9	1,2	0,9	1,3	0,7
2. Gasto público	2,2	4,2	9,0	6,3	7,0	3,0	3,4	2,4	4,3
Consumo	9,0	9,5	6,8	4,7	5,7	1,0	3,0	0,8	3,5
Inversión	-16,1	-7,5	16,5	10,3	10,3	7,9	4,5	6,0	6,2
II. Demanda Externa Neta									
1. Exportaciones	-0,6	3,5	8,3	6,4	6,9	6,4	5,5	4,9	4,6
2. Importaciones	1,7	2,1	-3,7	0,3	-1,7	3,5	3,6	3,5	3,7
III. PBI	2,5	3,3	4,1	4,0	4,0	4,6	4,5	4,2	4,2

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

Para los años 2017 y 2018 se espera una recuperación gradual de la demanda interna, con un crecimiento de 4,0 por ciento para ambos periodos. Ello considera que la inversión privada retomará gradualmente un mayor ritmo de crecimiento, sustentado en la reducción de trabas al desarrollo de las reformas y en la ejecución de proyectos entregados en concesión. Asimismo, se espera que la inversión pública sea 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 una moderación en su dinamismo para los años 2017 y 2018, debido principalmente a un menor crecimiento de la oferta minera. 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 4,5 por ciento para 2017 y 4,2 por ciento para 2018.

21. 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 3,5 a 3,7



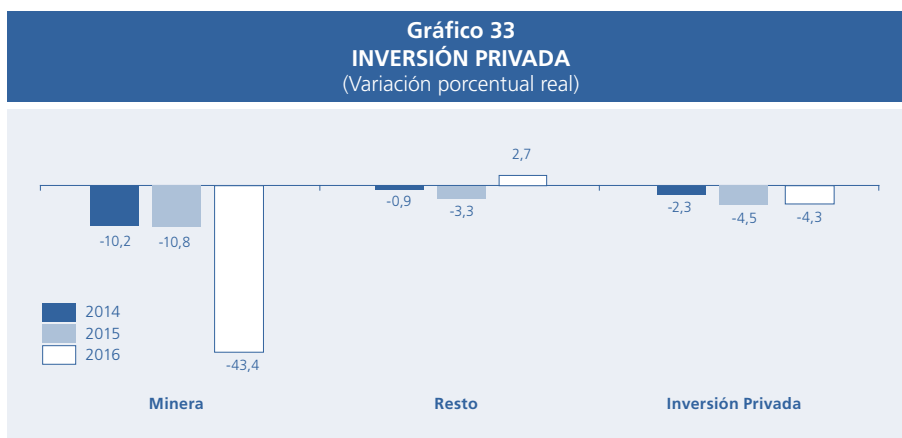


por ciento entre junio y agosto de 2016 y para los analistas económicos de 3,7 a 3,8 por ciento. Asimismo, los representantes de empresas no financieras esperan que la tasa de crecimiento del PBI aumente respecto a la tasa esperada en junio de 2016. Para 2017 y 2018 los agentes económicos esperan un mayor crecimiento del PBI.

Cuadro 19 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI (Variaciones porcentuales)				
		Expectativas del:		
		RI Mar.16	RI Jun.16	RI Set.16*
Sistema Financiero	2016	3,3	3,5	3,7
	2017	4,0	4,0	4,2
	2018	4,0	4,4	4,3
Analistas Económicos	2016	3,2	3,7	3,8
	2017	4,0	4,2	4,2
	2018	4,2	4,2	4,2
Empresas No Financieras	2016	3,5	3,5	3,8
	2017	4,0	4,0	4,1
	2018	4,5	4,5	4,5

* Encuesta realizada durante la segunda quincena de agosto.

22. Para el año 2016, se ha revisado a la baja la proyección del crecimiento de la inversión privada de -1,0 por ciento a -4,3 por ciento. Ello se explica principalmente por la culminación de proyectos mineros, tales como Las Bambas y Cerro Verde, y por el impacto de menores niveles de términos de intercambio. Para el periodo comprendido entre 2017 y 2018 se espera que la inversión se recupere a tasas de 5,0 por ciento. Lo anterior estaría asociado al impulso que tendrán los proyectos de inversión anunciados y los otorgados en concesión. De esta manera, la inversión bruta fija total, que incluye a los sectores privado y público, se mantendría alrededor de 24 por ciento del PBI entre 2016 y 2018.





Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2016 – 2018 alcanzan US\$ 33,1 mil millones, distribuidos en una muestra de 235 proyectos.

Cuadro 20
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA 2016 - 2018
(Millones de US\$)

	RI Dic.15	RI Jun.16	RI Set.16
Minería	12 038	9 982	8 911
Hidrocarburos	5 317	5 168	4 821
Energía	3 675	3 920	3 985
Industria	2 269	2 200	2 240
Infraestructura	4 443	4 821	5 028
Otros Sectores	5 734	7 742	8 142
TOTAL	33 476	33 833	33 127

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.





La inversión estimada en proyectos adjudicados en concesión entre 2015 y 2016 alcanzaría US\$ 2,6 mil millones. En lo que va del año destaca la adjudicación de los proyectos Banda 698-806 MHz, que implicarían inversiones por US\$ 1 680 millones y la Central San Gabán III, que requeriría una inversión de US\$ 371 millones.

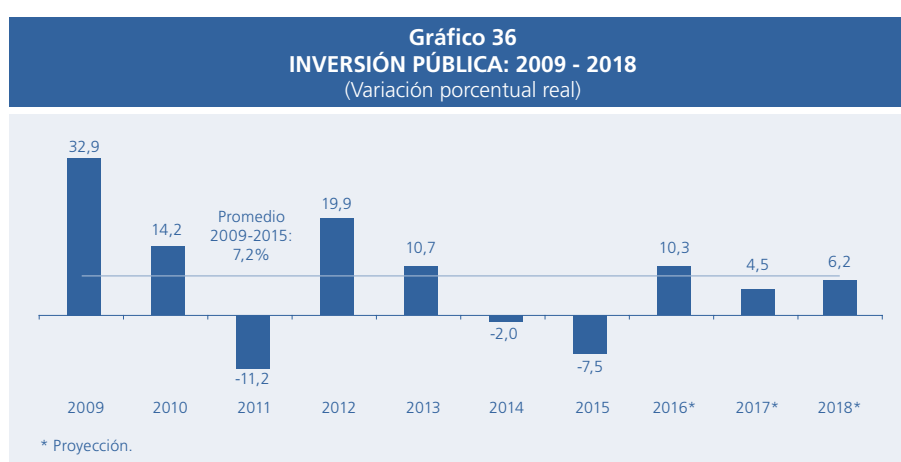
Cuadro 21
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2015 - 2016
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
A. Adjudicados	2 588
Banda 698-806 MHz	1 680
Central Hidroeléctrica San Gabán III	371
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	2 070
Obras de Cabecera y Conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima	600
Longitudinal de la sierra tramo 4: Huancayo-Izcuchaca-Mayocc-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, Cusco, Puno y Ucayali	300
Sistema de Abastecimiento de GLP para Lima y Callao	250
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	204
Central Térmica de Quillabamba	180
Hidrovia Amazónica	70
Línea de Transmisión Aguaytía-Pucallpa 138 kV (segundo circuito)	20

Fuente: Proinversión.

23. En el presente Reporte se mantiene la tasa de crecimiento de la inversión pública en 10,3 por ciento para el año 2016. Durante los primeros siete meses del año la inversión pública ha tenido un mayor dinamismo, principalmente por el mejor desempeño en la gestión del gasto de inversión por parte de los gobiernos sub-nacionales. Ello

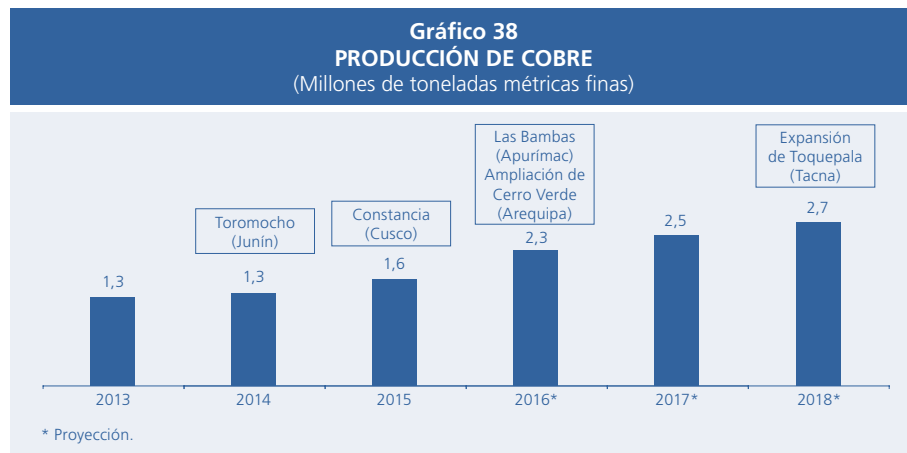
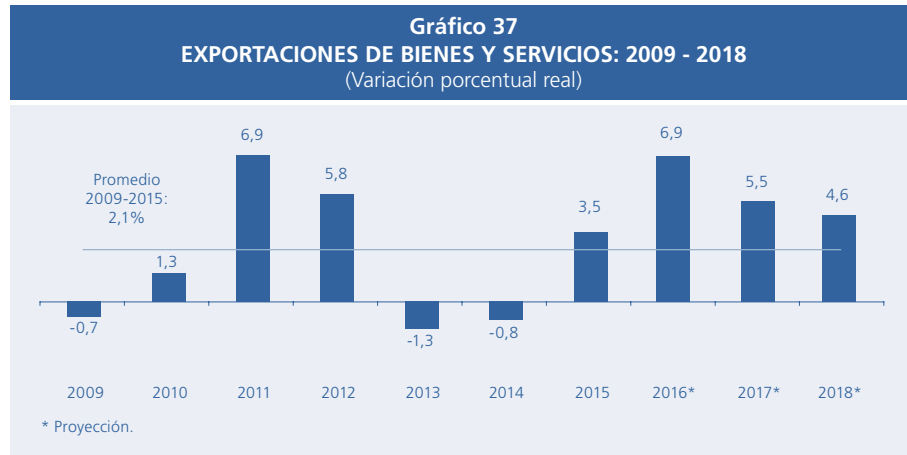
reflejaría que las nuevas autoridades superaron la curva de aprendizaje de los procesos administrativos del Estado. Para 2017 y 2018 se contempla un escenario en donde el ritmo de gasto de las unidades ejecutoras se modera respecto a lo previsto en 2016, por lo cual se proyecta una tasa de crecimiento de la inversión pública de 4,5 y 6,2 por ciento para los años 2017 y 2018, respectivamente, en línea con el proceso de consolidación fiscal.



24. El volumen de exportaciones de bienes y servicios registró un aumento de 8,3 por ciento en el primer semestre de 2016, principalmente por mayores envíos de café, cobre y harina de pescado. De otro lado, las exportaciones de productos no tradicionales tuvieron una variación negativa, reflejo de la menor demanda mundial y, en particular, de la región. Resaltan los menores volúmenes exportados de productos pesqueros y textiles. Para los siguientes meses se espera un mayor volumen de exportaciones tradicionales y una ligera recuperación de las exportaciones no tradicionales, impulsadas por una gradual recuperación de América Latina. En consecuencia, para 2016 se revisa al alza la tasa de crecimiento para las exportaciones de 6,4 por ciento a 6,9 por ciento, considerando mayores exportaciones tradicionales, principalmente mineras, y un mayor ritmo de crecimiento de las exportaciones no tradicionales.

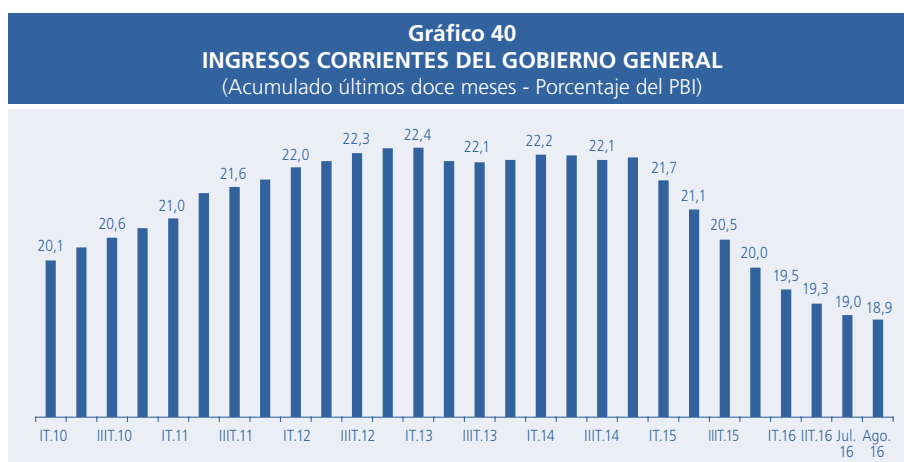
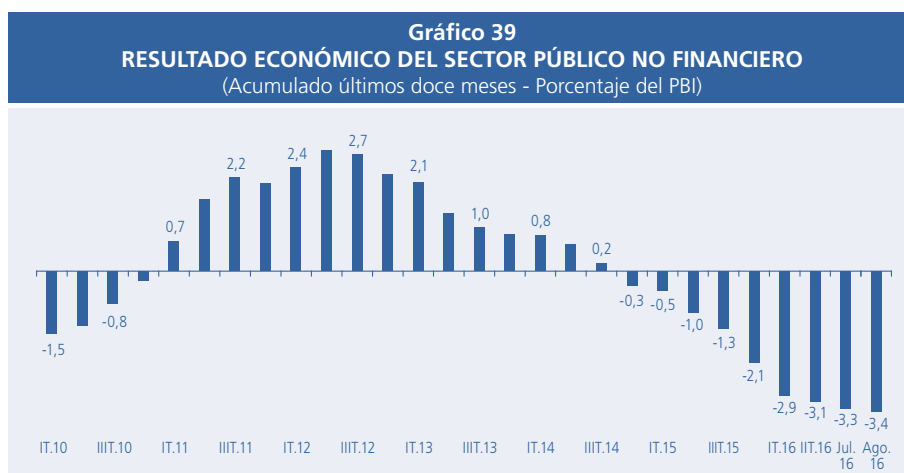
Para el periodo comprendido entre 2017 y 2018 se estima una moderación en el dinamismo de las exportaciones. Ello debido a que el crecimiento de la producción cuprífera será menor respecto a lo previsto en 2016, limitando el impacto sobre las exportaciones y el PBI. Adicionalmente, la normalización de las condiciones climáticas impulsará la pesca de anchoveta y la producción agrícola, las cuales tendrán un efecto positivo sobre las exportaciones para dicho periodo.

