



REPORTE DE INFLACIÓN

Mayo 2015

Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2015-2017

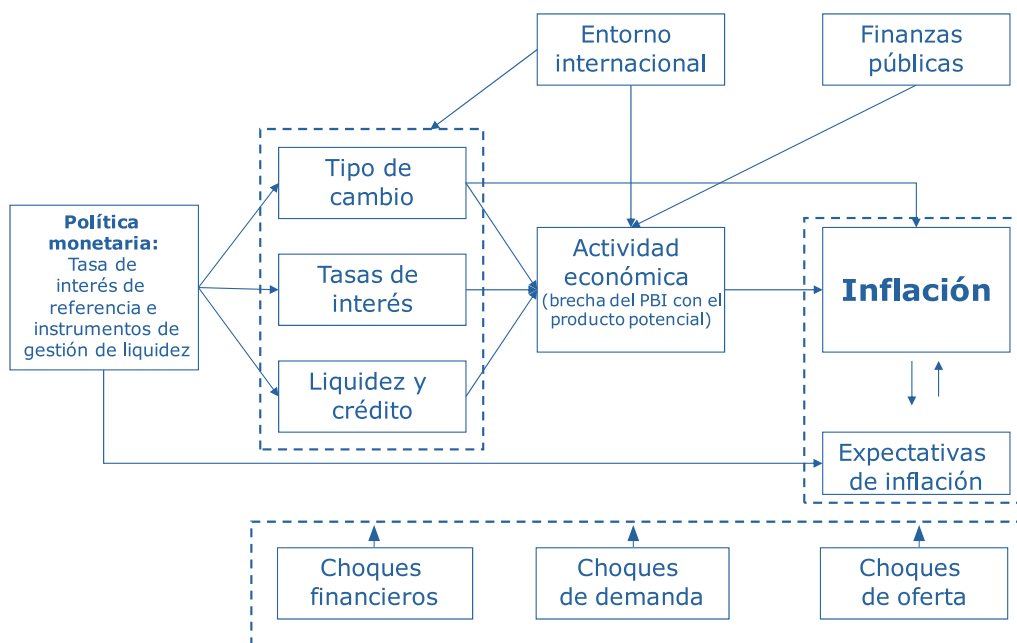


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2015-2017

Mayo 2015



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

REPORTE DE INFLACIÓN
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2015-2017

Mayo 2015

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Actividad productiva	11
– Mercados financieros.....	19
– Términos de intercambio	22
II. Actividad económica	30
– PBI sectorial	30
– PBI gasto.....	38
III. Balanza de pagos	62
– Balanza comercial	62
– Balanza en cuenta corriente.....	65
– Financiamiento externo	67
IV. Finanzas públicas.....	70
– Resultado económico.....	70
– Impulso fiscal.....	72
– Deuda pública.....	77
V. Política monetaria y mercados financieros.....	82
– Acciones de Política Monetaria.....	82
– Tasas de interés y operaciones monetarias.....	83
– Encajes	91
– Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	93
– Liquidez y crédito.....	96
– Emisiones de bonos del sector privado	100
VI. Inflación.....	111
– Ejecución	111
– Proyección	115
VII. Balance de riesgos.....	127

RECUADROS

1. Impulsando al sector construcción.....	54
2. Avances en competitividad minera	56
3. Algunas reflexiones sobre la remuneración mínima vital en el Perú	59
4. Dinámica de la inversión pública de gobiernos subnacionales	79
5. Avances del programa de desdolarización.....	103
6. Intervención cambiaria y volatilidad del tipo de cambio en el Perú	106
7. Actualización de la estimación del tipo de cambio real de equilibrio.....	109
8. Tipo de cambio e inflación	120
9. Sistema de la franja de precios agrícolas.....	124

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2015 de la Balanza de Pagos y el Producto Bruto Interno, y a abril de 2015 de las operaciones del Sector Público No Financiero, cuentas monetarias, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito del sistema financiero, administrar reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el logro de este objetivo, el BCRP ejecuta su política monetaria siguiendo un esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación contempla un rango entre 1,0 por ciento y 3,0 por ciento. De esta manera, el BCRP busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa se determina con base a proyecciones de inflación y de sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar la oferta de bienes y servicios, como es el caso de los originados en los precios de bienes importados o en factores climáticos. Cabe precisar además que la inflación en relación al rango meta se evalúa mes a mes y no solo en diciembre.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria, se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales en un periodo de entrada de capitales externos o altos precios de productos de exportación, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un todavía elevado porcentaje de dolarización financiera. El BCRP maneja además otros instrumentos de política monetaria, con los que puede afectar de manera más directa a los volúmenes de liquidez, como son los casos de los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera, y así evitar excesos o restricciones en la evolución del crédito.
- El Reporte de Inflación incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.



Resumen

- i. La economía mundial continúa mostrando un crecimiento moderado y heterogéneo. Por un lado, continúa la recuperación gradual en Estados Unidos y se observan señales de recuperación en la Eurozona, mientras que se observa un menor crecimiento de China. Se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento mundial para 2015, de 3,5 a 3,2 por ciento. Para 2016 y 2017 se estima un mayor dinamismo de la economía mundial con tasas de 3,7 y 3,8 por ciento, respectivamente.
- ii. Para 2015 se proyecta una recuperación del crecimiento del PBI con una tasa de 3,9 por ciento, la cual se basa en una reversión parcial de factores de oferta que afectaron el año pasado al sector primario (caída de 2,3 por ciento). La principal diferencia con la proyección del Reporte de enero (4,8 por ciento) obedece al menor dinamismo de la inversión en la primera parte del año. Esta proyección supone también una mejora de la actividad económica durante el segundo semestre, especialmente por una recuperación de la inversión en los gobiernos subnacionales, un impacto positivo por el inicio de las inversiones en infraestructura y un fortalecimiento de la confianza de los agentes económicos.

Para 2016 y 2017 se espera una aceleración del crecimiento del PBI, con tasas de crecimiento de 5,3 y 5,8 por ciento, respectivamente, en línea con un crecimiento extraordinario en la producción minera, una mayor inversión en infraestructura y la reversión total de los choques de oferta negativos de 2014.

- iii. En 2015 se espera un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 3,9 por ciento del PBI, ligeramente menor al observado en 2014 (4,0 por ciento). En relación con el Reporte de Inflación previo, se estima un menor déficit, principalmente por una reducción de la demanda de importaciones y menores pagos por renta de factores. Para 2016 y 2017 se prevé una reducción del déficit en cuenta corriente a 3,3 y 2,0 por ciento, respectivamente, asociada a una recuperación de las exportaciones mineras por el inicio de las operaciones de Las Bambas y las ampliaciones de Southern y Cerro Verde.
- iv. Para 2015 se proyecta un déficit del sector público de 2,0 por ciento del PBI (0,3 por ciento en 2014). El incremento del déficit se explica por la proyección de menores ingresos extraordinarios y por el impacto de la reducción de los impuestos a la Renta, Selectivo al Consumo y aranceles dictadas a fines de 2014. Ello se compensa parcialmente con la menor inversión pública, como resultado de la contracción del gasto de los gobiernos subnacionales en los primeros meses del año. Para 2016 y 2017 se proyecta una reducción gradual del déficit a 1,8 y 1,5 por ciento, respectivamente, trayectoria similar a la de las proyecciones contenidas en el Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018.





- v. Luego de una reducción de 25 puntos básicos en enero, el Directorio del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) ha mantenido la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 3,25 por ciento. Este nivel es compatible con una proyección de inflación que converge gradualmente a 2,0 por ciento en el horizonte de proyección 2015-2017. Este nivel refleja una posición de política monetaria expansiva que considera el efecto sobre la inflación de un nivel de actividad económica por debajo de su potencial y el efecto rezagado del incremento del tipo de cambio sobre la inflación.

Asimismo, el BCRP continuó disminuyendo los requerimientos de encaje en moneda nacional. Esta política busca flexibilizar las condiciones crediticias en soles a la banca para facilitar la expansión del crédito en esta moneda, en un contexto en que los depósitos en soles han crecido a un menor ritmo que el crédito. La última reducción del encaje fue de 7,5 a 7,0 por ciento y entró en vigencia en mayo de 2015.

Adicionalmente, con el objetivo de fortalecer la transmisión de la tasa de referencia a las otras tasas del sistema financiero y facilitar la expansión del crédito en soles, el BCRP viene inyectando liquidez a plazos de hasta 4 años mediante operaciones de repos de monedas, tanto en sus modalidades de expansión como de sustitución. Recientemente, estas operaciones se han complementado con subastas de fondos que el Tesoro Público y el Banco de la Nación mantienen en el BCRP

Por otra parte, con el objetivo de desincentivar la dolarización de los depósitos, en marzo el BCRP elevó el encaje marginal del régimen general de moneda extranjera de 60 a 70 por ciento. La desdolarización del crédito se acentuó en los primeros meses del año, apoyada además por las medidas dictadas por el BCRP a fines de 2014. También se implementaron requerimientos de encaje adicionales en soles en función de las operaciones de derivados cambiarios para atenuar la volatilidad cambiaria.