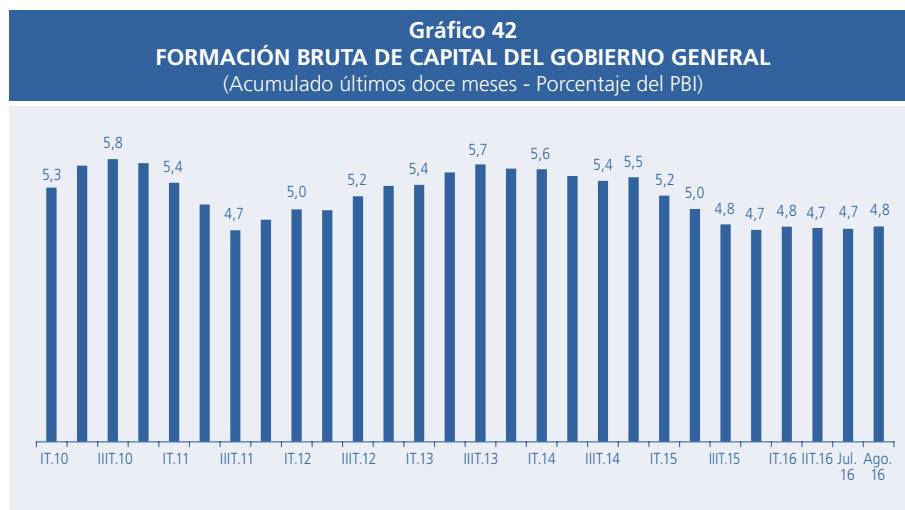
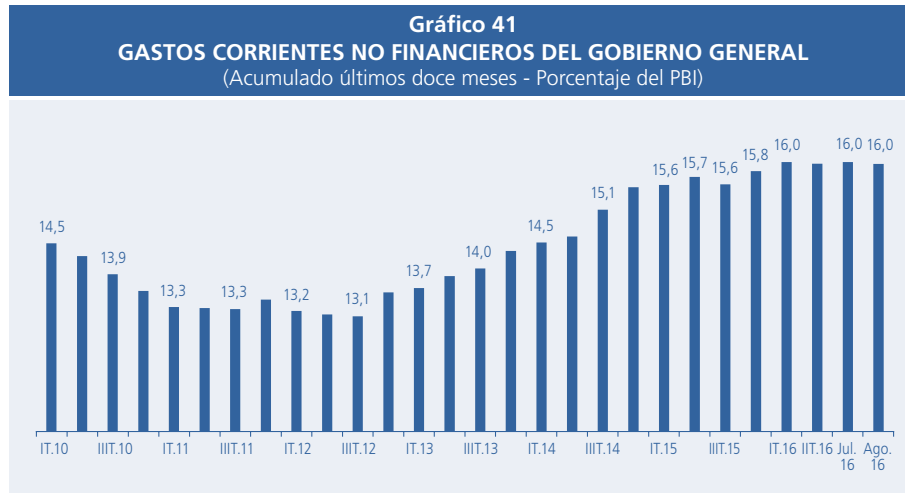




IV. Finanzas públicas

25. El déficit económico del sector público no financiero sigue mostrando una tendencia creciente al pasar, en términos acumulados anuales, de -1,0 por ciento del PBI en agosto de 2015 a -3,4 por ciento en agosto de 2016. Este resultado es explicado por una reducción de los ingresos fiscales de 20,8 por ciento del PBI a 18,9 por ciento del producto y de un aumento de los gastos corrientes del gobierno general de 15,5 por ciento a 16,0 por ciento del PBI. La reducción en la recaudación de impuestos se explica por el efecto de las medidas fiscales implementadas a fines de 2014 y por la desaceleración de la actividad económica.





26. En las proyecciones fiscales del presente Reporte se toma como referencia el escenario fiscal del Marco Macroeconómico Multianual (revisado) del MEF. Por ello, el Resultado Económico del Sector Público No Financiero pasaría de -2,1 por ciento del PBI en 2015 a -3,0 por ciento en 2016, -2,5 por ciento en 2017 y -2,3 por ciento en 2018, tasas similares a las del Reporte de Junio.

Con estas proyecciones se configura una posición fiscal expansiva en 2016 y ligeramente contractiva en 2017 y 2018, lo cual es consistente con la convergencia de la actividad económica hacia su nivel potencial.

Cuadro 22
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2015		2016*			2017*		2018*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
1. Ingresos corrientes del gobierno general ^{1/}	21,3	20,0	19,8	19,3	18,9	19,3	19,2	19,3	19,4
<i>Variación % real</i>	-6,9	-7,5	-4,3	0,2	-2,2	4,2	6,6	4,1	5,0
2. Gastos no financieros del gobierno general	17,8	21,3	18,1	21,1	20,8	20,7	20,5	20,4	20,4
<i>Variación % real</i>	2,1	1,4	5,0	3,1	1,4	2,6	3,4	2,3	3,8
<i>Del cual:</i>									
Gasto corriente	14,0	15,8	14,4	16,0	15,6	15,4	15,3	14,9	15,1
<i>Variación % real</i>	6,3	4,5	6,1	4,5	2,2	1,0	2,6	1,0	2,9
Formación bruta de capital	3,2	4,7	3,4	4,7	4,9	4,9	4,9	5,0	5,1
<i>Variación % real</i>	-19,7	-12,5	8,4	4,9	7,8	8,2	6,0	6,8	6,7
3. Otros	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	4,0	-1,1	1,8	-1,9	-1,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
5. Intereses	1,0	1,0	1,1	1,2	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
6. Resultado económico	2,9	-2,1	0,7	-3,0	-3,0	-2,8	-2,5	-2,5	-2,3
Nota:									
Resultado Económico Estructural	-0,2	-1,9	-1,5	-2,8	-2,9	-2,5	-2,4	-2,3	-2,2

1/ El gobierno general incluye los ministerios, universidades nacionales, instituciones públicas, gobiernos regionales, a la seguridad social, organismos reguladores y supervisores, beneficencias públicas y gobiernos locales.
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

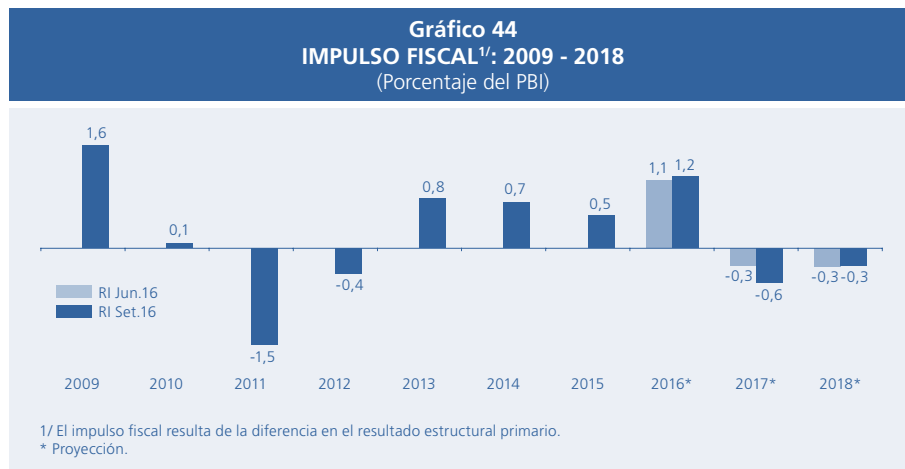
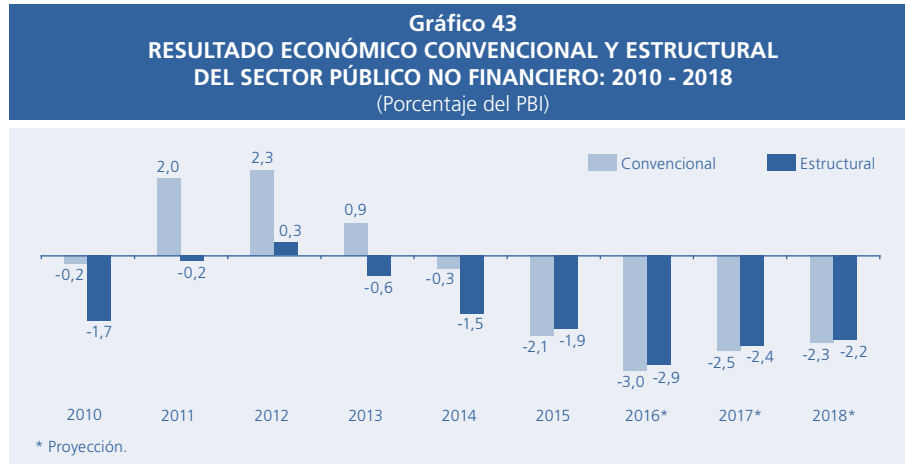
Una vez que el resultado económico es ajustado por la posición cíclica de la economía y los precios de los *commodities* se obtiene el Resultado Económico Estructural, el mismo que da una indicación de las intenciones de la autoridad fiscal. En este Reporte de Inflación se estima un Resultado Económico Estructural de -1,9 por ciento del PBI en 2015, -2,9 por ciento en 2016 (-2,8 por ciento en el Reporte de Junio), -2,4 por ciento en 2017 (-2,5 por ciento en el Reporte de Junio), y -2,2 por ciento en 2018 (-2,3 por ciento en el Reporte de junio). Como se puede observar, el impulso fiscal, medido por el incremento en el déficit estructural, es expansivo en 1,2 por ciento del PBI en 2016 y se revierte en los siguientes años a uno negativo (-0,6 por ciento en 2017 y -0,3 por ciento en 2018).

Adicionalmente, para afinar el cálculo del impacto de la política fiscal en el ciclo económico se puede considerar los efectos separados de los cambios en los ingresos y gastos estructurales y ajustarlos por su efecto multiplicador en la demanda agregada.





De esta manera se obtiene un Impulso Fiscal Ponderado que pasaría de una posición contractiva de 0,5 por ciento del PBI en 2015, a una expansiva de 0,2 por ciento en 2016. En los años 2017 y 2018, la posición fiscal sería ligeramente contractiva.



Cuadro 23
IMPULSO FISCAL
(Porcentaje del PBI)

	2014	2015	2016*	2017*	2018*
1. Impulso Fiscal	0,7	0,5	1,2	-0,6	-0,3
a. Por ingresos estructurales	0,2	1,0	1,2	-0,5	-0,2
b. Por egresos estructurales ^{2/}	0,5	-0,5	0,0	-0,1	-0,1
2. Impulso Fiscal Ponderado	0,3	-0,5	0,2	-0,2	-0,1
a. Por ingresos estructurales ^{1/}	0,0	0,2	0,3	-0,1	0,0
b. Por egresos estructurales ^{1/ 2/}	0,3	-0,7	-0,1	0,0	0,0

1/ Considera el efecto multiplicador.
2/ Incluye empresas públicas.
* Proyección.

Ingresos fiscales

27. La proyección de los ingresos fiscales del año 2016 se ha revisado a la baja respecto a la proyección del Reporte de Junio en 0,4 puntos porcentuales del PBI, para situarse en 18,9 por ciento del PBI.

La reducción de la recaudación se explica por 3 factores: (i) un mayor monto de devoluciones de impuestos que el previsto para el año debido a mayores solicitudes realizadas por recuperación anticipada del IGV y mayores saldos pendientes de pago. Así, mientras que en 2015 las devoluciones aumentaron 5,4 por ciento, solo entre enero y agosto estas se habrían incrementado en 33 por ciento en términos reales. Considerando estos resultados se ha elevado el monto de devoluciones de S/ 14,4 mil millones a S/ 15,9 mil millones, 0,2 puntos porcentuales del PBI; (ii) Menor recaudación por Impuesto General a las Ventas, la cual se ajusta en 0,2 puntos porcentuales de PBI hacia abajo tomando en cuenta la ejecución de los últimos meses. Esto refleja la caída por concepto de IGV externo, debido a las menores importaciones de bienes de capital asociada a la evolución negativa que ha venido mostrando la inversión privada y las menores importaciones de bienes de consumo; (iii) Menor ingreso por impuesto a la renta en 0,1 puntos porcentuales del PBI, explicado por una menor recaudación de personas jurídicas.

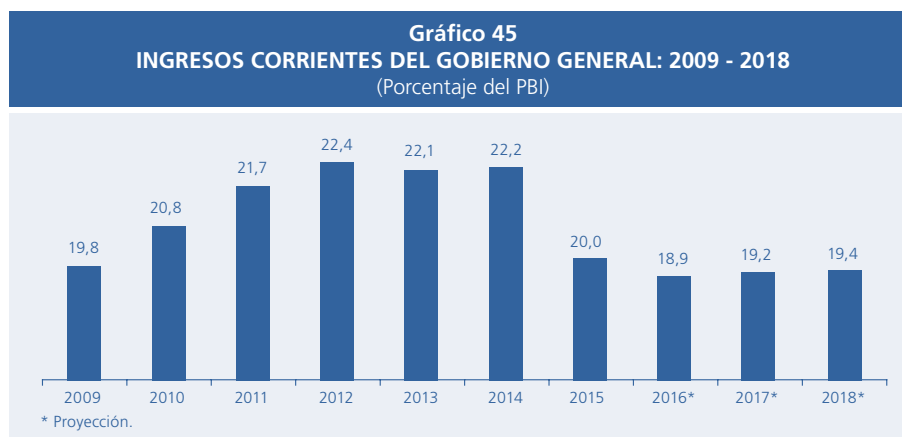
Para los años **2017** y **2018** se proyectan ingresos fiscales de 19,2 y 19,4 por ciento del PBI, respectivamente, para lo que se asume la estructura actual de tasas, cobertura y excepciones del esquema tributario nacional. Este tipo de proyección pasiva no toma en cuenta modificación alguna y sirve como un escenario base.

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

	2015		2016*			2017*		2018*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
INGRESOS TRIBUTARIOS	16,1	15,2	15,1	14,8	14,4	14,7	14,7	14,7	14,8
Impuesto a la Renta	6,6	5,7	6,8	5,7	5,7	5,5	5,7	5,5	5,7
Impuesto General a las Ventas	8,6	8,4	8,2	8,3	8,1	8,2	8,1	8,2	8,1
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,6	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Devoluciones de impuestos	-2,0	-1,9	-2,7	-2,2	-2,4	-2,0	-2,1	-2,0	-2,0
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,3	4,8	4,7	4,5	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5
TOTAL	21,3	20,0	19,8	19,3	18,9	19,3	19,2	19,3	19,4

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.





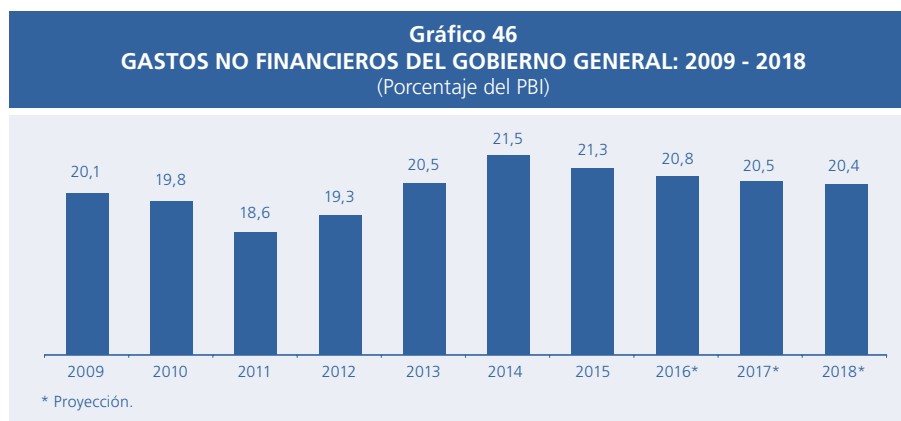
Evolución del gasto público

28. La revisión a la baja del gasto no financiero del gobierno general en 0,3 puntos porcentuales se explica porque esta proyección incorpora el nuevo nivel de gasto considerado en el Marco Macroeconómico Multianual revisado publicado en el mes de agosto. La evolución del gasto para los años 2017 y 2018 considera un crecimiento promedio de alrededor de 3,6 en términos reales con lo cual el nivel de gasto se ubicaría en 20,4 por ciento del PBI en 2018. De este modo, se prevé una senda ascendente de crecimiento del gasto de inversión pública del gobierno general que pasaría de 4,9 a 5,1 por ciento del producto mientras que al mismo tiempo el gasto corriente pasaría de 15,6 a 15,1 por ciento del PBI.

Cuadro 25
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2015		2016*			2017*		2018*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
GASTO CORRIENTE	14,0	15,8	14,4	16,0	15,6	15,4	15,3	14,9	15,1
Gobierno Nacional	9,7	11,1	9,9	11,1	10,8	10,7	10,5	10,4	10,3
Gobiernos Regionales	2,7	3,0	2,8	3,1	3,1	3,0	3,1	2,9	3,1
Gobiernos Locales	1,5	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7
GASTO DE CAPITAL	3,8	5,4	3,7	5,2	5,2	5,3	5,2	5,4	5,3
Formación Bruta de Capital	3,2	4,7	3,4	4,7	4,9	4,9	4,9	5,0	5,1
Gobierno Nacional	1,5	2,0	1,4	1,9	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2
Gobiernos Regionales	0,7	0,9	0,7	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
Gobiernos Locales	1,0	1,8	1,3	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Otros	0,6	0,7	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3
TOTAL	17,8	21,3	18,1	21,1	20,8	20,7	20,5	20,4	20,4
Gobierno Nacional	11,8	13,8	11,6	13,4	13,1	13,1	12,9	12,9	12,8
Gobiernos Regionales	3,4	3,9	3,5	4,0	4,1	4,0	4,0	3,9	4,1
Gobiernos Locales	2,6	3,5	3,0	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.