- vi. En abril de 2015 la inflación acumulada en los últimos 12 meses fue 3,0 por ciento, tasa que refleja principalmente alzas en los precios de los alimentos y las tarifas eléctricas. La inflación sin alimentos y energía (rubros de alta volatilidad de precios) fue 2,7 por ciento.

Para el horizonte 2015-2017 se proyecta una moderación gradual de la inflación hacia 2,0 por ciento. Este escenario considera que no habrá presiones inflacionarias de demanda en el horizonte de proyección y que las expectativas de inflación se mantendrán dentro del rango meta con una tendencia decreciente hacia 2 por ciento.

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

a. Menor crecimiento mundial

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

b. Desaceleración de la demanda interna

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

c. Volatilidad de los mercados financieros internacionales

Este riesgo podría materializarse si el retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos generara volatilidad en los mercados financieros internacionales. En tal caso, se podrían generar salidas de capitales desde los países emergentes y presiones depreciatorias en las monedas de estas economías.

d. Choques de oferta

Se viene observando una mayor incertidumbre en el mercado internacional por tensiones geopolíticas en medio oriente. Un alza de las cotizaciones internacionales del petróleo significativamente por encima de los niveles contemplados en el escenario base podría generar presiones inflacionarias. Del mismo modo, un Fenómeno del Niño más severo que el contemplado podría presionar los precios de algunos alimentos al alza.

- viii. El balance de los riesgos antes mencionados genera un sesgo neutral en la proyección de la inflación. Ello contrasta con el sesgo a la baja del Reporte de enero. Esta revisión se explica principalmente por un incremento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales y de los precios de los combustibles.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2014	2015 ^{1/}		2016 ^{1/}		2017 ^{1/}
		Ri Ene.15	Ri May.15	Ri Ene.15	Ri May.15	Ri May.15
Var. % real						
1. Producto bruto interno	2,4	4,8	3,9	6,0	5,3	5,8
2. Demanda interna	2,2	4,7	3,8	5,2	4,4	4,6
a. Consumo privado	4,1	4,5	3,7	4,8	4,1	4,3
b. Consumo público	6,4	6,6	8,3	6,0	4,0	4,0
c. Inversión privada fija	-1,6	3,0	1,0	5,2	4,4	5,4
d. Inversión pública	-2,4	12,0	4,0	11,6	7,2	5,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	-1,0	3,4	1,7	9,4	8,4	9,4
4. Importaciones de bienes y servicios	-1,5	2,9	1,5	5,9	4,5	4,6
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,4	2,7	2,3	3,0	2,8	2,8
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	-2,0 ; -1,0	-2,0 ; -1,0	-2,5 ; -1,0	-1,0 ; 0,0	-1,0 ; 0,0	-1,0 ; 0,0
Var. %						
6. Inflación	3,2	1,5 - 2,5	2,0 - 3,0	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5
7. Precio promedio del petróleo	-4,9	-45,1	-40,9	13,5	12,7	2,8
8. Tipo de cambio nominal esperado ^{3/}	6,4	3,5	8,8	2,2	1,3	0,5
9. Tipo de cambio real multilateral ^{3/}	-0,6	0,7	4,0	0,7	0,4	0,1
10. Términos de intercambio ^{4/}	-5,4	-0,7	-2,1	-1,0	-1,1	-0,6
a. Precios de exportación	-6,9	-7,7	-9,1	0,9	1,3	1,9
b. Precios de importación	-1,5	-7,1	-7,2	1,9	2,4	2,5
Var. % nominal						
11. Circulante	11,2	10,8	9,0	11,5	9,0	9,0
12. Crédito al sector privado ^{5/}	10,4	12,0	10,5	13,0	11,5	11,5
% PBI						
13. Inversión bruta fija	25,9	25,4	25,4	25,6	25,2	25,1
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,0	-4,4	-3,9	-3,7	-3,3	-2,0
15. Balanza comercial	-0,6	-1,3	-0,8	-0,9	-0,2	-0,7
16. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{6/}	7,2	5,9	5,3	5,2	4,5	4,1
17. Ingresos corrientes del gobierno general	22,2	20,7	20,3	20,8	20,4	20,4
18. Gastos no financieros del gobierno general	21,5	21,7	21,4	21,8	21,0	20,6
19. Resultado económico del sector público no financiero	-0,3	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8	-1,5
20. Saldo de deuda pública total	20,1	19,6	20,7	19,3	21,0	20,3

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

4/ Promedio.

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

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

I. Escenario internacional

Actividad productiva

- En el presente Reporte de Inflación se ha revisado a la baja la tasa de crecimiento del PBI mundial de 3,5 a 3,2 por ciento en 2015, manteniendo las perspectivas de recuperación para 2016 y 2017. En igual sentido, la proyección de la actividad económica de nuestros principales socios comerciales baja de 2,7 a 2,3 por ciento en el presente año. La reducción en la proyección de crecimiento se vincula al menor dinamismo de las economías de los Estados Unidos (de 3,1 a 2,4 por ciento), de China (de 7,0 a 6,8 por ciento) y de Brasil (de 0,6 a -1,0 por ciento). En contraste, se revisa al alza el crecimiento proyectado de la Eurozona (de 1,1 a 1,5 por ciento) e India (de 6,3 a 7,2 por ciento).

Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

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

* Proyección.

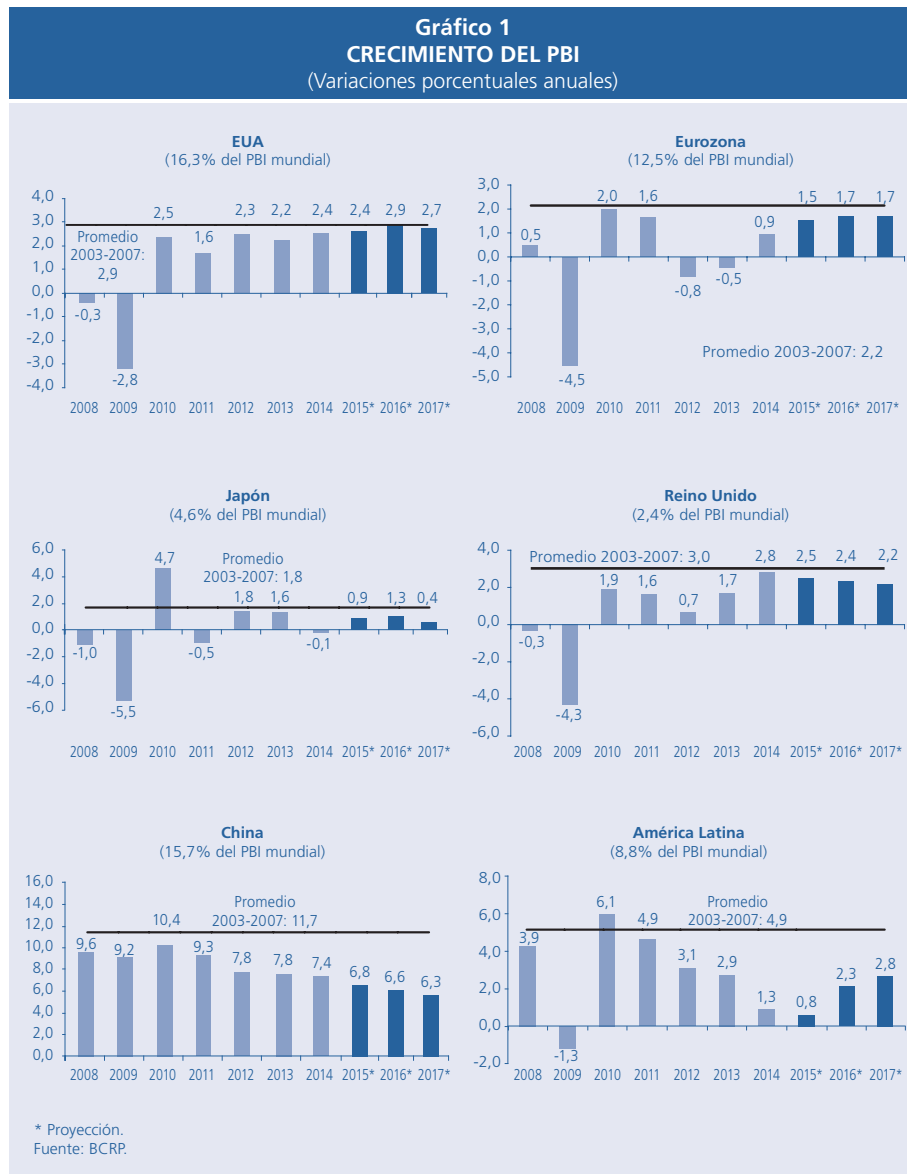
^{1/} Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.

^{2/} Brasil, Rusia, India y China.

RI: Reporte de Inflación.

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.