Por el lado de las operaciones de las empresas públicas, el escenario de proyección contempla la inversión por parte de Petroperú destinada al Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara, proyecto que presenta a la fecha un avance del 43 por ciento.

Deuda pública

29. El financiamiento requerido para cubrir el déficit fiscal y la amortización de deuda pública pasa de S/ 21 mil millones en 2015 a S/ 28 mil millones en 2016, a S/ 22 mil millones en 2017 y a S/ 24 mil millones en 2018. En términos de PBI este requerimiento financiero va de 3,4 por ciento del PBI en 2015 a 4,2 por ciento del producto en 2016; y a 3,2 por ciento del PBI en 2017 y 2018.

Cuadro 26
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

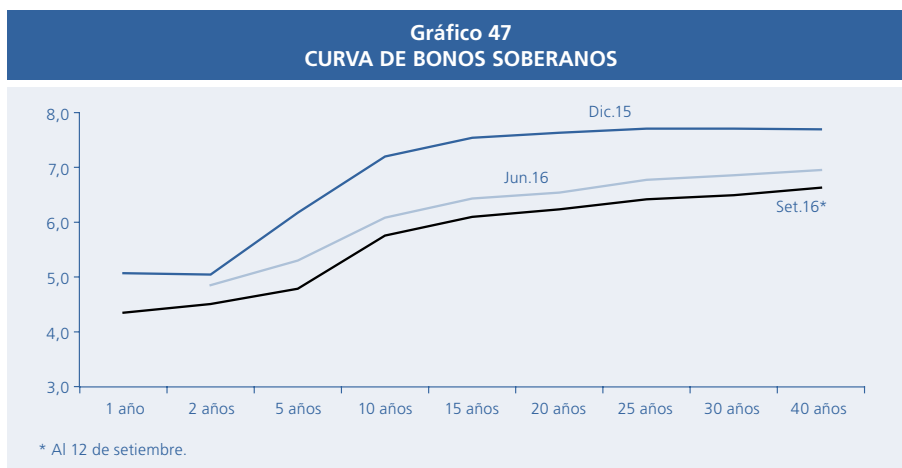
	2015		2016*			2017*		2018*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16	RI Jun.16	RI Set.16
I. USOS	-2 578	20 961	845	26 566	27 669	28 038	22 181	27 689	23 931
1. Amortización	6 021	7 963	2 976	6 564	7 796	8 143	4 295	8 824	6 503
a. Externa	2 842	3 859	2 086	3 847	3 562	3 093	3 081	4 276	4 301
b. Interna	2 863	3 437	625	1 883	3 531	4 299	421	3 754	1 388
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	315	666	264	833	703	750	792	793	814
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-8 599	12 998	-2 130	20 003	19 873	19 895	17 886	18 865	17 428
II. FUENTES	-2 578	20 961	845	26 566	27 669	28 038	22 181	27 689	23 931
1. Variación de Saldo de Deuda	14 968	27 445	26 091	27 445	24 032	20 267	15 121	22 360	23 493
2. Variación de Depósitos y otros ^{1/}	-17 546	-6 483	-25 245	-878	3 637	7 771	7 061	5 329	438
Nota:									
Porcentaje del PBI									
Saldo de deuda pública bruta	19,9	23,3	22,2	25,5	25,4	26,6	25,9	28,0	27,5
Saldo de deuda pública neta ^{2/}	2,5	6,6	5,6	10,1	9,2	13,1	11,7	15,5	13,8
1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.									
2/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.									
RI: Reporte de Inflación.									
* Proyección.									



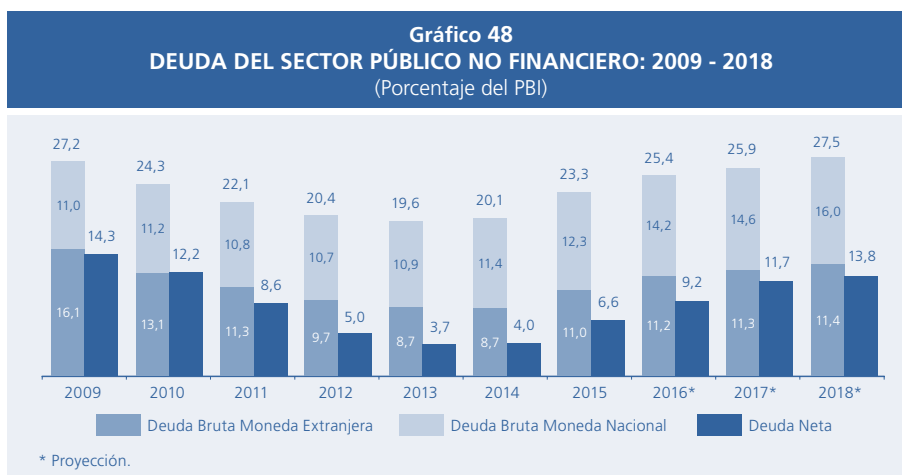


Para cubrir este financiamiento se cuenta con la posibilidad de recurrir a deuda de organismos internacionales, emitir bonos tanto en los mercados internacionales como en el mercado local; y emplear depósitos constituidos en el sistema financiero nacional, en particular en el BCRP. En este Reporte se plantea un escenario posible en el que el financiamiento público proviene del uso de depósitos de S/ 4 mil millones en 2016 y de S/ 7 mil millones en 2017.

La estructura del financiamiento tenderá a incluir emisiones de bonos en soles a distintos plazos para alcanzar una composición de deuda pública más balanceada en monedas. Esta proyección es también pasiva en términos de operaciones de recomposición de plazos de las obligaciones públicas, las cuales se realizan para mejorar el perfil y concentración de vencimientos de deuda.



La deuda bruta del Sector Público No Financiero se ubicaría en 27,5 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, en tanto que la deuda neta aumentaría a 13,8 por ciento del producto hacia **2018**.



Recuadro 3
PROYECTO DE LEY DE PRESUPUESTO 2017

El Poder Ejecutivo ha enviado al Congreso de la República el Proyecto de Ley de Presupuesto para el Año Fiscal 2017 (Proyecto de Ley N° 173/2016-PE), cuyo monto asciende a S/ 142 472 millones, equivalentes a 20,1 por ciento del PBI y que representa un crecimiento nominal de 2,9 por ciento y real de 0,1 por ciento, respecto al Presupuesto Público del Año 2016 aprobado mediante Ley 30372.

USOS DE RECURSOS DEL PRESUPUESTO (Millones de soles)						
	Presupuesto 2016		Proyecto 2017		Var. %	
	Montos^{1/}	Estructura porcentual	Montos	Estructura porcentual	Nominal	Real
1. GASTO NO FINANCIERO (% PBI)	126 760 19,7	91,5	129 984 18,4	91,2	2,5	-0,2
Corriente	89 756	64,8	95 100	66,7	6,0	3,1
a. Remuneraciones	37 136	26,8	40 693	28,6	9,6	6,6
b. Bienes y Servicios	28 550	20,6	30 853	21,7	8,1	5,1
c. Pensiones y prestaciones sociales	11 993	8,7	12 241	8,6	2,1	-0,7
d. Otros gastos corrientes	8 263	6,0	8 240	5,8	-0,3	-3,0
e. Reserva de Contingencia	3 814	2,8	3 073	2,2	-19,4	-21,6
Capital	37 004	26,7	34 884	24,5	-5,7	-8,3
a. Adquisición de activos no financieros	27 320	19,7	26 552	18,6	-2,8	-5,5
b. Otros gastos de capital	5 835	4,2	7 681	5,4	31,6	28,0
c. Reserva de Contingencia	3 849	2,8	651	0,5	-83,1	-83,5
2. GASTO FINANCIERO	11 731	8,5	12 487	8,8	6,4	3,5
TOTAL	138 491	100,0	142 472	100,0	2,9	0,1

1/ Información del SIAF-MEF y según cifras aprobadas en la Ley de Presupuesto 2016.
Fuente: SIAF -MEF y Proyecto de Ley de Presupuesto 2017.

El gasto no financiero aumentaría en 2,5 por ciento en términos nominales, destacándose el incremento nominal del componente corriente en 6 por ciento (básicamente en los rubros de remuneraciones y bienes y servicios); lo que contrasta con la reducción nominal del presupuesto en el gasto de capital de 5,7 por ciento (que se explica por la menor asignación de recursos a través de la reserva de contingencia). De otro lado, el gasto financiero aumenta en 6,4 por ciento en términos nominales.

Este proyecto de Ley de Presupuesto prioriza las siguientes intervenciones:

- a. **Acceso a servicios públicos básicos en agua y saneamiento.** Se asigna recursos hasta por S/ 6 032 millones, de los cuales S/ 2 000 millones se orientan a la creación del "Fondo para el financiamiento de proyectos de inversión pública en materia de agua y saneamiento y otras materias".
- b. **Seguridad ciudadana y lucha contra la corrupción.** Se asigna recursos hasta S/ 9 361 millones para la función de Orden Público y Seguridad y S/ 4 997 millones para fortalecer acciones de justicia.
- c. **Educación pública de calidad.** Se destinan hasta S/ 26 181 millones para fortalecer las capacidades de los docentes y mejorar los aprendizajes brindando una educación integral, así como para reducir la brecha de infraestructura educativa y consolidar la educación superior, entre otros.
- d. **Los servicios de salud orientados a las personas.** Se destinan recursos para el fortalecimiento de los recursos humanos en el servicio salud, aseguramiento y sistema integrado de salud, infraestructura hospitalaria y potenciar el desarrollo infantil.





e. Infraestructura para el desarrollo y productividad. Se asignan S/ 15 389 millones en gasto de capital de los siguientes sectores:

En Transportes y Comunicaciones se asigna S/ 11 050 millones para un mayor acceso a mercados nacionales e internacionales, así como para solucionar progresivamente el problema de congestión en el transporte de pasajeros a través del desarrollo del sistema de transporte masivo. Entre los principales proyectos destacan la Línea 2 Metro de Lima (S/ 2 185 millones), Línea 1 Metro de Lima (S/ 305 millones), Corredores viales (S/ 1 195 millones) y Aeropuerto Internacional de Chinchero Cusco (S/ 212 millones).

En Agricultura se asigna S/ 2 470 millones para el desarrollo de proyectos de infraestructura agropecuaria, en particular de riego. Los principales proyectos son: Chavimochic Tercera Etapa (S/ 334 millones), Majes Siguas (S/ 234 millones), Alto Piura (S/ 62 millones) y la ejecución de 51 proyectos (S/ 300 millones) a través del Fondo Mi Riego.

En Vivienda y Desarrollo Urbano se asignan S/ 1 407 millones para proyectos en barrios urbano-marginales, como mejoramiento de calles, pistas y veredas, así como acondicionamiento de parques.

En Energía y Minería, se destina recursos para proveer e incentivar el uso de la energía eléctrica en poblaciones rurales aisladas.

Las intervenciones priorizadas para el año 2017 se reflejan en la distribución funcional del presupuesto, tal como se presenta a continuación:

CLASIFICACIÓN FUNCIONAL DEL PRESUPUESTO: 2016-2017 (Millones de soles)						
	Presupuesto 2016		Proyecto 2017		Diferencia	Var. %
	Montos	Estructura porcentual	Montos	Estructura porcentual		
1 Legislativa	595	0,4	588	0,4	-7	-1,1
2 Relaciones exteriores	558	0,4	714	0,5	156	28,0
3 Planeamiento, gestión y reserva de contingencia	22 201	16,0	18 236	12,8	-3 965	-17,9
4 Defensa y seguridad nacional	5 376	3,9	4 886	3,4	-490	-9,1
5 Orden público y seguridad	8 336	6,0	9 361	6,6	1 025	12,3
6 Justicia	4 574	3,3	4 997	3,5	423	9,2
7 Trabajo	357	0,3	414	0,3	57	15,9
8 Comercio	418	0,3	517	0,4	99	23,7
9 Turismo	412	0,3	495	0,3	83	20,3
10 Agropecuaria	3 460	2,5	3 635	2,6	175	5,0
11 Pesca	357	0,3	415	0,3	58	16,3
12 Energía	982	0,7	996	0,7	14	1,5
13 Minería	130	0,1	127	0,1	-3	-2,1
14 Industria	312	0,2	223	0,2	-89	-28,5
15 Transporte	12 878	9,3	14 083	9,9	1 205	9,4
16 Comunicaciones	305	0,2	407	0,3	102	33,5
17 Medio Ambiente	2 331	1,7	2 463	1,7	132	5,7
18 Saneamiento	3 593	2,6	6 032	4,2	2 439	67,9
19 Vivienda y desarrollo urbano	2 833	2,0	2 080	1,5	-753	-26,6
20 Salud	13 471	9,7	13 776	9,7	305	2,3
21 Cultura y deporte	1 086	0,8	1 738	1,2	652	60,1
22 Educación	24 960	18,0	26 181	18,4	1 221	4,9
23 Protección social	5 638	4,1	5 780	4,1	142	2,5
24 Previsión social	12 183	8,8	12 614	8,9	431	3,5
25 Deuda pública	11 147	8,0	11 712	8,2	565	5,1
TOTAL	138 491	100,0	142 472	100,0	3 979	2,9

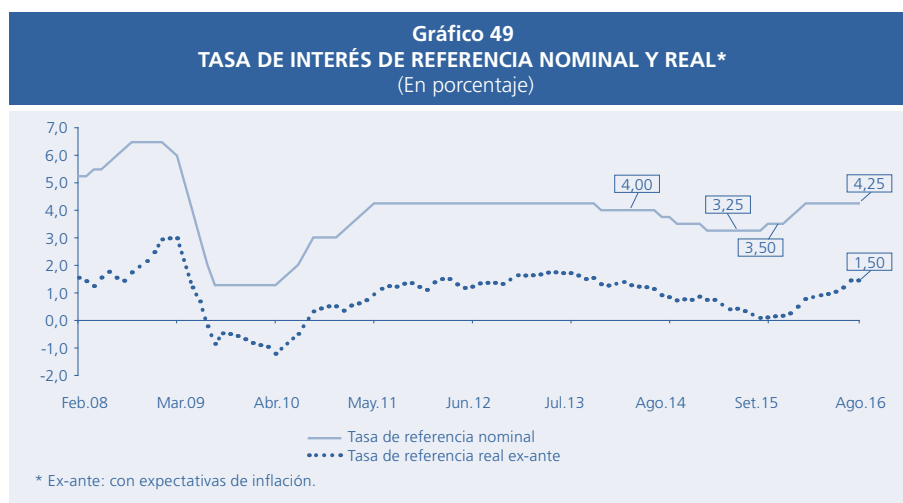
Fuente: SIAF -MEF y Proyecto de Ley de Presupuesto 2017.

V. Política monetaria y mercados financieros

Acciones de política monetaria

30. La inflación ha continuado disminuyendo y convergiendo al rango meta como consecuencia de la reversión de choques de oferta y de las acciones previas de política monetaria. El efecto inflacionario de la depreciación cambiaria se ha moderado y las expectativas de inflación continuaron con su tendencia decreciente.

En este contexto, el Directorio mantuvo la tasa de referencia en 4,25 por ciento desde el mes de marzo (luego de los tres ajustes en diciembre, enero y febrero) y reiteró que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes en la tasa de referencia.



Entre julio y agosto, las operaciones monetarias del Banco Central se orientaron principalmente a retirar la mayor disponibilidad de liquidez en la banca generada por el vencimiento neto de CDRBCRP (S/ 2 271 millones) y a las compras de moneda extranjera del BCRP por US\$ 2 090 millones (S/ 6 861 millones) que se dieron con el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio. En este escenario el BCRP incrementó el volumen de las colocaciones de CDBCRP y alargó sus plazos.





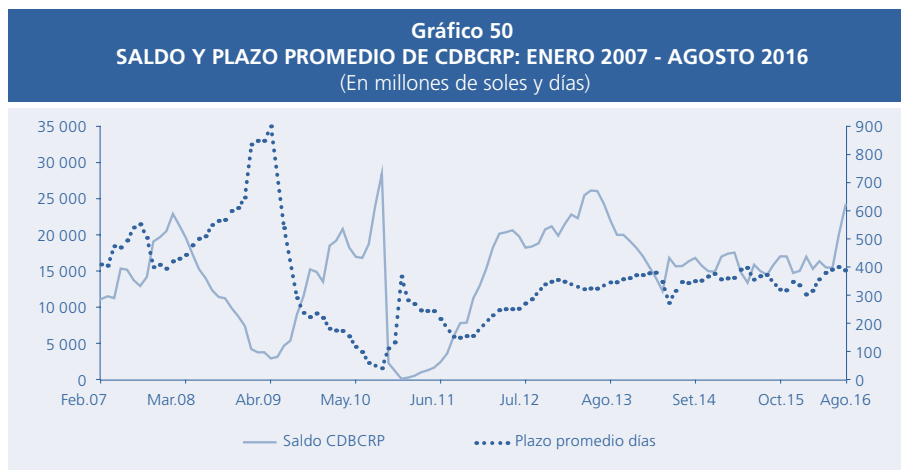
Cuadro 27
CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
(Millones de soles)

	Saldos				Flujos		
	2015		2016		2016		Año
	31 Ago.	31 Dic.	30 Jun.	31 Ago.	Ene-Ago	Jul-Ago	Set.15-Ago.16
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	196 385	209 663	195 966	208 022	-1 641	12 057	11 637
(Millones de US\$)	60 613	61 485	59 564	61 728	243	2 164	1 115
1. Posición de cambio	26 358	25 858	25 367	27 342	1 484	1 975	984
2. Depósitos del Sistema Financiero	21 099	22 477	20 238	19 624	-2 853	-614	-1 475
a. Cuenta corriente	7 924	12 062	7 607	7 951	-4 111	344	27
b. Depósitos <i>overnight</i>	5 107	1 718	3 785	3 036	1 317	-750	-2 072
c. Depósitos restringidos	8 068	8 697	8 846	8 637	-60	-208	569
3. Depósitos del Sector Público	13 739	13 683	14 466	15 305	1 623	840	1 567
a. Fondo de Estabilización Fiscal	9 168	7 902	8 165	8 256	353	90	-912
b. Resto	4 571	5 780	6 300	7 050	1 270	749	2 479
4. Otros	-583	-533	-507	-544	-11	-37	39
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS (1+2+3)	-158 639	-169 021	-157 353	-167 790	1 230	-10 437	-9 152
1. Sistema Financiero	-67 057	-77 181	-64 802	-71 522	5 659	-6 719	-4 465
a. Compra temporal de valores <i>de los cuales REPO especial</i>	3 845 0	2 500 1 900	1 015 0	800 0	-1 700 -1 900	-215 0	-3 045 0
b. Operaciones de reporte de monedas	24 655	27 605	28 505	27 905	300	-600	3 250
i. Regular	13 950	14 900	15 800	15 200	300	-600	1 250
ii. Expansión	5 900	7 900	7 900	7 900	0	0	2 000
iii. Sustitución	4 805	4 805	4 805	4 805	0	0	0
c. Valores Emitidos	-17 110	-18 873	-16 645	-21 477	-2 604	-4 832	-4 367
i. CDBCRP	-10 866	-11 624	-13 595	-20 697	-9 072	-7 102	-9 831
ii. CDRBCRP	-6 244	-7 249	-3 051	-780	6 469	2 271	5 464
d. Encaje en moneda nacional	-9 025	-10 649	-9 351	-8 823	1 825	527	202
e. Otros depósitos en moneda nacional	-1 061	-1 115	-1 741	-3 874	-2 759	-2 133	-2 813
f. Depósitos en moneda extranjera	-68 361	-76 648	-66 584	-66 133	10 515	451	2 227
2. Sector Público (neto)	-80 745	-78 455	-79 785	-81 574	-3 118	-1 789	-829
a. Banco de la Nación	-10 833	-11 121	-9 194	-9 288	1 833	-95	1 545
i. Moneda nacional	-6 392	-6 926	-5 699	-3 272	3 653	2 427	3 120
ii. Moneda extranjera (Millones de US\$)	-60	-82	-293	-436	-355	-143	-377
iii. Tenencia de valores	-4 248	-3 917	-2 529	-4 545	-629	-2 017	-297
b. Gobierno Central	-69 666	-67 257	-70 541	-72 358	-5 101	-1 817	-2 692
i. Moneda nacional	-27 397	-22 835	-25 928	-24 294	-1 459	1 633	3 102
ii. Moneda extranjera (Millones de US\$)	-13 046	-13 027	-13 560	-14 221	-1 194	-660	-1 175
c. Otros (incluye COFIDE)	-245	-77	-50	-68	10	-18	178
3. Otras Cuentas	-10 837	-13 384	-12 766	-14 695	-1 311	-1 929	-3 858
III. CIRCULANTE (I+II)	37 746	40 643	38 612	40 232	-411	1 620	2 486

Con ello, la participación de CDBCRP como parte de los activos netos del banco se incrementó de 7,3 por ciento a 10,8 por ciento entre junio y agosto de 2016, mientras que las operaciones de reporte redujeron ligeramente su participación en el balance del BCRP.

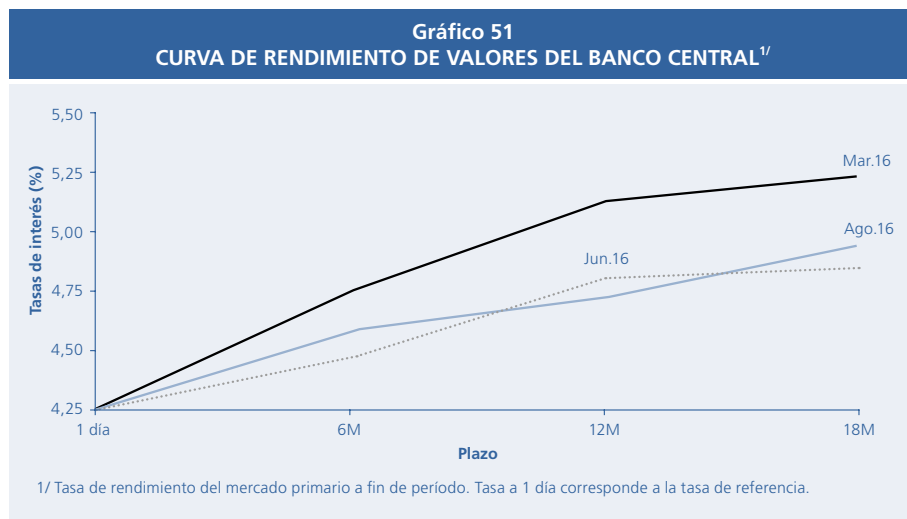
Cuadro 28 BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP (Como porcentaje de los Activos Netos)			
	Dic.14	Dic.15	Ago.16
I. Activos netos	100,0%	100,0%	100,0%
Reservas Internacionales Netas	94,9%	87,4%	87,9%
	(US\$ 62 307 mills.)	(US\$ 61 485 mills.)	(US\$ 61 728 mills.)
Repos	5,1%	12,6%	12,1%
II. Pasivos netos	100,0%	100,0%	100,0%
1. Depósitos totales del Sector Público	36,9%	32,7%	33,8%
En moneda nacional	18,7%	13,0%	12,3%
En moneda extranjera	18,2%	19,7%	21,5%
2. Depósitos totales del sistema financiero	27,0%	37,1%	32,8%
En moneda nacional	7,7%	4,5%	3,8%
En moneda extranjera	19,4%	32,6%	29,0%
3. Instrumentos del BCRP	9,8%	10,0%	12,8%
CD BCRP	8,0%	6,5%	10,8%
CDR BCRP	1,3%	3,0%	0,3%
Depósitos a Plazo	0,0%	0,4%	1,5%
Depósitos <i>overnight</i>	0,5%	0,1%	0,2%
4. Circulante	19,7%	15,7%	15,0%
5. Otros	6,5%	4,5%	5,7%

El BCRP también continuó con subastas semanales de CDBCRP a plazos de 6, 12 y 18 meses, por S/ 50 millones por subasta con la finalidad de incrementar los volúmenes de estos certificados y para favorecer el desarrollo de la curva de rendimiento de corto plazo en soles. Entre junio y agosto se realizaron colocaciones de CDBCRP por S/ 15 044 millones y vencieron S/ 6 004 millones, con lo que el saldo de CDBCRP aumentó en S/ 9 040 millones, hasta S/ 25 242 millones (S/ 16 052 millones en poder de bancos comerciales y la diferencia en poder de otras entidades), y el plazo residual de los mismos se ha elevado de 379 días a 388 días en el mismo periodo.





Entre julio y agosto la curva de rendimiento de los CDBCRP se redujo en promedio en 5 puntos básicos, evolución asociada a la menor expectativa de futuros incrementos en la tasa de referencia del BCRP junto a una menor expectativa inflacionaria, así como a la mayor competencia en el mercado primario de estos instrumentos ante el incremento de la participación de las AFPs.



Ante una mayor disponibilidad de liquidez en moneda nacional de la banca, el BCRP ha venido renovando parcialmente las operaciones de reporte y los depósitos de fondos del Banco de la Nación y del Tesoro Público. Así, entre junio y agosto se registró un vencimiento neto de estas operaciones por S/ 500 millones, para el caso de las repo de monedas, y de S/ 600 millones para el caso de los depósitos del Tesoro Público y del Banco de la Nación.



Cuadro 29
OPERACIONES DE SUBASTA DE DEPÓSITOS PÚBLICOS
(Millones de S/)

Fecha	Modalidad	Plazo	Monto	Tasa promedio
16-Jun-16	Tesoro Público	6 meses	300	6,67%
17-Jun-16	Tesoro Público	6 meses	200	5,92%
17-Jun-16	Tesoro Público	12 meses	300	6,93%
5-Jul-16	Tesoro Público	12 meses	500	6,60%
TOTAL			1 300	6,59%

Tasas de interés

31. La atenuación de las expectativas de inflación y depreciación contribuyó a la reducción de tasas de interés activas y pasivas en moneda nacional. Las tasas de interés en moneda extranjera mantuvieron sus niveles a excepción de las correspondientes a créditos corporativos.

Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(En porcentaje)

		Set.15	Dic.15	Jun.16	Ago.16
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	4,12	4,01	4,76	4,15
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,41	4,67	5,07	5,15
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,41	4,74	5,24	5,25
Activas	Corporativos	5,87	6,18	6,34	6,13
	Grandes Empresas	7,16	7,12	7,47	7,35
	Medianas Empresas	10,19	10,23	10,68	10,51
	Pequeñas Empresas	20,36	20,45	20,88	21,71
	Consumo	42,40	44,03	43,59	44,24
	Hipotecario	8,59	8,95	9,06	8,94

Fuente: BCRP y SBS.

Cuadro 31
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA
(En porcentaje)

		Set.15	Dic.15	Jun.16	Ago.16
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	0,15	0,23	0,26	0,32
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	0,31	0,45	0,44	0,53
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	0,60	0,57	0,55	0,54
Activas	Corporativos	1,94	2,33	1,81	3,54
	Grandes Empresas	5,55	5,54	5,14	5,58
	Medianas Empresas	8,48	8,06	8,30	7,40
	Pequeñas Empresas	12,82	11,26	10,39	9,43
	Consumo	32,40	32,07	32,87	32,50
	Hipotecario	6,81	6,71	6,52	6,49

Fuente: BCRP y SBS.





Liquidez

32. El circulante creció 6,5 por ciento en agosto de 2016 respecto a los últimos doce meses, tasa de crecimiento mayor al cierre del año de 2015 (3,8 por ciento) y a la del primer semestre de 2016 (4,9 por ciento). Ello estaría reflejando una recuperación gradual de la actividad económica.



33. Los depósitos en moneda nacional crecieron a una tasa anual de 10,1 por ciento en julio de 2016, tasa por encima del cierre de 2015 (2,8 por ciento) y mayor a la registrada con respecto a junio de 2016 (8,9 por ciento). Este dinamismo en los depósitos en moneda nacional está asociado a una mayor preferencia a ahorrar en soles en un entorno de menores expectativas de depreciación del sol. El crecimiento más elevado de los depósitos en soles refleja también la desdolarización de los depósitos de las AFPs, que entre fines de mayo y julio de 2016, redujeron sus depósitos en dólares de US\$ 3 398 millones a US\$ 1 830 millones, e incrementaron sus depósitos en soles de S/ 1 933 millones a S/ 3 435 millones para el mismo periodo. Ello en respuesta a una mayor demanda de liquidez en soles para afrontar los retiros de hasta el 95 por ciento del fondo de pensiones para los jubilados, y de hasta 25 por ciento del fondo de los afiliados para la compra de un primer inmueble.

Para 2016 se espera que continúe acelerándose el 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.

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

	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Set.15	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Jul.16
1 Circulante	11,5	8,4	8,7	4,6	3,8	4,1	4,9	8,5
2 Depósitos en moneda nacional	10,4	6,8	4,9	1,6	2,8	4,0	8,9	10,1
3 Liquidez en moneda nacional	10,6	7,2	5,8	2,3	3,0	4,1	7,9	9,7
4 Liquidez total ^{1/}	7,3	5,4	5,5	7,7	6,3	6,8	7,2	8,0
5 Crédito en moneda nacional al sector privado	17,7	18,9	24,2	29,5	28,0	23,1	16,7	15,5
6 Crédito total al sector privado	10,1	9,2	8,2	10,6	9,4	8,8	7,7	7,7

^{1/} Incluye moneda extranjera.

El coeficiente de dolarización de los depósitos del sector privado se ha reducido respecto del cierre del primer semestre de 2016 (43,5 por ciento). Por tipo de depósitos, la dolarización en la mayoría de segmentos se ha reducido respecto al primer semestre de 2016, en particular la de los fondos de pensiones y fondos mutuos, la de los depósitos de empresas (vista y plazo), la de personas naturales (vista y ahorro).

Cuadro 33
COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO

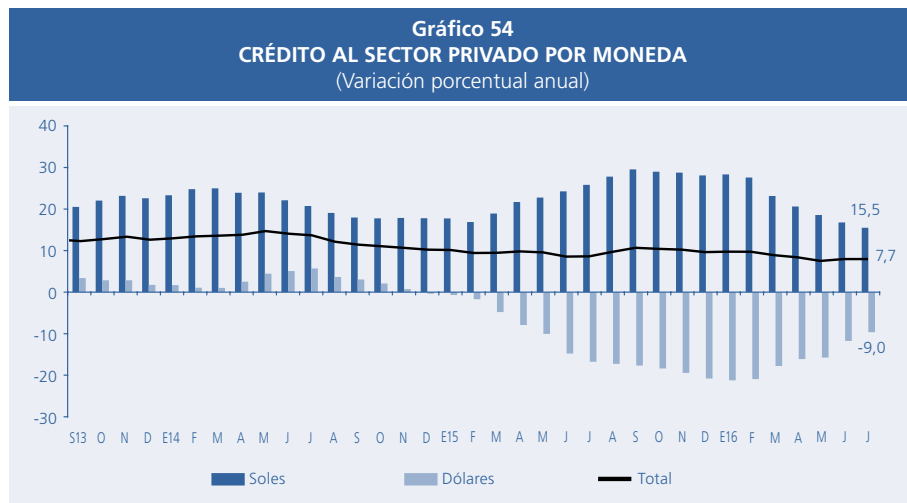
	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Set.15	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Jul.16
Empresas	50,8	53,6	53,6	57,0	52,2	56,5	53,0	52,7
Vista	47,1	49,2	50,1	52,0	47,2	51,9	53,7	52,8
Ahorro	63,6	62,1	62,2	75,6	66,0	65,4	64,5	82,6
Plazo	61,8	69,1	64,6	71,2	68,9	70,6	59,7	55,3
Personas	33,7	35,2	36,4	38,0	37,1	37,0	35,7	35,1
Vista	48,2	49,7	50,3	52,1	47,2	51,9	53,7	52,7
Ahorro	35,2	36,6	38,2	38,8	37,5	39,1	42,1	41,0
Plazo	30,8	32,3	33,1	35,6	35,4	33,0	32,3	33,0
Fondos de Pensiones	88,6	82,3	85,5	94,2	92,3	94,5	81,2	58,2
Fondos Mutuos	54,6	57,3	53,0	56,0	48,7	43,4	41,8	40,6
Total	42,4	44,2	44,8	47,9	45,4	46,4	43,5	41,7





Crédito

34. El crédito al sector privado creció 7,7 por ciento anual en julio de 2016, tasa menor a la registrada durante el año 2015 (9,4 por ciento), pero mayor a la del primer semestre de este año (7,3 por ciento). Este comportamiento obedecería a la desaceleración de la inversión privada, lo 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 ha manifestado en la desaceleración del crédito vehicular.