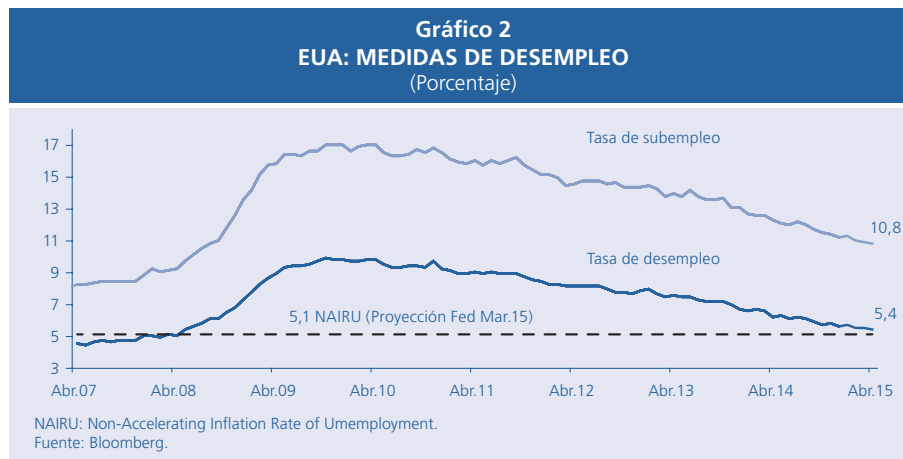




- Del mismo modo que en similar período del año pasado, la economía norteamericana fue afectada en el primer trimestre de este año por un invierno más frío que el usual. A ello se agregó la caída de las exportaciones asociada a la apreciación del dólar en 13 por ciento entre abril de 2014 y marzo de este año, y por una importante reducción de la inversión en el sector de hidrocarburos en el primer trimestre, como resultado de la caída del precio del petróleo en 53 por ciento en los últimos doce meses.

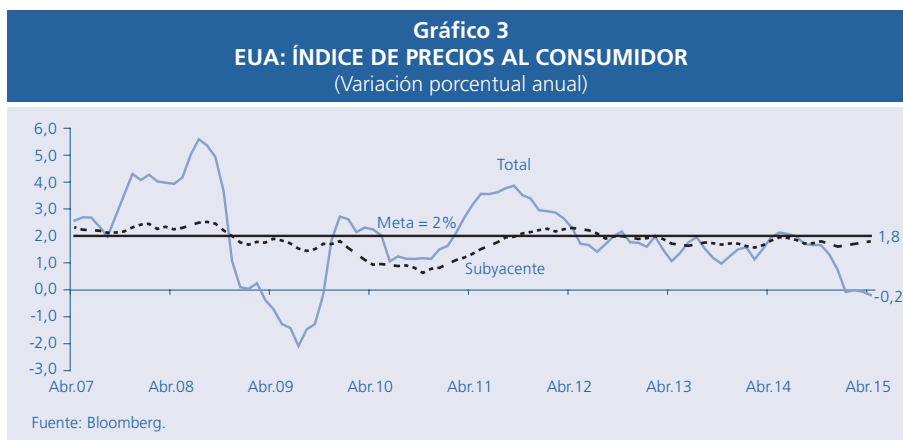
Cuadro 2									
EUA: PBI									
(Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)									
	2013				2014				2015
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Consumo Privado	3,6	1,8	2,0	3,7	1,2	2,5	3,2	4,4	1,9
Inversión Fija	2,7	4,9	6,6	6,3	0,2	9,5	7,7	4,5	-2,5
Variación inventarios *	0,7	0,3	1,5	-0,3	-1,2	1,4	0,0	-0,1	0,7
Exportaciones netas *	-0,1	-0,5	0,6	1,1	-1,7	-0,3	0,8	-1,0	-1,3
PBI	2,7	1,8	4,5	3,5	-2,1	4,6	5,0	2,2	0,2
Nota									
Tasa de desempleo **	7,5	7,5	7,2	6,7	6,7	6,1	5,9	5,6	5,5
* Contribución al crecimiento.									
** Fin de periodo.									
Fuente: BEA y BLS.									

Los indicadores del mercado laboral de los Estados Unidos señalan una recuperación continua, con una creación de empleos de 193 mil puestos de trabajo en promedio entre enero y abril del presente año. Asimismo, la tasa de desempleo bajó de 5,6 por ciento en diciembre de 2014 a 5,4 por ciento en abril de 2015, y la tasa de subempleo de 11,2 a 10,8 por ciento en igual lapso.

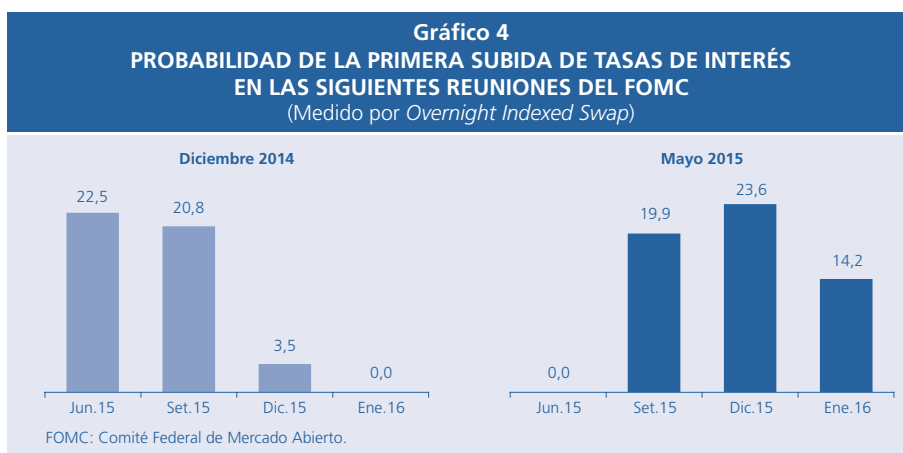


La tasa de inflación subyacente en los Estados Unidos, concepto que elimina los efectos transitorios de los precios de los alimentos y combustibles, aumentó ligeramente de 1,6 por ciento en diciembre 2014 a 1,8 por ciento en abril 2015, manteniéndose por debajo de la meta de 2 por ciento de la Reserva Federal (Fed).





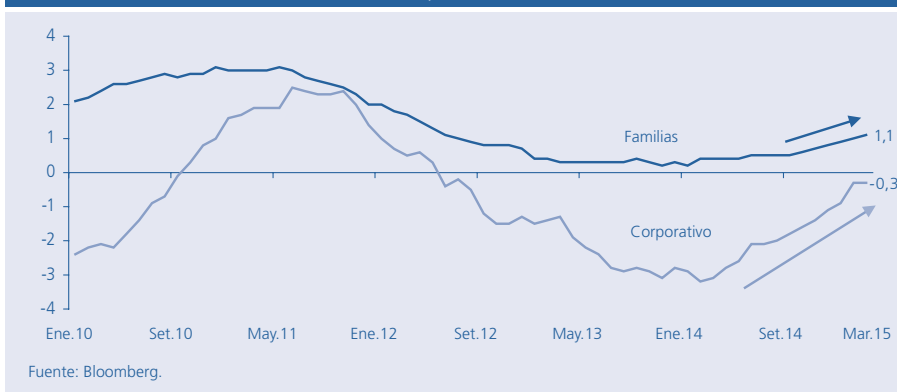
En este contexto de crecimiento moderado e inflación contenida, se mantiene la incertidumbre sobre el momento en que la Reserva Federal iniciaría su ajuste de tasas de interés. En la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de marzo, la Reserva Federal reconoció la desaceleración temporal de la economía pero mantuvo el optimismo sobre una recuperación en los próximos meses. La decisión de elevar tasas podría retrasarse si la tendencia de apreciación del dólar se acentúa o se mantiene un ritmo lento de recuperación de la economía en los siguientes trimestres. En diciembre de 2014 según el mercado, las fechas con mayor probabilidad para la primera subida de tasas de interés de referencia de la Reserva Federal se ubicaban entre junio y setiembre de 2015. Además, la probabilidad de que el primer incremento ocurriese en 2016 era cero. Con datos a mayo, las fechas más probables de inicio de alza de tasas se han retrasado, ubicándose ahora principalmente entre setiembre de 2015 y enero de 2016.



3. Desde el cuarto trimestre de 2014, la Eurozona registra un impulso en su actividad económica por el impacto positivo de los menores precios internacionales de los combustibles, la depreciación del euro y por las mejores condiciones financieras en términos de tasas de interés y de mayor acceso al crédito. Cabe destacar el efecto favorable de las medidas del Banco Central Europeo, en especial de la extensión del programa de compra de activos anunciado en enero.