Por monedas, el crédito en moneda nacional siguió presentando un mayor dinamismo, con un crecimiento anual de 15,5 por ciento, mientras que el crédito en moneda extranjera siguió reduciéndose, aunque a una menor tasa (9,0 por ciento en julio de 2016), reflejando el proceso de desdolarización del crédito impulsado por las medidas adoptadas por el BCRP a fines de 2014. Para el cierre del año, se prevé un crecimiento del crédito total alrededor de 6,5 por ciento, consistente con la evolución de la actividad económica.

Entre julio de 2015 y julio de 2016, el flujo de crédito en moneda nacional al sector privado fue de S/ 24 909 millones, obteniendo una tasa de crecimiento de 15,5 por ciento respecto a julio de 2015. Esta demanda ha sido financiada mediante depósitos del sector privado (S/ 13 751 millones) y una mayor posición de cambio (S/ 5 200 millones), en tanto que los instrumentos monetarios del BCRP han retirado liquidez por S/ 2 056 millones.

Cuadro 34
FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL
DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO (FLUJOS)
(Millones de soles)

	2014	2015	2016*
	Año	Año	Jul.15-Jul.16
Crédito en Moneda Nacional	20 950	39 775	24 909
Var. % 12 meses	17,7	28,0	15,5
Fuentes de expansión	20 950	39 775	24 909
1. Depósitos Privados	8 627	3 309	13 751
2. Depósitos Públicos	-2 292	2 576	700
2.1 Depósitos del sector público	-2 292	26	30
Del cual: Subastas de depósitos del Tesoro	0	2 550	-500
3. BCRP	13 823	23 741	272
3.1 Instrumentos monetarios	11 723	19 698	-2 056
a. CD+DP a un día	2 252	-507	-4 656
b. Repos de valores	350	1 200	-3 300
c. Repos de moneda	8 600	19 005	5 900
3.2 Encaje	2 100	4 044	2 328
4. Posición de cambio contable	-2 422	6 427	5 200
5. Resto	2 990	3 722	4 986

Por tipo de crédito, los préstamos a personas naturales continuaron creciendo a un ritmo sostenido, alrededor de una tasa de 9,9 por ciento. El segmento más dinámico fue el orientado a consumo, que creció 10,9 por ciento interanual en julio de 2016. Por otro lado, el crédito hipotecario creció 8,6 por ciento similar al registrado al cierre de 2015. Por el lado del crédito a empresas, el segmento corporativo y gran empresa se expandió a una tasa anual de 6,8 por ciento en julio; y el segmento de pequeña y micro empresa creció 6,0 por ciento; y el de mediana empresa se recuperó respecto al cierre del año (6,2 por ciento versus -0,8 por ciento).

Cuadro 35
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual doce meses)

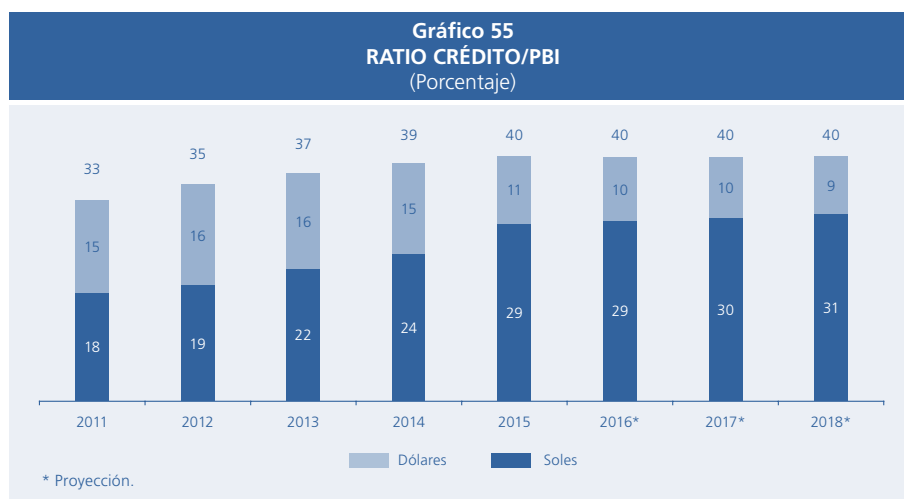
	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Set.15	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Jul.16
Empresas	9,2	8,2	6,6	10,0	8,4	8,1	6,3	6,5
Corporativo y Gran Empresa	10,5	16,0	15,5	19,7	16,1	12,8	7,6	6,8
Mediana Empresa	13,7	1,1	-3,2	0,5	-0,8	3,0	4,3	6,2
Pequeña y Micro Empresa	1,6	1,5	0,3	1,0	3,2	3,4	5,9	6,0
Personas	11,8	12,1	12,0	12,5	12,2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





Para 2016, se proyecta un crecimiento del crédito de 6,5 por ciento, que toma en cuenta un ritmo de expansión del crédito en soles de 8,7 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 el año 2016 en 40 por ciento.

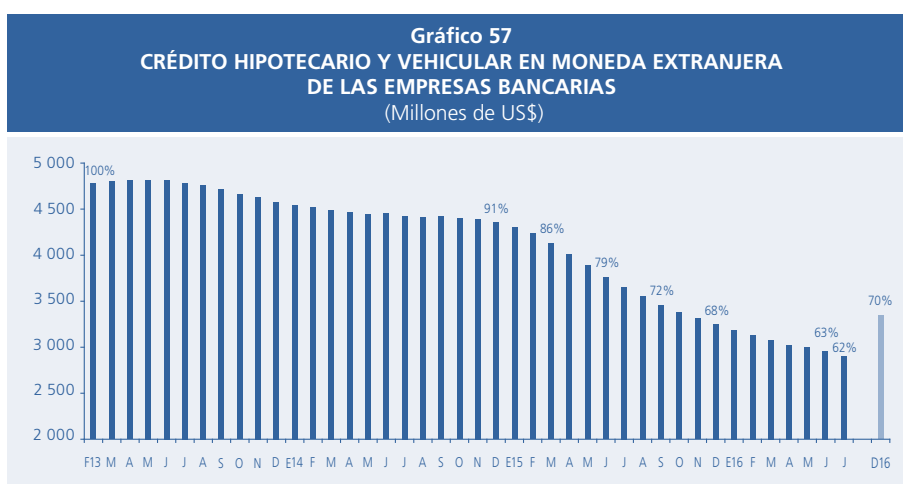
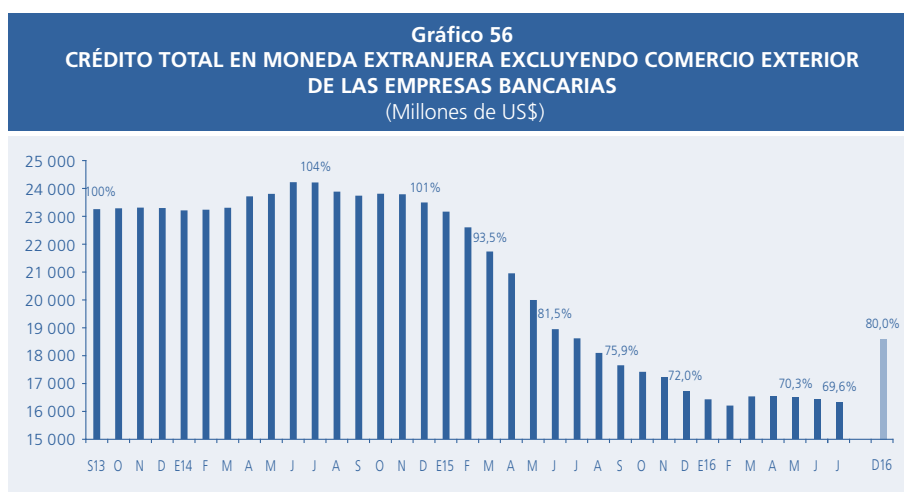
Para el horizonte de proyección 2017-2018, se prevé que el crecimiento del crédito al sector privado se encuentre cercano al del ritmo de crecimiento del PBI nominal, siendo los créditos en moneda nacional los de mayor dinamismo. Por su parte, se proyecta una desdolarización de la liquidez total, lo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



Avances en la desdolarización del crédito

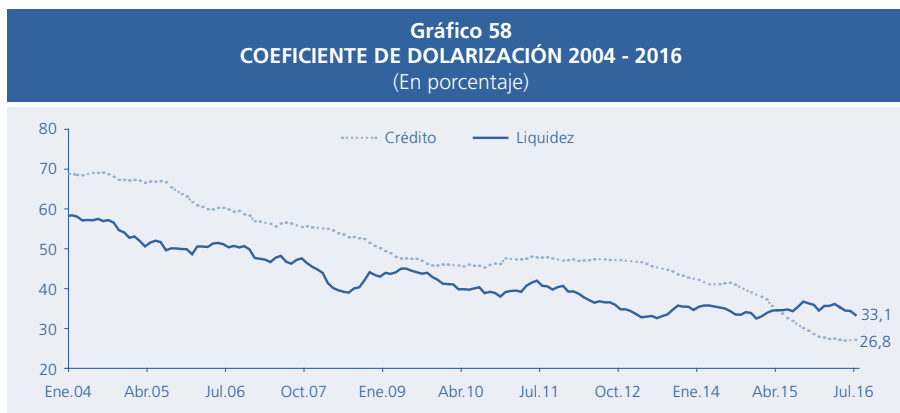
35. A fines de 2014, el BCRP estableció el Programa de Desdolarización del Crédito buscando reducir los riesgos asociados a una alta dolarización de los créditos de los agentes económicos. El Programa establece encajes adicionales en moneda extranjera con el fin de encarecer el financiamiento en esta moneda. En particular, se buscó que los bancos reduzcan sus saldos de créditos en dólares: (i) para el caso de los créditos totales, el saldo requerido a diciembre de 2015 era de 90 por ciento del mismo saldo de setiembre de 2013, mientras que para el cierre de 2016 se ha ajustado dicho requerimiento a 80 por ciento del saldo de setiembre de 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 la depreciación registrada, 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\$ 16 176 millones en julio de 2016 (US\$ 7 297 millones de contracción). Dicho saldo equivale al 70 por ciento del saldo de crédito de las empresas bancarias de setiembre de 2013 (cumpliendo el requerimiento a diciembre de 2015 y 2016). Cabe resaltar que dado que la banca, al haber ya cumplido con su requerimiento para fin de 2016 y ante la menor depreciación del sol desde marzo, el saldo total se ha mantenido alrededor del 70 por ciento del saldo de setiembre de 2013; y el saldo del crédito vehicular e hipotecario en moneda extranjera se ha mantenido en 62 por ciento del saldo de febrero de 2013.



Esta evolución del crédito en dólares llevó a que el ratio de dolarización del mismo se haya reducido de 38,3 por ciento en diciembre de 2014 a 26,8 por ciento en julio de 2016.





Por tipo de crédito, se puede apreciar una menor dolarización en todas las categorías. En el caso del crédito hipotecario, la dolarización pasó de 33,9 en diciembre 2014 a 23,6 por ciento a julio de 2016 y para los créditos vehiculares, la desdolarización fue de 36 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 13 puntos porcentuales desde diciembre de 2014. Por su parte, en el caso de los créditos a medianas empresas, el coeficiente de dolarización se redujo 15 puntos porcentuales entre diciembre de 2014 y julio de 2016.

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, esto reduce los efectos negativos sobre los balances de las empresas y familias de la volatilidad en el tipo de cambio.

Cuadro 36
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Dic.13	Dic.14	Set.15	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Jul.16
Crédito a empresas	51,1	48,4	40,0	38,7	37,8	37,4	38,0
Corporativo y Gran Empresa	65,7	59,8	48,1	46,5	46,2	46,1	47,0
Medianas Empresas	62,3	59,3	49,0	47,6	45,2	44,7	44,6
Pequeña y Microempresa	12,3	11,5	8,8	8,8	7,7	7,3	7,1
Crédito a personas	22,0	20,0	16,3	15,9	14,6	13,8	14,0
Consumo	9,9	9,5	8,1	7,9	7,2	6,9	7,0
Vehiculares	74,8	68,9	50,3	44,6	38,2	33,6	32,8
Tarjetas de crédito	6,8	6,6	6,3	6,4	6,1	6,2	6,4
Resto	5,9	5,9	5,8	6,0	5,6	5,3	5,5
Hipotecario	38,5	33,9	27,5	26,8	24,8	23,5	23,6
TOTAL	40,7	38,2	31,5	30,5	29,3	28,7	29,2
<i>A tipo de cambio constante</i>	42,2	38,2	29,9	27,7	27,1	26,7	26,8

Morosidad

36. En julio, el ratio de morosidad del crédito fue de 3,19 por ciento, observándose una ligera tendencia al alza. En el caso del crédito a empresas, este ratio se ubicó en 5,08 por ciento, mayor al observado en diciembre de 2015 (4,65 por ciento). En el caso del crédito a personas, el ratio de morosidad fue de 3,04 por ciento, aunque mayor en 39 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 100 y 84 puntos básicos.

Cuadro 37							
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO							
	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Abr.16	May.16	Jun.16	Jul.16
Empresas	3,14	4,65	4,84	4,94	5,09	5,08	5,08
Corporativo	0,00	0,02	0,03	0,16	0,15	0,08	0,04
Gran empresa	0,68	1,00	1,08	1,14	1,09	1,09	0,98
Mediana empresa	4,79	5,28	5,71	5,79	6,07	6,05	6,17
Pequeña empresa	8,72	8,51	9,14	9,19	9,20	9,00	9,27
Microempresa	5,39	4,66	5,14	5,14	5,17	4,88	5,03
Personas	2,46	2,65	2,88	2,88	3,05	3,08	3,04
Consumo	3,34	3,32	3,60	3,60	3,82	3,84	3,74
Vehiculares	4,25	4,41	4,75	4,85	5,12	5,17	5,41
Tarjeta	4,23	4,10	4,61	4,71	4,97	5,02	4,94
Hipotecario	1,44	1,84	2,00	2,01	2,12	2,16	2,19
Morosidad Promedio	2,91	2,87	3,07	3,12	3,23	3,20	3,19

Por tipo de moneda, la morosidad de los préstamos en dólares ha crecido a un ritmo superior que al de los créditos, en especial en el caso del crédito a las personas en los segmentos vehiculares e hipotecario (incremento de 415 y 63 puntos básicos, respectivamente). Así, el nivel de morosidad en dólares de las personas se incrementó de 3,28 en diciembre de 2015 a 3,95 por ciento en julio de 2016. Similar comportamiento se observó en el segmento de pequeña empresa y microempresa, la morosidad en soles se incrementó en 70 y 35 puntos básicos y la de dólares en 472 y 163 puntos básicos, respectivamente. La mayor morosidad del segmento de personas en moneda extranjera es explicada por el mayor riesgo cambiario asumido respecto al segmento corporativo y de grandes empresas, las cuales cuentan con mejor acceso a instrumentos de cobertura del riesgo cambiario.