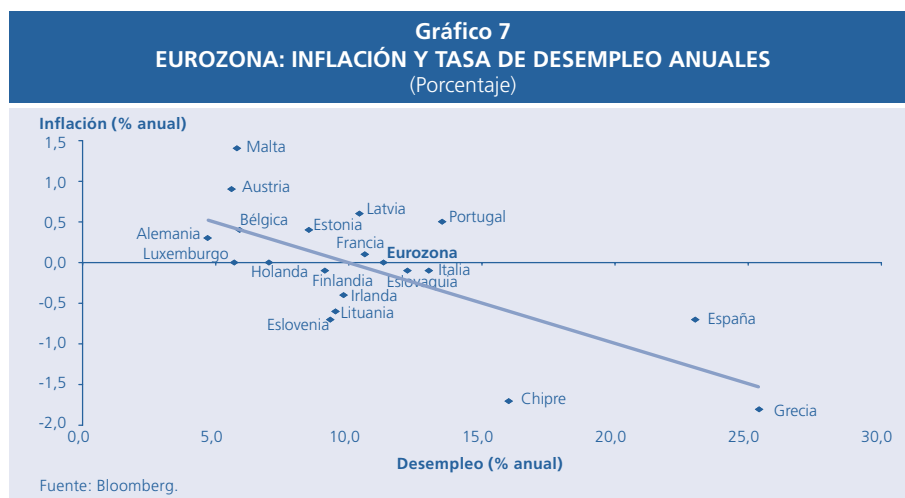
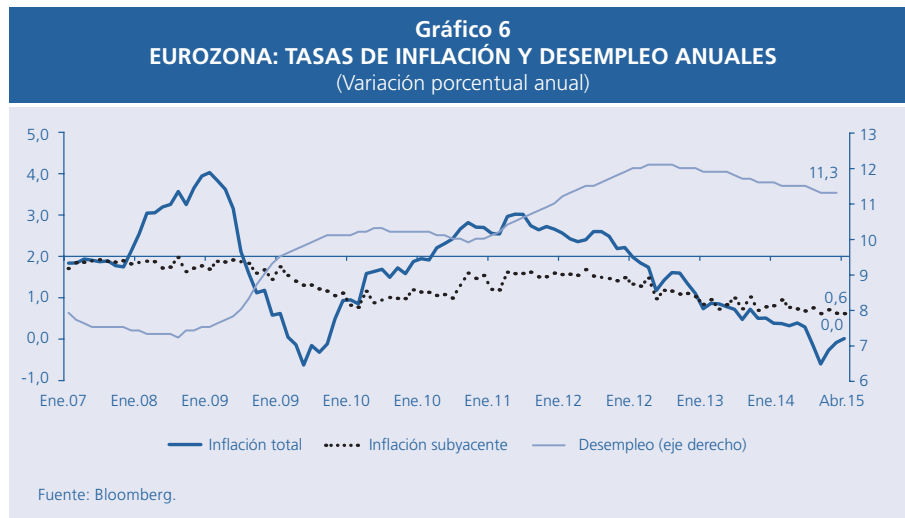
Cuadro 3										
EUROZONA: CRECIMIENTO DEL PBI										
<i>(Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)</i>										
	2013				2014				2015	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I*	
Consumo Privado	-0,9	0,5	0,6	0,6	0,9	1,0	2,0	1,8	3,0	
Inversión Fija	-8,6	2,8	2,6	2,0	1,8	-2,1	0,0	1,6	1,5	
Variación inventarios **	0,8	-0,7	1,2	-0,8	0,9	-0,8	-0,5	-0,9	0,8	
Exportaciones netas **	-0,4	1,6	-1,6	1,2	-1,2	0,4	-0,1	0,8	-1,3	
Gasto de Gobierno	0,7	0,5	0,7	0,2	0,9	0,6	1,0	0,7	1,0	
PBI	-1,5	1,4	0,7	1,1	1,1	0,3	0,7	1,3	1,6	
Nota										
Tasa de desempleo ***	12,0	12,1	12,0	11,9	11,7	11,6	11,5	11,4	11,3	
* Proyección.										
** Contribución al crecimiento.										
*** Fin de periodo.										
Fuente: Eurostat.										

Gráfico 5
EUROZONA: PRÉSTAMOS A LAS CORPORACIONES NO FINANCIERAS Y A LAS FAMILIAS
(Variación porcentual anual)



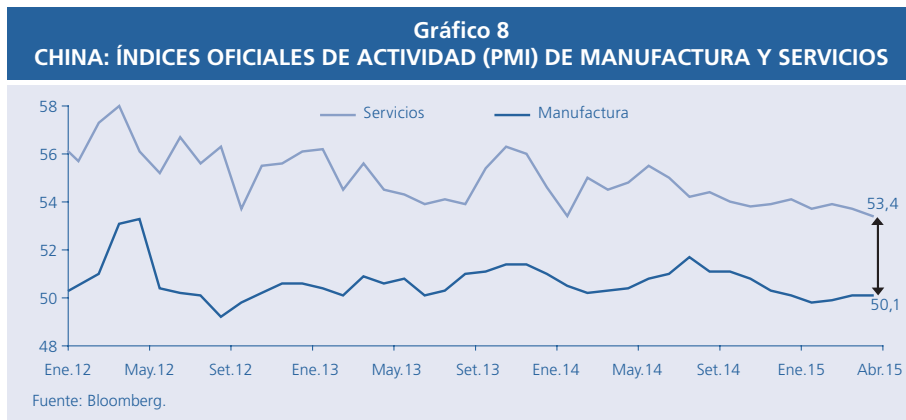
La tasa de inflación anual de la Eurozona fue cero por ciento en abril, con 9 países con registros negativos (comparado a los 17 países de enero 2015). Sin embargo, la tendencia de la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable al pasar de 0,7 por ciento en diciembre de 2014 a 0,6 por ciento en abril de 2015.



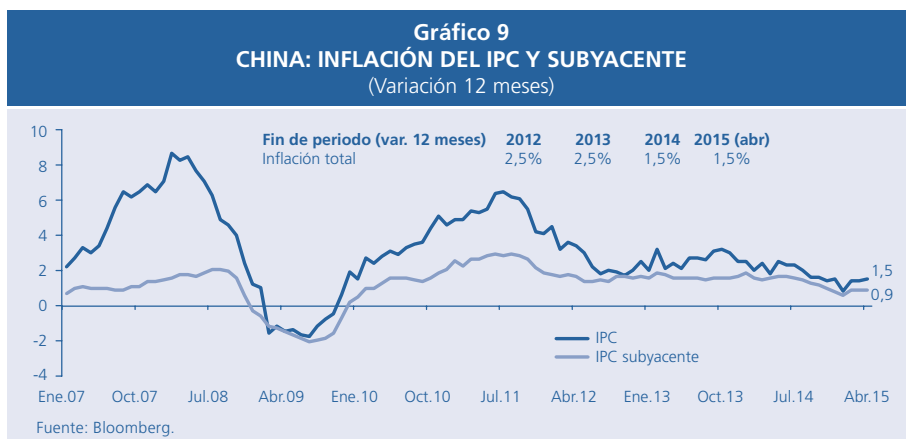


En este escenario de recuperación paulatina de la actividad productiva en la Eurozona, de un alejamiento del riesgo de deflación, pero aún con una elevada tasa de desempleo, el BCE ratificó en su reunión de abril que completará su programa de compra de bonos soberanos de hasta un billón de euros hasta setiembre 2016.

4. La tasa de crecimiento del PBI de China bajó a 7,0 por ciento en el primer trimestre de este año, tasa menor a la del trimestre previo (7,4 por ciento). A nivel sectorial se mantiene la tendencia de un mayor dinamismo en el sector servicios, con un índice mensual de actividad (PMI) de 53,4, versus el correspondiente del sector manufacturero de 50,1, afectado por un exceso de capacidad en la industria pesada.



Al mes de abril, la inflación subyacente en China se mantuvo en niveles bajos (0,9 por ciento anual), lo que confirma el menor ritmo de actividad. Por lo anterior, el Banco Central ha recortado las tasas de encaje y la tasa de interés de política monetaria, ha ampliado el rango de colaterales elegibles para sus operaciones de refinanciación y ha expandido la facilidad de préstamos de mediano plazo para la banca. De esta manera, el crédito bancario registra una recuperación alcanzando una tasa de crecimiento de 14 por ciento a abril de 2015.



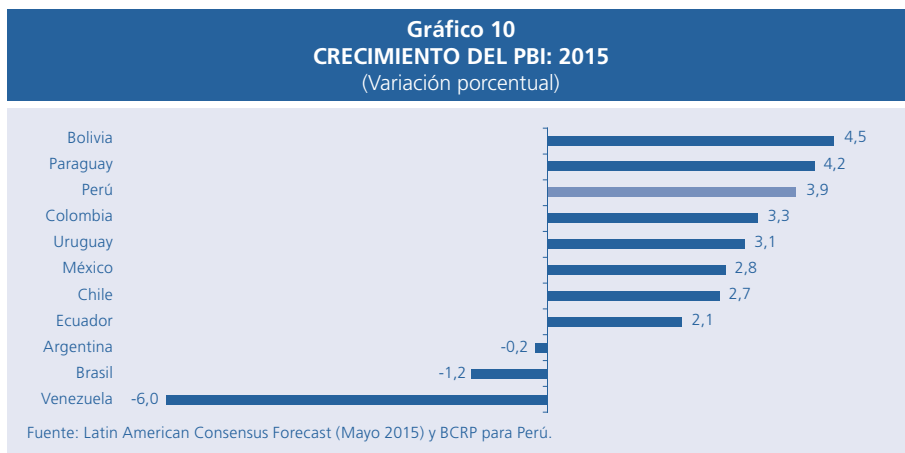
5. Durante 2014, los principales países de **América Latina** que presentan un esquema de metas explícitas de inflación registraron una tasa de crecimiento menor al esperado, con una significativa desaceleración en los casos de Brasil, Chile y Perú. Los indicadores de frecuencia mensual –producción industrial, confianza económica, índices agregados de actividad económica, entre otros– muestran que esta tendencia se mantiene en los primeros meses de 2015.

Este desempeño es explicado tanto por un menor impulso externo como interno. Por el lado externo, resaltó el menor crecimiento, respecto al esperado, de los principales





socios comerciales, en particular China, así como las condiciones financieras más restrictivas producto del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Además, los precios promedios de los principales productos de exportación de la región continuaron cayendo durante 2014 afectando las cuentas externas de la mayoría de países exportadores de materias primas. Por el lado interno, la mayoría de países de la región registró un menor impulso de la demanda interna, en particular, de la inversión y consumo privado.

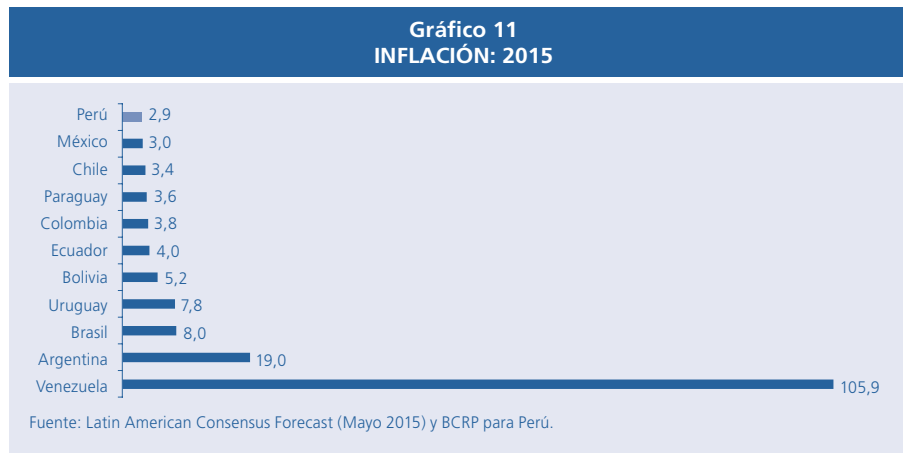


Durante los primeros cuatro meses del año, la inflación en los países de América Latina con esquemas de metas explícitas de inflación se ubicó por encima del rango meta de Brasil, Chile y Colombia debido al efecto traspaso de la depreciación de sus monedas. En el caso de México, la inflación se ubica cerca al centro de su rango meta debido a la disipación de choques transitorios que elevaron los precios en el año previo. Para 2015, se espera tasas de inflación menores a las de 2014, aunque esta tendencia estaría limitada por el efecto que tendría la apreciación del dólar sobre los precios internos.

Cuadro 4
AMÉRICA LATINA: INFLACIÓN
(Últimos 12 meses)

Rango Meta	Brasil 2,5-6,5	Chile 2,0-4,0	Colombia 2,0-4,0	México 2,0-4,0	Perú 1,0-3,0
Dic. 13	5,9	2,9	1,9	4,0	2,9
Mar. 14	6,2	3,9	2,5	3,8	3,4
Jun. 14	6,5	4,3	2,8	3,8	3,5
Set. 14	6,8	4,9	2,9	4,2	2,7
Dic. 14	6,4	4,6	3,7	4,1	3,2
Ene. 15	7,1	4,5	3,8	3,1	3,1
Feb. 15	7,7	4,4	4,4	3,0	2,8
Mar. 15	8,1	4,2	4,6	3,1	3,0
Abr. 15	8,2	4,1	4,6	3,1	3,0

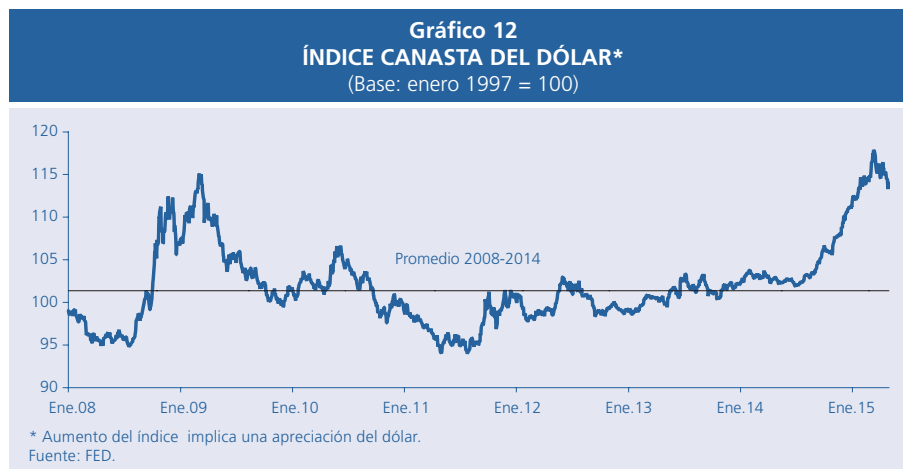
Fuente: Bloomberg



Mercados financieros

- Los mercados financieros internacionales estuvieron afectados principalmente por la fecha esperada de inicio de alza de tasas de interés de política monetaria de la Fed, por el inicio del estímulo cuantitativo del BCE y, finalmente, por las discusiones de Grecia con sus acreedores.

Los mercados de cambio reflejaron la posición divergente entre la Fed y el BCE, con lo cual el euro se depreció 8,3 por ciento entre enero y abril de este año, luego de haber bajado 11,9 por ciento en 2014. Asimismo, el índice del dólar en relación a una canasta de monedas se apreció en 2,5 por ciento a abril de 2015, siguiendo su aumento en 9,0 por ciento en 2014. Cabe precisar que el dólar se depreció 1,9 por ciento en abril en respuesta a una menor probabilidad de alza de la tasa de política de la Fed en junio.





Por su parte, las monedas emergentes han registrado movimientos diferenciados por efecto de cambios en los precios de sus productos de exportación, de la menor proporción de inversiones externas en portafolios de renta fija y renta variables dedicados a estas economías, así como de correcciones a sobreajustes en sus tipos de cambio durante el año anterior.

Cuadro 5 TIPO DE CAMBIO						
		<u>Abr.2015</u>	<u>Dic.2014</u>	<u>Dic.2012</u>	<u>Var. Porcentual</u>	
		(1)	(2)	(3)	(1)/(2)	(1)/(3)
Índice FED	UM por US\$	114,07	111,29	99,21	2,5	15,0
Euro	US\$ por Euro	1,122	1,210	1,319	-7,2	-14,9
Japón	Yen	119,34	119,68	86,74	-0,3	37,6
Reino Unido	US\$ por Libra	1,535	1,557	1,625	-1,4	-5,6
Brasil	Real	3,014	2,657	2,048	13,4	47,2
Colombia	Peso	2 381	2 388	1 766	-0,3	34,8
Chile	Peso	611	606	478	0,8	27,8
México	Peso	15,34	14,74	12,86	4,1	19,3
Perú	N. Sol	3,13	2,98	2,55	5,1	22,7
Sudáfrica	Rand	11,91	11,57	8,45	3,0	40,9
Israel	Shekel	3,86	3,88	3,88	-0,6	-0,5
Turquía	Lira	2,67	2,33	1,78	14,5	49,9
China	Yuan	6,20	6,20	6,23	0,0	-0,5
Indonesia	Rupia	12 915	12 465	9 630	3,6	34,1
Tailandia	Bath	33,01	32,90	30,58	0,3	7,9
Malasia	Ringgit	3,56	3,50	3,06	1,9	16,5
Filipinas	Peso	44,59	44,75	41,01	-0,4	8,7

Fuente: Reuters y FED.

7. Los **mercados de deuda pública** de las economías desarrolladas registraron una reducción en los rendimientos por los estímulos dados en Europa y Japón y por la mayor demanda en busca de mayores rendimientos libre de riesgo en el caso de Estados Unidos. Esta tendencia se revirtió parcialmente desde fines de abril.

En **Estados Unidos** los rendimientos se redujeron, continuando con la tendencia de períodos anteriores, registrando en enero un mínimo desde 2013 por mayor demanda ante su valor relativo con respecto a sus pares de Europa (Alemania) y Japón que se encontraron en niveles mínimos históricos. Sin embargo, hubo períodos de volatilidad ante la incertidumbre por el inicio del alza de la tasa de interés de política, registrándose en febrero ventas masivas de títulos del Tesoro que incrementaron los rendimientos, lo cual revirtió luego de que no se esperara una pronta alza de la tasa de política tras las señales dadas por la Fed.

En la **Eurozona**, los estímulos del BCE, particularmente el inicio del programa de compra de bonos públicos, han incidido en la evolución descendente de los rendimientos soberanos del bloque, particularmente para el caso de las economías

menos riesgosas (que tienen una mayor participación en el capital del BCE). Los rendimientos de los bonos de Alemania y Francia (y de otros países considerados como seguros) alcanzaron niveles mínimos a mediados de abril, para luego corregir al alza, en línea con las mejores perspectivas de crecimiento del bloque. En el caso de los rendimientos de las economías periféricas, esta evolución estuvo limitada por la incertidumbre sobre la situación de Grecia. En el caso de Grecia, los rendimientos inclusive llegaron a alcanzar los niveles registrados durante los peores momentos de la crisis de deuda en 2012.

Los mercados de deuda de los países de **América Latina** mostraron una ligera evolución desfavorable, afectados por las menores perspectivas de crecimiento dada la caída en el precio de los *commodities* por las señales de desaceleración de China. Sin embargo, la expectativa de retraso en el incremento de la tasa de política por parte de la Reserva Federal favoreció a los mercados emergentes en general, incluidos los de la región. En estas circunstancias los *spreads* crediticios (CDS) mostraron un aumento moderado, salvo en Brasil que se ha visto afectado por la crisis política interna y las desfavorables perspectivas para su economía.