Cuadro 38
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO:
MONEDA NACIONAL

	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Jul.16
Empresas	4,03	5,11	5,31	5,62	5,67
Corporativo	0,00	0,03	0,04	0,14	0,03
Gran empresa	0,47	0,48	0,50	0,48	0,44
Mediana empresa	5,63	5,04	5,43	5,86	5,94
Pequeña empresa	8,55	7,83	8,41	8,25	8,53
Microempresa	5,44	4,61	5,07	4,86	4,96
Personas	2,57	2,53	2,73	2,94	2,89
Consumo	3,33	3,23	3,49	3,74	3,64
Vehiculares	4,61	1,91	1,97	2,24	2,36
Tarjeta	4,31	4,20	4,73	5,17	5,09
Hipotecario	1,33	1,46	1,59	1,73	1,78
Morosidad Promedio	3,40	2,87	3,07	3,22	3,23

Cuadro 39
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO:
MONEDA EXTRANJERA

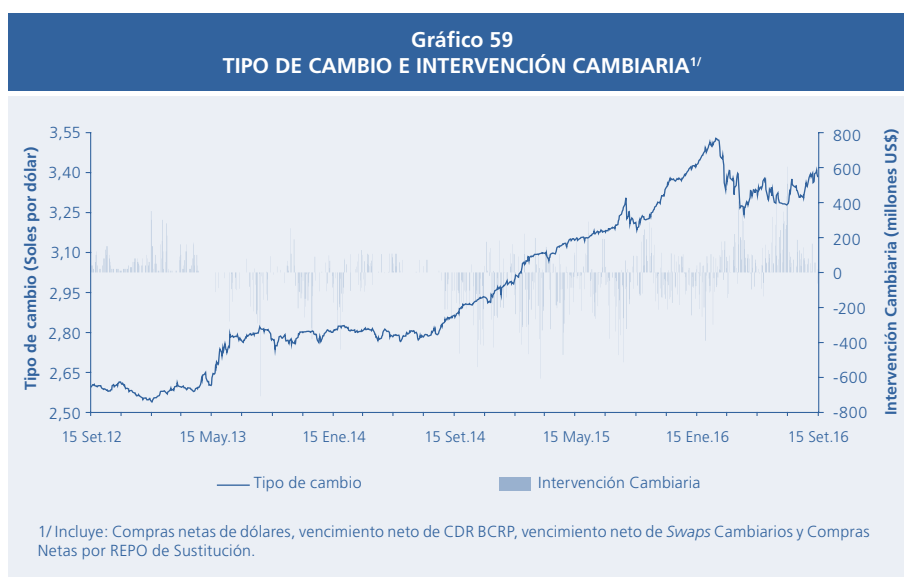
	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Jul.16
Empresas	2,14	3,89	4,00	4,13	4,05
Corporativo	0,00	0,01	0,00	0,00	0,05
Gran empresa	0,81	1,52	1,73	1,74	1,52
Mediana empresa	4,22	5,55	6,04	6,29	6,47
Pequeña empresa	9,90	16,33	19,29	21,02	21,05
Microempresa	4,01	7,91	10,49	5,40	9,54
Personas	2,06	3,28	3,73	4,00	3,95
Consumo	3,42	4,58	5,33	5,53	5,39
Vehiculares	4,09	7,52	9,26	10,98	11,67
Tarjeta	3,07	2,62	2,90	2,87	2,78
Hipotecario	1,64	2,88	3,25	3,53	3,51
Morosidad Promedio	2,13	2,87	3,06	3,15	3,10

Tipo de cambio e intervención cambiaria

37. Entre junio y agosto de 2016, el tipo de cambio registró una ligera depreciación de 0,4 por ciento, pasando de S/ 3,378 a S/ 3,393 por dólar pero con una evolución diferenciada dentro del periodo.

Así, entre inicios de junio y la tercera semana de julio el sol se apreció 1,8 por ciento principalmente por dos factores: Las expectativas a nivel global de que los principales

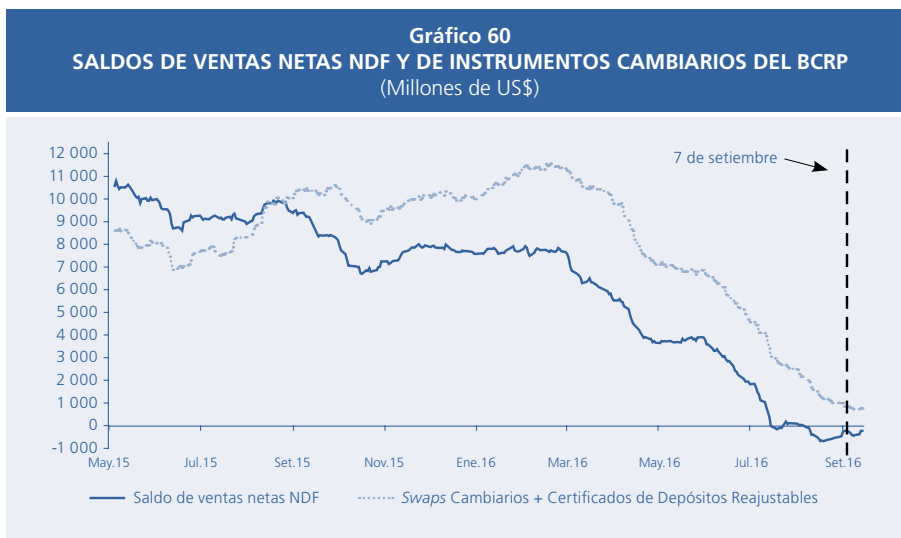
Bancos Centrales, incluyendo la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), continúen con su política monetaria acomodaticia y por la mayor oferta de dólares de las AFPs en el mercado local debido a la ley aprobada por el Congreso que permite el retiro de fondos del 25 por ciento para pagos de primeras hipotecas y hasta del 95 por ciento para los jubilados. Posteriormente, entre la última semana de julio y fines de agosto el sol se depreció 2,3 por ciento, ello ante la caída de los precios de los *commodities* y al incrementarse las probabilidades de que la Fed continúe con su proceso de alza de tasas de interés.



La oferta neta de dólares que se observó entre junio y agosto de 2016 fue de US\$ 8 026 millones. Dicha oferta provino principalmente del sector de no residentes, por US\$ 4 593 millones (de los cuales US\$ 4 019 millones corresponde al mercado de derivados) y de las AFPs por US\$ 2 444 millones (de los cuales US\$ 1 527 millones corresponde al mercado *spot*). La demanda provino de la intervención del Banco Central a través de los vencimientos netos de *Swap* Cambiarios por US\$ 5 019 millones, compra de dólares por US\$ 2 090 millones y vencimiento neto de CDRBCRP por US\$ 917 millones.

Con respecto a los vencimientos anticipados de *swaps* cambiarios (*unwind*) iniciado el 29 de marzo por el BCRP (operaciones en las cuales los bancos voluntariamente pueden reducir sus posiciones en moneda extranjera más rápidamente), se realizaron dichas operaciones por un monto equivalente a US\$ 4 432 millones entre junio y agosto, lo que contribuyó a que el saldo de *swaps* cambiarios se reduzca a US\$ 746 millones. Desde fines de marzo el saldo conjunto de CDRBCRP y *Swaps* se ha reducido de US\$ 9 988 millones a US\$ 978 millones a fines de agosto.





Cuadro 40
FLUJOS CAMBIARIOS
(Millones de US\$)

	2015	2016		
		Ene-Feb	Mar-May	Jun-Ago
Demanda Neta de Moneda Extranjera ^{1/}				
1. Disminución de Crédito en ME	5 968	496	-49	-544
2. Aumento de Depósitos en ME	3 853	807	-1 228	-428
3. No Residentes	388	695	-4 494	-4 593
4. AFPs	2 304	97	93	-2 444
5. Sector Financiero	1 594	-2	-108	-216
6. Sector No Financiero	-952	-608	1 446	199
Intervención del BCRP ^{2/}				
1. Ventas Netas <i>Spot</i>	8 064	332	164	-2 090
2. Colocación Neta de <i>Swaps</i> Cambiarios	2 320	1 027	-3 360	-5 019
3. Colocación Neta de CDRBCRP	1 241	126	-1 144	-917
4. Ventas por REPO de Sustitución	1 529			
TOTAL ^{1/}	13 154	1 485	-4 340	-8 026
Saldo de <i>Swaps</i> Cambiarios (Fin de periodo)	7 906	9 063	5 674	746

^{1/} El signo negativo significa oferta de dólares.
^{2/} El signo negativo indica demanda de dólares por parte del BCRP.

38. El índice de tipo de cambio real multilateral se ubicó en un nivel de 97,5 en agosto en relación al periodo base de 2009, nivel menor en 1,1 por ciento al promedio de los últimos 20 años, pero mayor en 1,6 por ciento con respecto a agosto de 2015. El incremento durante los últimos 12 meses se ha dado principalmente en relación a América Latina (6,9 por ciento).



Mercado de capitales

39. Las emisiones de valores de empresas no financieras en lo que va del tercer trimestre alcanzaron S/ 748 millones. Estos valores se emitieron principalmente en soles (99 por ciento del total). Ello refleja por parte de las empresas la percepción de un mayor riesgo de tomar deuda en dólares.





Cuadro 41
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
Ago. 15	0	0	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
Jun. 16	0,0	630,0	630,0
Jul. 16	3,8	440,0	452,7
Ago. 16		295,0	295,0

Recuadro 4
HECHOS ESTILIZADOS DEL SISTEMA FINANCIERO PERUANO: TIPO DE CAMBIO
Y FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO

En una economía parcialmente dolarizada como la peruana, movimientos en el tipo de cambio generan cambios en el portafolio de los agentes privados, alterando la composición de los depósitos de la banca y por tanto su disponibilidad de fuentes de fondeo. Ello hace necesario el uso de un conjunto más amplio de instrumentos operativos por parte del Banco Central para evitar efectos no deseados en las condiciones monetarias y crediticias. En este recuadro se analiza estos cambios de portafolio por tipo de depósito y depositante.

El cuadro siguiente muestra la correlación entre el componente cíclico del tipo de cambio y el componente cíclico de los depósitos en soles y dólares para los diferentes tipos de depósitos y agentes. Un primer hecho estilizado que se comprueba es la correlación negativa entre los depósitos en soles y el tipo de cambio. Tal como se puede observar en dicho cuadro, esta correlación es más fuerte para el caso de los depósitos de las empresas, que muestran una correlación de -0,7 con el tipo de cambio, que en el caso de las personas. En el caso de las personas, la mayor correlación negativa se observa para los depósitos de ahorro, y con un trimestre de rezago. Esto indicaría que en el caso de las empresas, sus decisiones de portafolio se reflejan en mayor medida en los depósitos a la vista, mientras que en el caso de las familias ello ocurren en los depósitos de ahorro.

CORRELACIONES CRUZADAS DE LOS COMPONENTES CÍCLICOS DE LAS CLASES DE DEPÓSITOS Y EL TIPO DE CAMBIO*									
	Tipo de Cambio en el periodo:								
	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4
Total Personas									
Soles	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,1	0,1	0,1	0,2
Dólares	-0,2	0,0	0,4	0,5	0,6	0,4	0,1	-0,1	0,0
Vista									
Soles	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Dólares	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1
Plazo									
Soles	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,2
Dólares	-0,3	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2	0,1
Ahorro									
Soles	-0,2	-0,5	-0,7	-0,8	-0,6	-0,3	0,0	0,1	0,1
Dólares	0,3	0,4	0,5	0,6	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,4
Total Empresas									
Soles	0,2	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,0
Dólares	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Vista									
Soles	0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,7	-0,5	-0,2	0,0	-0,2
Dólares	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4
Plazo									
Soles	0,2	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,0
Dólares	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2
Ahorro									
Soles	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Dólares	0,0	0,1	0,1	0,3	0,5	0,5	0,4	0,2	0,0
Institucionales									
Soles	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3
Dólares	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2

* En negrita los estadísticamente significativos al 10 por ciento y además sombreados si el signo tiene sentido económico.

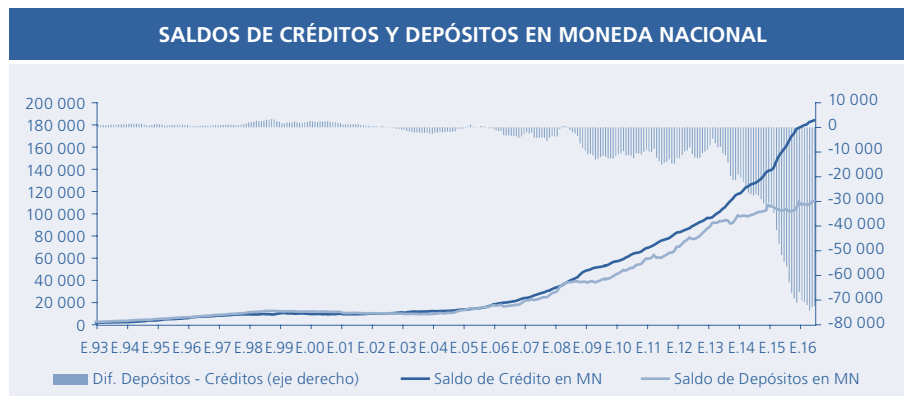
El cuadro anterior también muestra una correlación positiva entre depósitos en dólares y el tipo de cambio. Esta correlación es particularmente alta para el caso de las familias, la que alcanza 0,6 cuando la correlación se mide en el periodo contemporáneo. Es interesante notar que la correlación entre el componente cíclico del tipo de cambio y los depósitos en dólares no es positiva y tampoco es significativa para el caso de la mayoría de los tipos de depósitos en dólares de las empresas, con la excepción de los depósitos de ahorro en dólares, que evidencian una correlación positiva y significativa.





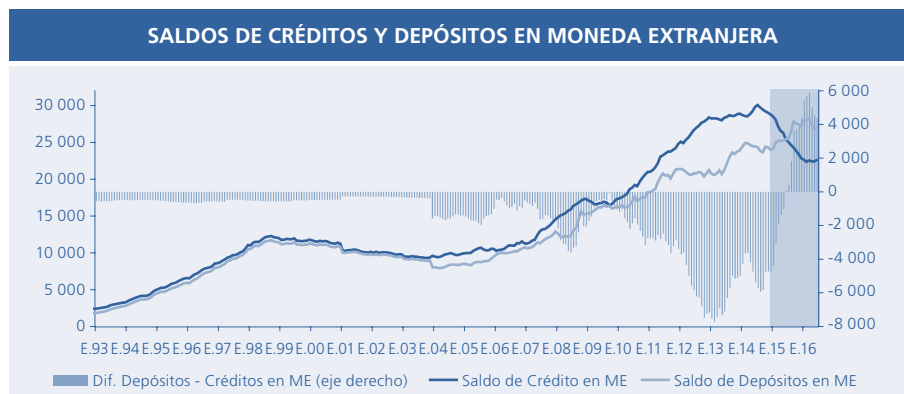
Esta diferencia en la correlación de los depósitos en dólares de las familias y las empresas podría indicar que en el caso de las empresas, éstas no solo cambian su portafolio desde depósitos en soles a dólares, sino que también reducen el volumen total de sus depósitos en el sistema financiero local, lo que ocurre en menor medida con las familias, que usualmente tienen menos acceso que las empresas a alternativas de inversión fuera del sistema financiero local.

Este patrón en el cambio de portafolio de los depósitos se observó claramente en el periodo reciente de depreciación desde 2013 al primer trimestre de 2016, periodo en el cual los depósitos en moneda nacional prácticamente se mantuvieron sin crecimiento (incrementaron solo 0,9 por ciento) afectados por su componente cíclico que reacciona a los movimientos del tipo de cambio. Mientras que en el mismo periodo, crédito en moneda nacional creció 30 por ciento. El menor crecimiento de los depósitos para satisfacer el crecimiento del crédito requirió que el BCRP realice operaciones de inyección de liquidez para evitar presiones en la tasa de interés. Ello se logró a través de operaciones de reporte de monedas, regular, expansión y sustitución por un monto equivalente a S/ 28 000 millones, a plazos de hasta 5 años, lo que permitió no solo compensar la brecha entre demanda por crédito en soles y crecimiento de depósitos en esta moneda, sino que también redujo el riesgo de liquidez de la banca al incrementar el plazo promedio de los pasivos bancarios de 7 a 13 meses entre 2014 y 2016.



Por su parte, debido al acelerado dinamismo del crédito durante el periodo de apreciación, particularmente entre 2011 y el primer trimestre de 2013, el BCRP tomó medidas prudenciales para evitar un mayor incremento del crédito en moneda extranjera que pueda generar mayores riesgos de descalce cambiario en los agentes de la economía: incrementó el encaje en moneda extranjera, instauró los encajes adicionales al crédito en moneda extranjera en 2013 e inició el programa de desdolarización del crédito a fines de 2014.