Cuadro 6
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS (%)

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

Fuente: Bloomberg y FMI.



**Términos de intercambio**

8. Durante el primer trimestre de 2015, el índice de términos de intercambio del Perú registró un nivel promedio menor en 5,6 por ciento al de similar periodo de 2014. El índice de precios de exportación cayó 13,6 por ciento y el de importaciones en 8,5 por ciento.

En el primer trimestre destacó la fuerte reducción del precio del petróleo a cerca de la mitad del valor registrado en el mismo periodo del año previo, en un contexto de crecimiento de la oferta de crudo, especialmente en Estados Unidos; y de perspectivas de una menor demanda por la desaceleración de países emergentes. La caída en el precio del petróleo permitió la reducción de la cotización de los alimentos, afectados además por la amplia oferta global de granos así como por buenas perspectivas de las siembras de la siguiente campaña.

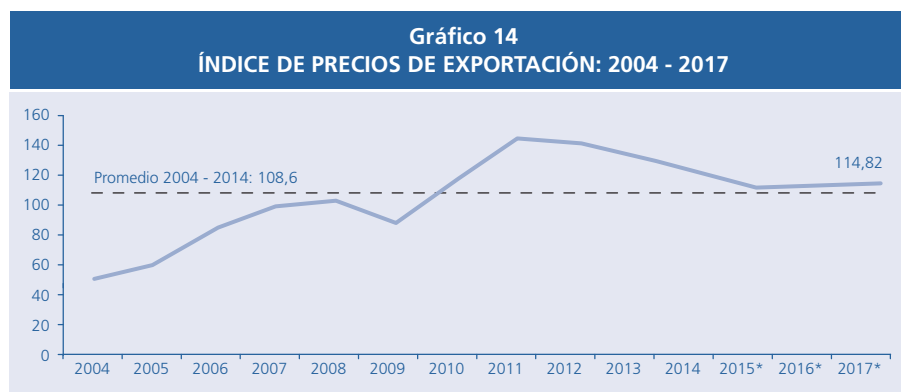
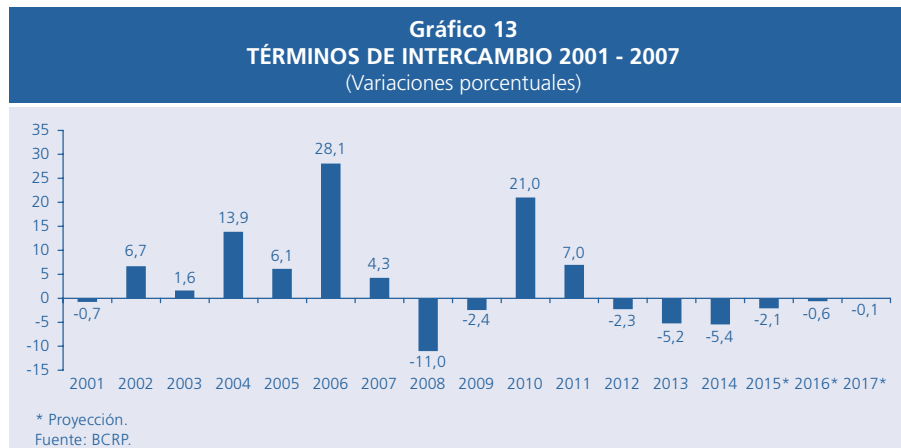
Por el lado de las exportaciones, la caída en los precios de los metales básicos se explicó principalmente por las menores perspectivas de crecimiento a nivel global, en especial de China.

Se estima que los términos de intercambio disminuirían 2,1 por ciento en 2015; para luego estabilizarse en el horizonte 2016-2017.

Cuadro 7
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2013 - 2017
(Datos promedios anuales)

	2013	2014		2015*			2016*		2017*
		I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene. 15	RI May. 15	RI Ene. 15	RI May. 15	RI May. 15
Términos de intercambio	-4,7	-10,4	-5,4	-5,6	-0,7	-2,1	-1,0	-0,6	-0,1
Precios de Exportaciones	-5,5	-11,8	-6,9	-13,6	-7,7	-9,1	0,9	1,9	0,5
Cobre (ctv US\$ por libra)	332	319	311	265	269	277	270	285	285
Zinc (ctv US\$ por libra)	87	92	98	94	98	100	99	102	102
Plomo (ctv US\$ por libra)	97	95	95	82	87	88	90	90	90
Oro (US\$ por onza)	1 411	1 294	1 266	1 218	1 210	1 205	1 210	1 200	1 200
Precios de Importaciones	-0,8	-1,6	-1,5	-8,5	-7,1	-7,2	1,9	2,5	0,6
Petróleo (US\$ por barril)	98	99	93	49	51	55	58	64	64
Trigo (US\$ por TM)	266	249	243	207	241	200	243	215	215
Maíz (US\$ por TM)	235	170	155	143	163	144	169	158	158
Aceite de Soya (US\$ por TM)	992	830	812	700	717	713	718	733	733

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



Cobre

- El precio del **cobre** se redujo 6,4 por ciento en los primeros cuatro meses de 2015, cerrando abril con una cotización promedio mensual de US\$/lb. 2,73. El cobre disminuyó rápidamente hasta alcanzar un mínimo de US\$/lb. 2,44 el 29 de enero. A partir de esa fecha, el precio del cobre recuperó parte de la caída, aunque se mantuvo en niveles por debajo de los registrados en el año previo.

Las presiones a la baja del cobre se explican por la aparición de un superávit global de oferta en los primeros meses del año, asociado básicamente a la contracción de la demanda china¹. Las señales de menor dinamismo chino se sostuvieron en la desaceleración de su PBI, en especial en el menor crecimiento de su actividad manufacturera; en la caída de sus importaciones del metal; en la contracción de su

1 El Grupo de Estudio Internacional del Cobre (ICSG por sus siglas en inglés) reportó que el uso aparente de cobre de China disminuyó 3,8 por ciento anual en enero, debido a una fuerte caída de las importaciones netas de cobre refinado.



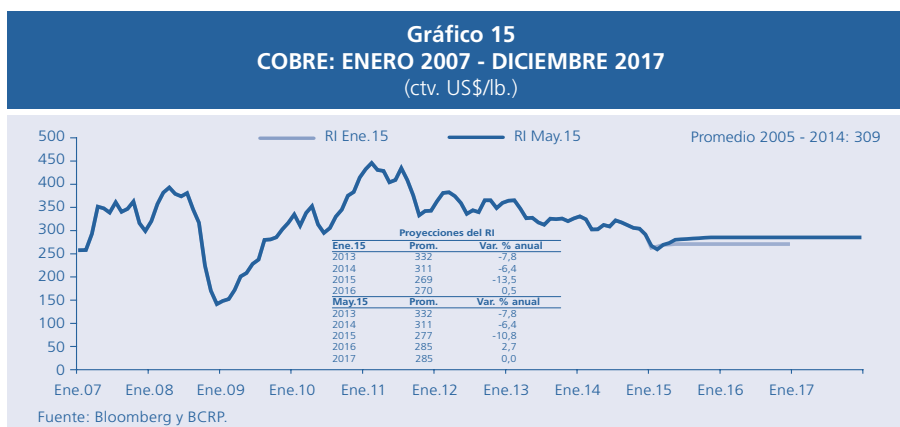


inversión en infraestructura eléctrica²; y en la desaceleración de su sector inmobiliario. La contracción en la demanda fue acompañada con un incremento importante en la producción de cobre, a pesar de los recortes no planeados en la oferta, en especial en Chile. Ello se reflejó en un incremento en los inventarios mundiales³.

Para el horizonte de proyección se estima que la demanda proveniente de China se recupere debido a medidas de estímulo que iría implementando el gobierno, en especial es clave el apoyo a la expansión del crédito para la actividad industrial. También se espera un incremento estacional de la inversión en infraestructura, en especial el crecimiento de la inversión en el sector eléctrico alcanzaría el nuevo máximo anunciado para este año.

Sin embargo, se estima también mayor disponibilidad de oferta, debido al inicio de producción de grandes proyectos a partir del segundo semestre del año (destaca la mayor producción proveniente de Las Bambas, Sentinel y Cerro Verde), que contrarrestaría el declive de la producción de minas con menores leyes.

En línea con estos desarrollos, se revisa ligeramente al alza los precios del cobre en el horizonte de proyección.