Los efectos del programa de desdolarización se pueden observar en el siguiente gráfico (en el área sombreada), donde desde fin de 2014 el crédito en moneda extranjera muestra por primera vez una tendencia a la baja pronunciada.



Típicamente, antes del Programa de Desdolarización del crédito, la correlación entre el componente cíclico del tipo de cambio y del crédito en dólares era negativa pero menor a la observada recientemente. Ello debido a que en periodos de depreciación del tipo de cambio, la menor demanda por créditos en dólares, ante el mayor riesgo que implica este tipo de crédito, se compensaba con una mayor oferta de la banca por este tipo de crédito para poder calzar la mayor disponibilidad de depósitos en dólares que típicamente se observa en estos episodios. Luego del programa de desdolarización a partir de setiembre 2013, se observa un mayor impacto negativo de la depreciación del tipo de cambio en el crédito en dólares, lo que es consistente con el impacto de las medidas de desdolarización del crédito adoptadas por el BCRP.

CORRELACIONES CRUZADAS DEL TIPO DE CAMBIO CON LOS COMPONENTES CÍCLICOS				
Fechas	Crédito en ME	Crédito en MN	Depósitos en ME	Depósitos en MN
IT.04-IIT.16	-0,7	0,4	0,3	-0,6
IT.04-IIIT.13	-0,5	0,4	0,4	-0,5

Para corroborar ello, el cuadro siguiente muestra los resultados de una regresión que busca capturar la importancia del programa de desdolarización del BCRP (a través de una variable dicotómica asociada al periodo de vigencia del programa) en la variación del crédito en moneda extranjera.

EXPLICACIÓN DE LA VARIACIÓN DEL CRÉDITO EN ME POR TIPO DE CAMBIO Y PROGRAMA DE DESDOLARIZACIÓN DEL BCRP (Datos en variación trimestre contra trimestre del año previo)	
Programa de desdolarización del BCRP**	-1,148 (0,404)
Variación del Tipo de Cambio***	-0,956 (0,206)
Constante***	0,085 (0,012)
R-cuadrado	0,063
R-cuadrado ajustado	0,585
Observaciones	46
Errores estándares en paréntesis. **,*** indican significancia al 95% y 99% respectivamente.	

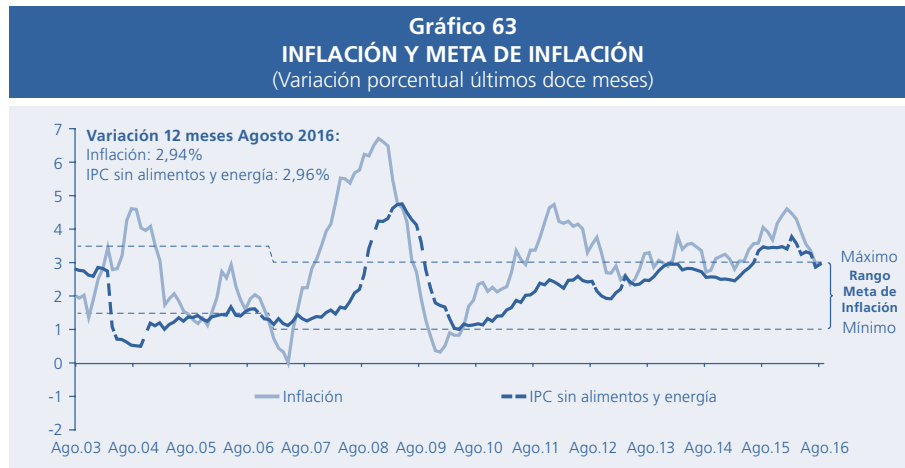
Las fluctuaciones en el tipo de cambio generan cambios de portafolio en los depositantes en economías parcialmente dolarizadas que afectan la composición del fondeo del crédito, ello requiere de un manejo más activo de liquidez, y de una mayor variedad de instrumentos operativos del Banco Central, de tal manera que se limiten los efectos de estos cambios de portafolio en la evolución ordenada de la liquidez y del crédito.





VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos

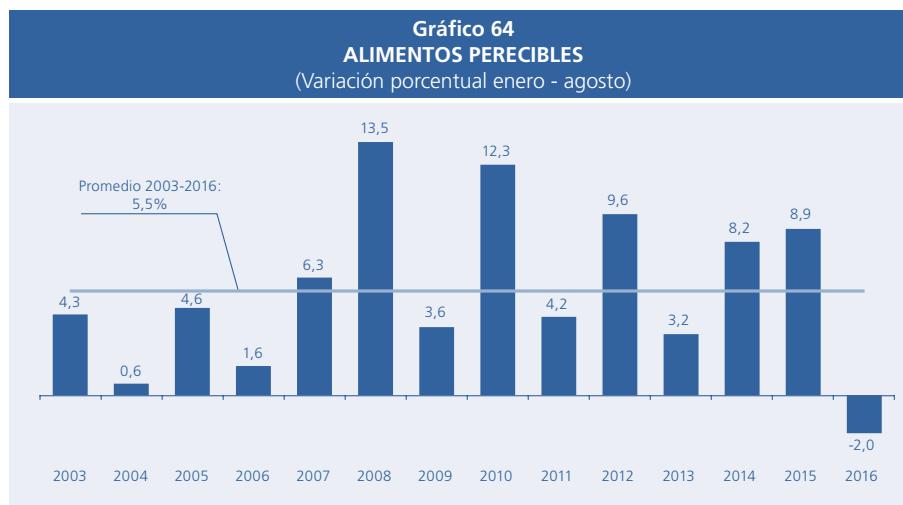
40. La inflación acumulada en los últimos doce meses retornó al rango meta en julio, luego de 16 meses de ubicarse por encima de dicho rango debido a choques de oferta y el efecto traspaso de la elevación del tipo de cambio. El retorno de la inflación al rango meta obedece también a las acciones preventivas del BCRP para evitar el desanclaje de las expectativas de inflación, pasando de 3,5 por ciento en mayo a 2,9 por ciento en agosto de 2016.



Cuadro 42
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2012	2013	2014	2015	2016	
						Ene.-Ago. 12 meses	
IPC	100,0	2,65	2,86	3,22	4,40	1,96	2,94
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,91	2,97	2,51	3,49	2,09	2,96
a. Bienes	21,7	1,60	2,62	2,43	3,57	2,81	3,90
b. Servicios	34,8	2,10	3,18	2,55	3,44	1,65	2,38
2. Alimentos y energía	43,6	3,55	2,73	4,08	5,47	1,81	2,93
a. Alimentos y bebidas	37,8	4,06	2,24	4,83	5,37	2,04	3,46
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,22	6,09	-0,85	6,20	0,19	-0,70
Combustibles	2,8	-1,48	5,95	-5,59	-6,33	-2,85	-6,74
Electricidad	2,9	2,19	6,23	4,37	18,71	2,59	4,34

En el periodo enero - agosto los rubros con mayor contribución positiva a la inflación fueron matrícula y pensión de enseñanza como también comida fuera del hogar. Por otro lado, destacó la contribución negativa a la inflación los menores precios de papa, gasolina y pollo.



Cuadro 43
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
ENERO - AGOSTO 2016

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	5,1	0,48	Papa	0,9	-13,5	-0,18
Comidas fuera del hogar	11,7	3,6	0,48	Gasolina y lubricantes	1,3	-8,4	-0,10
Pescado fresco y congelado	0,7	18,8	0,14	Carne de pollo	3,0	-2,8	-0,09
Artículos del cuidado personal	4,9	2,8	0,13	Legumbres frescas	0,2	-20,1	-0,07
Otras frutas frescas	0,4	25,5	0,10	Transporte nacional	0,3	-15,0	-0,06
Electricidad	2,9	2,6	0,08	Cítricos	0,5	-7,4	-0,05
Productos medicinales	2,1	4,0	0,08	Olluco y similares	0,1	-33,0	-0,04
Huevos	0,6	15,2	0,08	Pasaje de avión	0,4	-9,0	-0,04
Cigarrillos	0,1	44,9	0,08	Papaya	0,2	-15,7	-0,03
Plátano	0,3	17,2	0,06	Palta	0,1	-16,6	-0,03
Total			1,71	Total			-0,69

a) **Matrícula y Pensión de enseñanza (5,1 por ciento)**

El rubro “**matrículas y pensiones de enseñanza**” aumentó 5,1 por ciento. Los mayores incrementos se registraron en los meses de febrero (1,4 por ciento) y marzo (3,1 por ciento). Ello como resultado de los incrementos en las pensiones y matrículas de los colegios y universidades privadas, así como en las matrículas de los colegios estatales. En los siguientes meses se observaron alzas en las pensiones de





las universidades e institutos de educación superior, y en el mes de agosto se registró un nuevo incremento en las matrículas de las universidades privadas y estatales. Con este resultado, el rubro registró una variación 5,4 por ciento en los últimos doce meses.

b) **Comida fuera del hogar (3,6 por ciento)**

El rubro **"comida fuera del hogar"** aumentó 3,6 por ciento, tasa mayor a la registrada en los alimentos dentro del hogar (1,3 por ciento) y en el índice general de precios (1,96 por ciento). Así, la mayor preferencia de los consumidores por este servicio se refleja en el incremento de 5,20 por ciento en los últimos doce meses, mayor al de los alimentos dentro del hogar (2,62 por ciento).

c) **Pescado (18,8 por ciento)**

De otro lado, el precio del **pescado** presentó una variación acumulada de 18,8 por ciento en el período enero-agosto y de 7,9 por ciento en los últimos doce meses.

Desde julio se observaron oleajes anómalos y una menor temperatura, lo que contribuyó al alza de precios de especies como corvina (11,1 por ciento), liza (6,4 por ciento), bonito (17,7 por ciento), jurel (5,7 por ciento) y tollo (12,5 por ciento).

d) **Tarifas eléctricas (2,6 por ciento)**

Las **tarifas eléctricas** aumentaron 2,6 por ciento en los primeros ocho meses del año y 4,3 por ciento en los últimos doce meses, acorde a los reajustes autorizados por el organismo regulador Osinergmin.

En mayo (0,7 por ciento) se realizó el reajuste anual del sistema de transmisión principal. El componente de distribución también fue reajustado por la revisión de los factores de balance de potencia y energía. Asimismo, en junio (0,5 por ciento) se aumentó el componente de transmisión por la puesta en operación de la central térmica dual (gas y diesel) de Puerto Bravo (Mollendo - Arequipa) que forma parte del proyecto "Nodo Energético del Sur del País". De esta manera, el alza de agosto (1,3 por ciento) estuvo en relación al nuevo Precio a Nivel de Generación que se fija cada tres meses, y que es el resultado de la revisión de las ponderaciones del tipo de cambio, combustibles, precio del cobre y aluminio, entre otras variables.

e) **Cigarrillos (44,9 por ciento)**

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 y 12,3 por ciento en junio, alcanzando una variación últimos doce meses de 45,4 por ciento.

f) **Papa (-13,5 por ciento)**

El precio de la **papa** disminuyó 13,5 por ciento en el período enero-agosto. 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. Así pues, las siembras de Junín se incrementaron a partir de noviembre, con respecto a la campaña anterior y a ello se sumó la mejora del clima (precipitaciones ligeras y menores anomalías en la temperatura), lo que permitió variaciones negativas del precio hasta el mes de junio.

Sin embargo, en julio se revirtió la tendencia negativa registrándose un incremento de 9,4 por ciento. Influyó en este resultado el término de la campaña grande en la sierra central. Finalmente, en agosto (11,2 por ciento) se registró una fuerte alza en la variedad amarilla (16,8 por ciento) que procede principalmente de Huánuco. En esa región las siembras en la presente campaña agrícola (agosto-junio) disminuyeron 9 por ciento con respecto a la campaña anterior, relacionado a la falta de lluvias. A ello se sumó el retraso de las siembras en Lima así como las menores siembras en Ica, relacionado a las alteraciones del clima. Con estos resultados, el rubro alcanzó un incremento de 32,4 por ciento en los últimos doce meses.

g) **Gasolina y lubricantes (-8,4 por ciento)**

En cambio, en el período enero-agosto el rubro **gasolina y lubricantes** disminuyó en promedio 8,4 por ciento, y cayó 6,7 por ciento en los últimos doce meses. Ello como resultado de la evolución de los precios ex planta fijados por las refinerías locales. También influyeron 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 julio (-0,5 por ciento) se registraron disminuciones en los precios de la gasolina (-1,4 por ciento) y del GNV (-0,1 por ciento). La cotización internacional del petróleo WTI pasó de US\$ 48,7 dólares el barril en junio a US\$ 44,9 dólares el barril en julio, lo que llevó a una disminución de los precios de referencia fijados por Osinergmin. Del mismo modo, en agosto (-1,2 por ciento) se registraron caídas en los precios de la gasolina (-1,5 por ciento) y del gas natural vehicular (-0,3 por ciento), resultado acorde a la evolución de los precios ex planta durante ese mes.





h) **Carne de pollo (2,8 por ciento)**

El precio de la carne de pollo disminuyó 2,8 por ciento en agosto y 0,9 por ciento en los últimos doce meses. Ello en un contexto de menor cotización del maíz amarillo duro, principal alimento de las aves (de US\$ 142,4 dólares por tonelada en diciembre 2015 a US\$ 121,2 en agosto 2016). A ello se sumó el aumento de las colocaciones de pollos bebé correspondiente a la oferta del período (aproximadamente 2,0 por ciento).

Al igual que en períodos anteriores el precio presentó un comportamiento fluctuante asociado a la disponibilidad de productos sustitutos y a problemas en la oferta. En los primeros meses del año el alza del precio respondió al aumento del precio de especies de pescados de mayor consumo como bonito, jurel y perico, y a la menor disponibilidad de pollos luego de la campaña de diciembre. Adicionalmente, el aumento de la temperatura habría afectado la alimentación de las aves dando lugar a un menor peso del pollo vivo en granja. En los meses de abril a julio se registraron caídas en el precio, a lo que contribuyeron las mejores condiciones de crianza del pollo (menor temperatura ambiental). Ello dio lugar a un mayor peso del pollo vivo en granja. También influyó el menor precio de algunas especies de pescado. Esta situación se revirtió en agosto (3,7 por ciento), principalmente por el mayor precio del pescado.

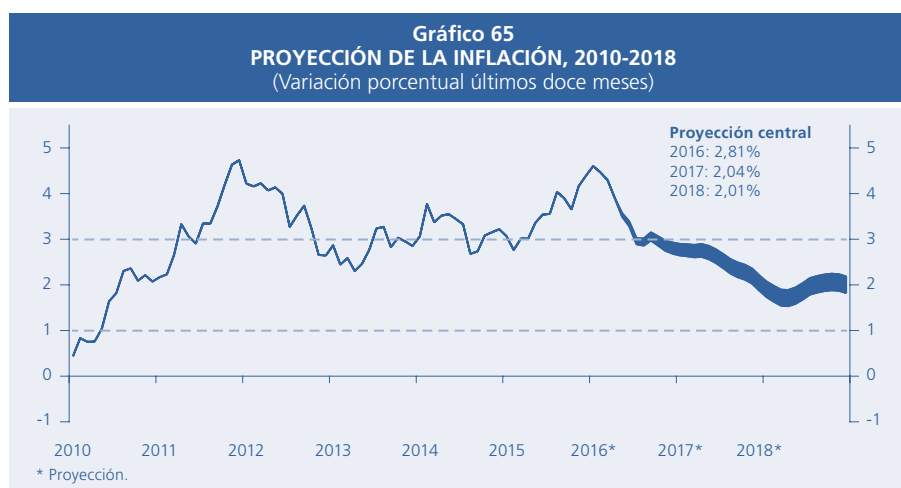
Proyección

41. Las acciones de política monetaria se adoptan de manera anticipada, para lo cual se emplea las proyecciones de inflación y de sus determinantes. Entre estos 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).