Zinc

10. A diferencia del cobre, el precio promedio del **zinc** aumentó 1,1 por ciento en los primeros cuatro meses del año, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/lb. 1,00 en abril de 2015. Sin embargo, la cotización del zinc inició el año

2 En el primer bimestre del año.

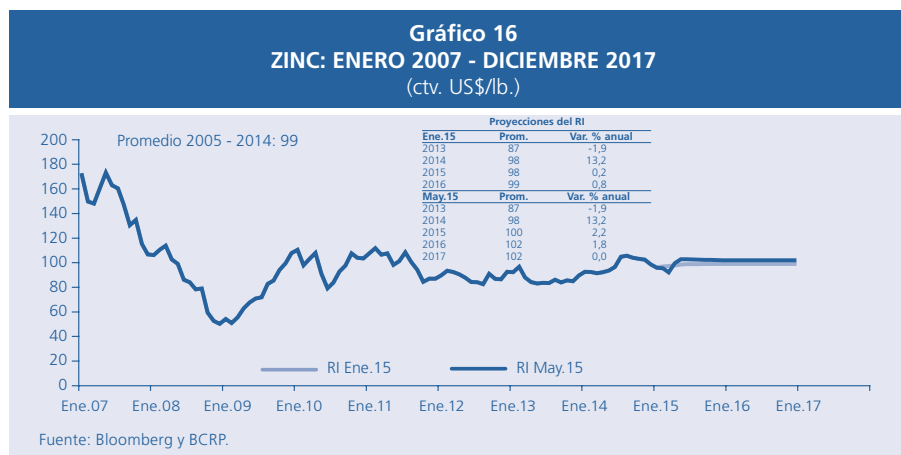
3 Los inventarios bursátiles globales aumentaron 80 por ciento en los primeros cuatro meses del año, destacando las alzas de los inventarios en las bolsas de Shanghai y LME. Según CRU, los inventarios no aduaneros en la Bolsa de Futuros de Shanghai superaron en marzo el nivel máximo histórico alcanzado en marzo de 2012.

reduciéndose hasta un mínimo de US\$/lb. 0,90 el 6 de marzo, para luego recuperarse hasta un máximo de US\$/lb. 1,07 el 30 de abril.

La recuperación del precio se sustentó en las expectativas de desaceleración del crecimiento de la oferta debido al cierre de las minas Century en Australia y Lisheen programado para el cuarto trimestre del año. Esta evolución contrasta con el superávit de oferta registrado en el primer bimestre del año⁴, como consecuencia del menor crecimiento de la demanda global, en especial la desaceleración del crecimiento de la producción de acero en China; así como del incremento en la producción de zinc refinado, principalmente en China.

Los fundamentos del mercado del zinc indican un mercado un poco más ajustado en el último trimestre del año. Se estima que la producción de zinc refinado no crecería al mismo ritmo que el crecimiento en el consumo, generando presiones al alza en el precio.

Por ello, se prevé que, en el horizonte de proyección, la cotización internacional de zinc se sitúe ligeramente por encima de los niveles estimados en el Reporte de Inflación de enero.



Oro

11. La cotización del **oro** se redujo 0,3 por ciento en los primeros cuatro meses de 2015, cerrando abril con una cotización promedio mensual de US\$/oz.tr. 1 198. Sin embargo, el precio del oro inició el año aumentando hasta un máximo de

4 El Grupo de Estudio Internacional del Zinc y el Plomo (ILZSG por sus siglas en inglés) reportaron un superávit de oferta global de 61 mil toneladas en el primer bimestre del año debido al estancamiento de la demanda mundial, en especial la contracción de la demanda china.

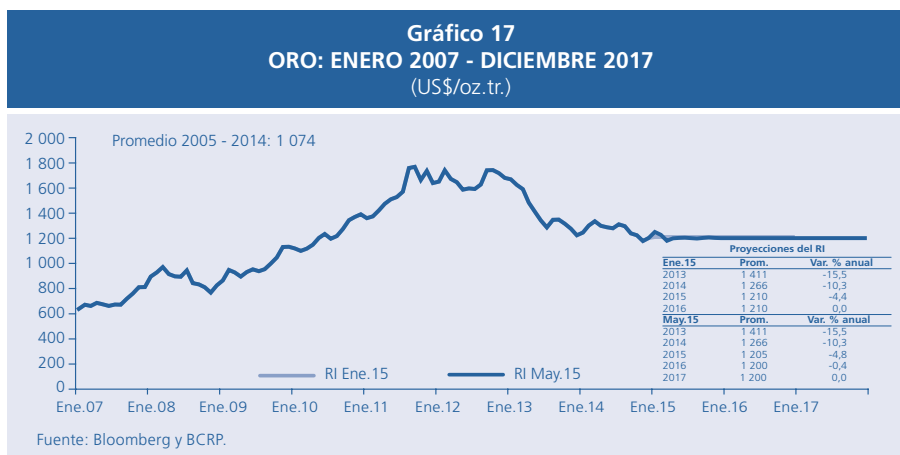




US\$/oz.tr. 1 296 el 22 de enero; para luego retomar su tendencia descendente presionado por las expectativas que la Reserva Federal inicie el proceso de alza de sus tasas de interés.

La caída del precio del oro se sustentó principalmente en el fortalecimiento de la economía de Estados Unidos y la apreciación del dólar. Ello ocasionó una contracción en la demanda física en el primer trimestre del año, en especial la demanda de inversión en monedas y barras, así como las menores compras de los bancos centrales. Adicionalmente, la demanda de joyería se contrajo por las menores compras de China. La caída en el precio fue limitada por la mayor demanda estacional de joyería en India, aunque menor a la esperada por los participantes del mercado.

En el horizonte de proyección se espera que el precio del oro se ubique ligeramente por debajo del estimado en el reporte de inflación de enero. Las señales que la Reserva Federal mantiene su decisión de aumentar su tasa de interés, y las expectativas que la economía de Estados Unidos continuará mejorando, mantendrá las presiones a la baja de precio del oro.



Petróleo

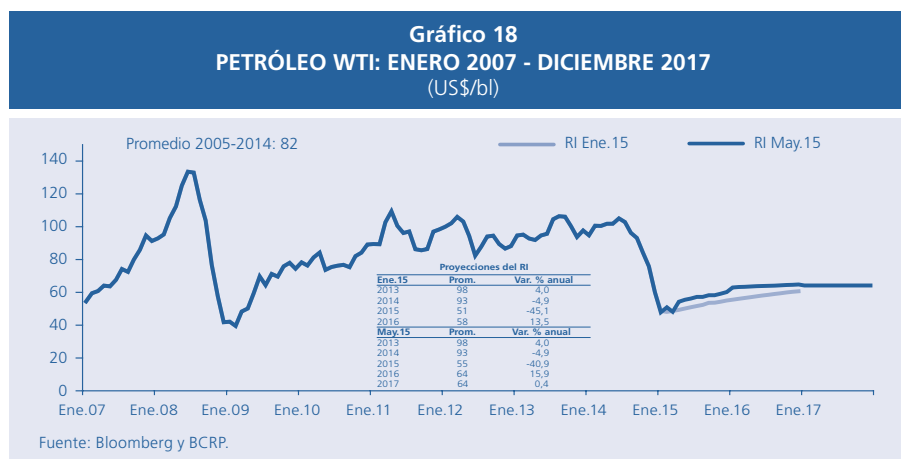
12. El precio del **petróleo** WTI se redujo 9,6 por ciento en el primer cuatrimestre de 2015, promediando una cotización mensual de US\$/bl. 54,1 en abril. Sin embargo, su evolución fue volátil durante el periodo.

Este comportamiento descendente se asoció al exceso de oferta global de crudo, en respuesta a un incremento en la oferta de los países no miembros de la OPEP, en un contexto de desaceleración de la demanda en los países de la OECD. Destacó el

incremento en la producción de Estados Unidos que alcanzó máximos no registrados desde noviembre de 1972; y que permitió que los inventarios de crudo alcanzaran niveles no vistos desde 1930. Asimismo, la producción de los países de la OPEP se mantuvo por encima de la cuota fijada, destacando la mayor producción de Arabia Saudita e Iraq.

Sin embargo, esta situación sería temporal. Diversas instituciones proyectan que el crecimiento de la oferta de crudo se desaceleraría por la reducción de la producción de crudo no convencional afectada por sus mayores costos y los bajos precios, en especial en Estados Unidos. Además, la demanda aumentaría en respuesta a la significativa caída en el precio y a las medidas de estímulo adoptadas por economías importantes como la Eurozona, Japón y China. En este contexto, se prevé que el precio del petróleo WTI se incremente durante el periodo de proyección.

Se mantienen elevados los factores de riesgo, tanto al alza, como a la baja. La probabilidad de incrementos de los precios se mantiene elevada debido a las recurrentes tensiones políticas presentes en el Medio Oriente. Por el contrario, la probabilidad de caída de los precios se asocia a la posibilidad de que la producción de Estados Unidos no se reduzca en la magnitud prevista y que la demanda global de crudo sea más inelástica de lo estimado.