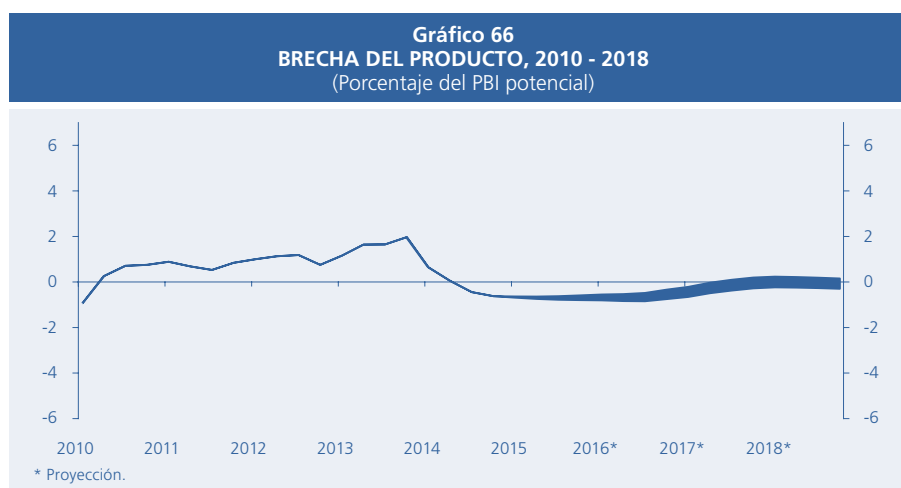
Se proyecta que la **inflación** se ubique alrededor del **límite superior del rango meta** en los siguientes meses y termine el año con una tasa de 2,8 por ciento. La tendencia decreciente continuaría en 2017, cerrando dicho año con una tasa alrededor de 2,0 por ciento. La convergencia de la inflación durante el horizonte de proyección es consistente con una caída sostenida en las expectativas de inflación durante el período; consecuencia de las medidas de política monetaria, la ausencia de choques de oferta sobre los precios de alimentos, y a un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda.

42. El **riesgo** de desvío de la inflación respecto al rango meta se ha moderado en relación al Reporte de Inflación de junio. La proyección central considera que la convergencia de las expectativas de inflación, junto con las medidas tomadas por el Banco Central,

aseguren la permanencia en el rango meta de inflación durante el horizonte de efectividad de la política monetaria. En particular, la ausencia de choques de oferta, la caída en las expectativas de depreciación y la subida en la tasa de política facilitarían este proceso. Cabe resaltar que se prevé una caída en la tasa de inflación más leve en lo que queda del año y durante 2017 en comparación a los cambios observados en la tasa de inflación entre el segundo y tercer trimestre del presente año.



43. La proyección de la tasa de inflación para el periodo 2016-2018 se sustenta en primer lugar en que la economía crecería a un ritmo cercano a su potencial. Las condiciones externas continuarían siendo adversas, pero se espera que éstas mejoren durante 2017 y 2018 en la medida que se estabilicen los precios de las materias primas y se acelere el crecimiento de los socios comerciales. Asimismo, se espera un impulso fiscal temporal sobre la demanda agregada para 2016 y condiciones monetarias en moneda nacional todavía expansivas.

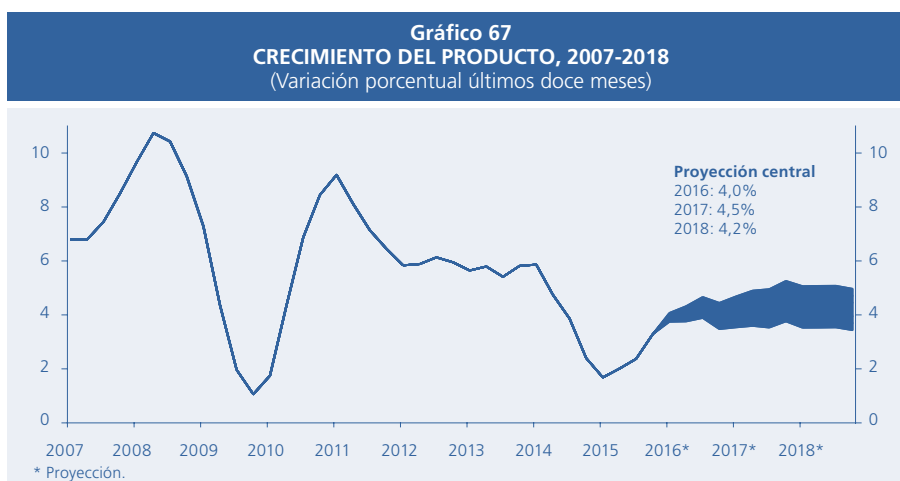




Con la información disponible, se estima que la economía transitará hacia un ciclo económico neutral en el horizonte de predicción. Los principales determinantes de la proyección de la **brecha producto** son:

- **Confianza empresarial:** respecto al último Reporte de Inflación, se prevé una mejora en la confianza empresarial para 2016, sustentada en la evolución reciente de la economía interna y el contexto internacional.
- **Condiciones externas:** se prevé condiciones externas similares a las contempladas en el Reporte de Inflación de junio. Por un lado, se espera un menor crecimiento de la economía mundial y de los socios comerciales de Perú (principalmente Estados Unidos). Sin embargo, este menor crecimiento es compensado por un menor deterioro esperado de los términos de intercambio respecto 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 junio, 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 a la recuperación de la brecha del producto. Por otra parte, se esperan condiciones monetarias en dólares menos restrictivas a las previstas en el Reporte anterior, producto de la caída en las expectativas de depreciación.

Cabe destacar que la proyección de crecimiento económico para el horizonte 2016-2018 es consistente con un crecimiento sin presiones inflacionarias de demanda y un crecimiento del PBI potencial de alrededor de 4,0 por ciento.



44. Las **expectativas de inflación** a 12 meses han entrado al rango meta de inflación durante el tercer trimestre del presente año, y se prevé que continúe el patrón decreciente 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 mantener la inflación dentro del rango meta.



Cuadro 44
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN (%)
(Variaciones porcentuales)

		Expectativas del:		
		RI Mar.16	RI Jun.16	RI Set.16*
Sistema Financiero	2016	3,5	3,4	2,8
	2017	3,2	2,9	2,6
	2018	3,0	2,5	2,5
Analistas Económicos	2016	3,5	3,5	3,0
	2017	3,0	3,0	2,8
	2018	2,9	2,9	2,6
Empresas No Financieras	2016	3,5	2,5	3,0
	2017	3,5	3,2	3,0
	2018	3,0	3,0	3,0

* Encuesta realizada durante la segunda quincena de agosto.

45. 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 junio, principalmente por la revisión a la baja en el pronóstico de depreciación nominal.





Con relación a los **precios internacionales**, se proyecta una tendencia a la baja en los precios de los principales *commodities* importados, a diferencia del pronóstico del Reporte previo.

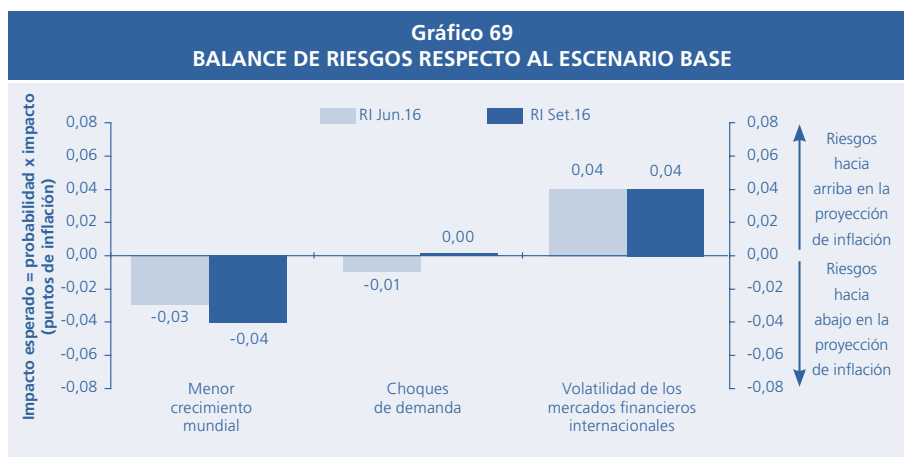
46. Respecto a las **expectativas de depreciación**, la última encuesta de expectativas de tipo de cambio revela que los agentes económicos esperan menores tasas de depreciación durante el horizonte de proyección. En particular, el cambio en las expectativas sobre el alza en la tasa de interés de política de la Fed durante 2016 ha continuado favoreciendo 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.

		Expectativas del:		
		RI Mar.16	RI Jun.16	RI Set.16*
Sistema Financiero				
	2016	3,65	3,50	3,40
	2017	3,70	3,60	3,48
	2018	3,70	3,65	3,53
Analistas Económicos				
	2016	3,65	3,45	3,40
	2017	3,70	3,53	3,45
	2018	3,75	3,58	3,53
Empresas No Financieras				
	2016	3,60	3,50	3,40
	2017	3,70	3,52	3,50
	2018	3,70	3,60	3,50

* Encuesta realizada durante la segunda quincena de agosto.

Balance de riesgos en el horizonte 2016 - 2018

47. 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.
48. El balance de los riesgos se mantiene neutral en la proyección de la inflación; de manera que las probabilidades asociadas a factores al alza de la inflación son iguales a los que implican un menor incremento de los precios.



Menor crecimiento mundial.

El escenario base considera un crecimiento mundial ligeramente menor en el período 2016-2018 respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de junio, principalmente por el menor dinamismo de los Estados Unidos y otras economías desarrolladas. 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.

Volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Este riesgo podría materializarse si un alza no esperada de la tasa de política de la Fed generara 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.

Conclusiones

49. Se mantiene la previsión de la inflación dentro del rango meta en el horizonte de proyección 2016-2018; consistente con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda, 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 mantener la inflación en el rango meta.





Recuadro 5
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN LOS PAÍSES CON METAS EXPLÍCITAS

El desvío temporal de la meta de inflación puede obedecer a choques idiosincrásicos o a choques de carácter global. Estos últimos han tenido bastante relevancia en los últimos tres años a través del canal comercial (caída en el precio de los *commodities*) y del canal financiero (inestabilidad en los flujos de capitales ante la proximidad del retiro del estímulo monetario por parte de la Fed).

TASA DE INFLACIÓN (Variación porcentual doce meses)					
		Dic.14	Dic.15	Ago.16	Meta
Sobre el rango meta de inflación					
1	Ghana	17,0	17,7	16,9	6,0-10
2	Uruguay	8,3	9,4	9,4	3,0-7,0
3	Brasil	6,4	10,7	9,0	2,5-6,5
4	Colombia	3,7	6,8	8,1	2,0-4,0
5	Turquía	8,2	8,8	8,0	3,0-7,0
6	Noruega	2,1	2,3	4,0	< 2,5
Debajo del rango meta de inflación					
1	Indonesia	8,4	3,4	2,8	3,0-5,0
2	Filipinas	2,7	1,5	1,8	2,0-4,0
3	Serbia	1,7	1,5	1,2	2,5-5,5
4	Australia*	1,7	1,7	1,0	2,0-3,0
5	Islandia	0,8	2,0	0,9	1,0-4,0
6	República Checa	0,1	0,1	0,6	1,0-3,0
7	Reino Unido	0,5	0,2	0,6	1,0-3,0
8	Corea	0,8	1,3	0,4	2,0
9	Nueva Zelanda*	0,8	0,1	0,4	1,0-3,0
10	Tailandia	0,6	-0,9	0,3	1,0-4,0
11	Suiza	-0,3	-1,3	-0,1	< 2,0
12	Hungría	-0,9	0,9	-0,1	2,0-4,0
13	Rumanía	0,8	-0,9	-0,2	1,5-3,5
14	Israel	-0,2	-1,0	-0,7	1,0-3,0
15	Polonia	-1,0	-0,5	-0,8	1,5-3,5
En el rango meta de inflación					
1	Sudáfrica**	5,3	5,2	6,0	3,0-6,0
2	Guatemala	3,0	3,1	4,7	3,0-5,0
3	Chile	4,6	4,4	3,4	2,0-4,0
4	Perú	3,2	4,4	2,9	1,0-3,0
5	México	4,1	2,1	2,7	2,0-4,0
6	Canadá**	1,5	1,6	1,3	1,0-3,0
7	Suecia	-0,3	0,1	1,1	2,0

* A junio 2016.
** A julio 2016.
Fuente: Bloomberg.
Elaboración: BCRP.

Estos choques han afectado la inflación a tal punto que en muchos países la inflación se ha ubicado fuera del rango meta. Como se observa en el cuadro anterior, sobre una muestra de 28 países, el incumplimiento de la meta de

inflación se dio en 21 países (75 por ciento) a fines de 2014, 2015 y a agosto del presente año. Este incumplimiento se dio en similar porcentaje en las economías desarrolladas y en las emergentes.

PORCENTAJE DE PAÍSES FUERA DEL RANGO META			
	Total	Desarrollados	Emergentes
A dic. 2014	75	82	71
A dic. 2015	75	73	76
A ago. 2016	75	82	71

El incumplimiento por debajo del rango meta se observa en la mayoría de países desarrollados y en algunas economías emergentes, particularmente europeas y asiáticas importadoras netas de *commodities*. En muchos de estos casos, incluso se registran presiones deflacionarias.

En estas economías, las presiones a la baja de la inflación se explican por la caída en el precio del petróleo y otros *commodities* y por una débil demanda doméstica. Cabe señalar que, con el fin de revertir esta situación, los bancos centrales de varios de estos países han reducido significativamente sus tasas de interés ubicándolas incluso en niveles negativos (como en Suecia y Suiza). A este grupo de países se añaden dos economías exportadoras de *commodities* —Nueva Zelanda y Australia— donde las presiones depreciatorias asociadas a los bajos precios de los productos de exportación se compensaron por la entrada de capitales, la caída en el precio del petróleo y una contracción significativa de la demanda doméstica.

TASA DE INFLACIÓN EN PAÍSES DESARROLLADOS (Variación porcentual doce meses)		
	Ago.16	Meta
1 Noruega	4,0	< 2,5
2 Canadá**	1,3	1,0-3,0
3 Suecia	1,1	2,0
4 Australia*	1,0	2,0-3,0
5 Islandia	0,9	1,0-4,0
6 República Checa	0,6	1,0-3,0
7 Reino Unido	0,6	1,0-3,0
8 Corea	0,4	2
9 Nueva Zelanda*	0,4	1,0-3,0
10 Suiza	-0,1	< 2,0
11 Israel	-0,7	1,0-3,0

* A junio 2016.
 ** A julio 2016.
 Fuente: Bloomberg.
 Elaboración: BCRP.

Por el contrario, dentro de los países cuyas tasas de inflación se ubicaron por encima se tienen a varias economías de América Latina y Sudáfrica, donde la caída en los términos de intercambio y las expectativas en torno a la política de la Fed llevaron a una depreciación de las monedas. La depreciación de las monedas también se dio en otras economías importadoras de *commodities* (como Turquía e Indonesia) que enfrentaron una débil posición externa. La depreciación afectó no sólo a la inflación sino también a las expectativas inflacionarias, frente a lo cual la mayoría de bancos centrales elevaron las tasas de interés de política.



**TASA DE INFLACIÓN EN PAÍSES EMERGENTES**
(Variación porcentual doce meses)

	Ago.16	Meta
1 Ghana	16,9	6,0-10
2 Uruguay	9,4	3,0-7,0
3 Brasil	9,0	2,5-6,5
4 Colombia	8,1	2,0-4,0
5 Turquía	8,0	3,0-7,0
6 Sudáfrica*	6,0	3,0-6,0
7 Guatemala	4,7	3,0-5,0
8 Chile	3,4	2,0-4,0
9 Perú	2,9	1,0-3,0
10 Indonesia	2,8	3,0-5,0
11 México	2,7	2,0-4,0
12 Filipinas	1,8	2,0-4,0
13 Serbia	1,2	2,5-5,5
14 Tailandia	0,3	1,0-4,0
15 Hungría	-0,1	2,0-4,0
16 Rumanía	-0,2	1,5-3,5
17 Polonia	-0,8	1,5-3,5

* A julio 2016.
Fuente: Bloomberg.
Elaboración: BCRP.

Sin embargo, la reducción reciente en las presiones depreciatorias —ante las expectativas en torno a un ajuste más gradual en las tasas de la Fed y la estabilización en el precio de los *commodities*—, han contribuido a una reducción en la inflación y en algunos casos de la región —como Chile y Perú— a la convergencia dentro de su rango meta.

BANCO DE RESERVA DEL PERU

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

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