Maíz

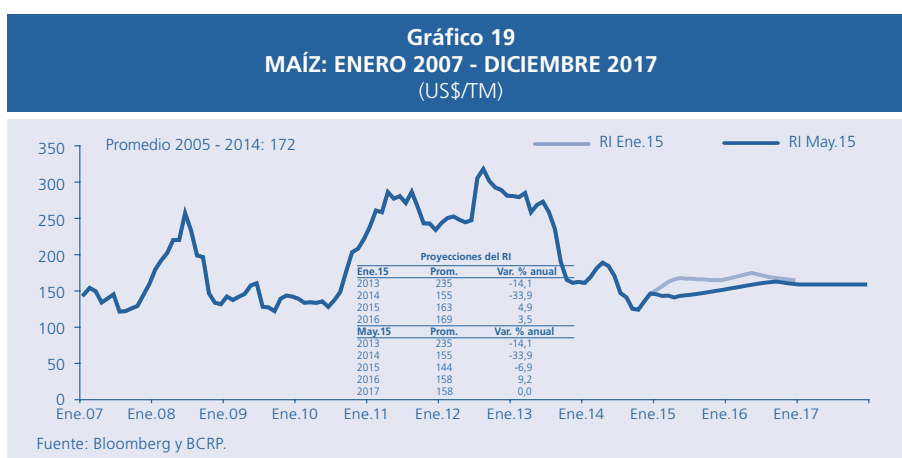
- En abril, la cotización internacional promedio del **maíz** fue de US\$/TM 139,6 menor en 3,9 por ciento al cierre promedio de diciembre 2014. Esta variación refleja, principalmente, la caída de los precios en febrero y abril (1,8 por ciento en ambos meses). El febrero, los precios se vieron afectados por la apreciación de





dólar que restó competitividad a las exportaciones estadounidense respecto a las europeas. En abril, la cotización cayó debido a la mejora del clima que favoreció el desarrollo y la siembra de los cultivos que se encontraban retrasados. Además, otros factores a la baja fueron la caída del precio del petróleo desde diciembre del año pasado y las expectativas de menor demanda avícola por el brote de gripe aviar en algunos Estados de EUA. La disminución del precio del maíz estuvo limitado por la disminución de los inventarios globales por parte de la USDA; dicha institución disminuyó sus estimados en 3,7 millones de TM entre diciembre de 2014 y abril de 2015.

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

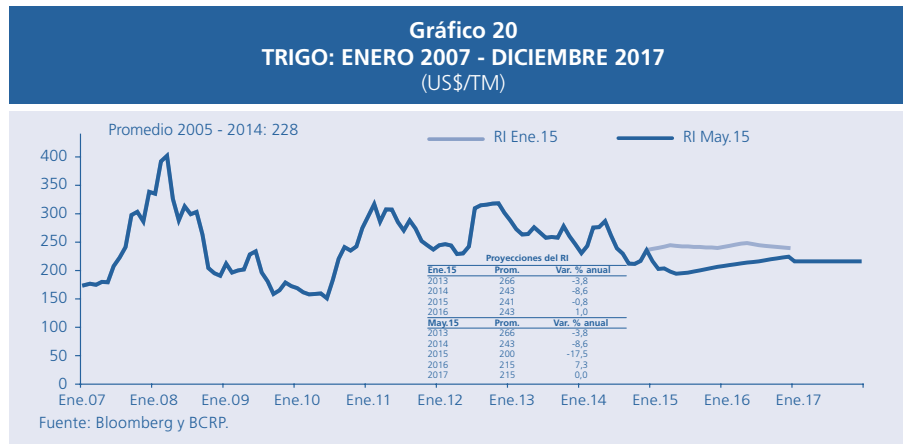


Trigo

- Al mes de abril, el precio internacional del **trigo** registró una caída de 16,2 por ciento respecto a diciembre y cerró con un nivel promedio de US\$/TM 197,0.

Los mayores retrocesos de la cotización del trigo se experimentaron durante los meses de enero y febrero (8,3 por ciento y 6,4 por ciento, respectivamente). En esta disminución de los precios del trigo influyó principalmente la apreciación que experimentó el dólar respecto al euro que restó competitividad a los exportadores estadounidenses en los mercados europeos. Otro factor, que redujo los precios del trigo a la baja fue la revisión a la baja (en TM 2,3 millones) de los inventarios finales globales de la presente campaña entre diciembre y abril.

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

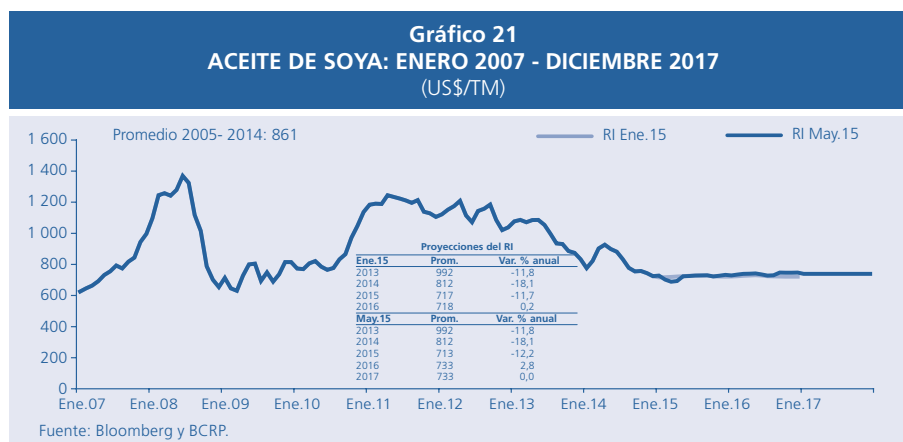


Aceite de Soya

15. La cotización promedio de abril del **aceite de soya** fue US\$/TM 685,8, nivel inferior en 4,5 por ciento al promedio del mes de diciembre 2014. Esta evolución es explicada por los retrocesos en los meses de febrero (3,6 por ciento respecto a octubre) y marzo (2,1 por ciento respecto a noviembre).

El principal factor que impulsó los precios a la baja fue la disminución de la cotización del petróleo. Además, el inicio de las cosechas récords en América del Sur agregaron presiones a la baja. En la última semana de abril, los precios del aceite de soya cayeron debido al brote de la gripe aviar en EUA que disminuyó las perspectivas de demanda para alimentación avícola. Sin embargo, se espera que en los siguientes meses la cotización se recupere en línea con la evolución prevista del petróleo.

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





II. Actividad Económica

16. Para 2015 se proyecta una recuperación del crecimiento del PBI con una tasa de 3,9 por ciento, la cual se basa en una reversión parcial de factores de oferta que afectaron el año pasado al sector primario (caída de 2,3 por ciento). La principal diferencia con la proyección del Reporte de enero (4,8 por ciento) obedece al menor dinamismo de la inversión en la primera parte del año. Esta proyección supone también una mejora de la actividad económica durante el segundo semestre, especialmente por una recuperación de la inversión en los gobiernos subnacionales, un impacto positivo por el inicio de las inversiones en infraestructura y un fortalecimiento de la confianza de los agentes económicos

PBI sectorial

17. Durante el primer trimestre de 2015 el PBI registró una leve recuperación al pasar de 1,0 por ciento en el cuarto trimestre a 1,7 por ciento. El PBI de los sectores primarios (agropecuario, pesca, minería e hidrocarburos y manufactura primaria) pasó de una caída de -7,3 por ciento en el cuarto trimestre a una tasa de 0,6 por ciento. Sin embargo, el PBI no primario continuó desacelerándose en el primer trimestre al pasar de 3,2 por ciento a 2,0 por ciento.

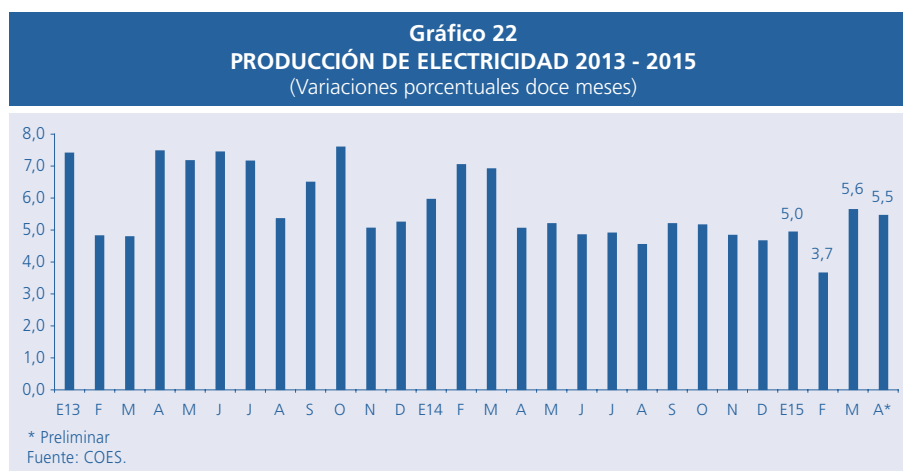
Cuadro 8
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
Agropecuario	1,3	1,4	0,4	2,6	1,6	3,5	4,4	3,8
Agrícola	0,5	0,2	-2,6	2,3	0,3	3,8	5,1	4,0
Pecuaria	4,6	3,3	4,4	3,0	3,6	3,2	3,4	3,6
Pesca	-4,8	-27,9	-9,2	17,2	17,2	18,1	17,8	13,5
Minería e hidrocarburos	5,0	-0,8	4,1	5,6	4,2	10,5	11,6	14,8
Minería metálica	5,6	-2,1	6,6	6,3	6,8	12,1	11,9	17,8
Hidrocarburos	3,0	4,0	-4,2	3,2	-5,2	5,0	10,6	1,9
Manufactura	4,1	-3,3	-5,2	3,7	2,3	4,7	4,1	4,9
Recursos primarios	8,5	-9,7	-11,1	5,4	6,4	5,5	4,2	8,4
Manufactura no primaria	2,7	-1,0	-3,1	3,2	1,3	4,5	4,0	4,0
Electricidad y agua	5,7	4,9	4,6	5,3	5,1	6,1	6,0	6,0
Construcción	5,2	1,7	-6,8	5,7	1,9	7,0	5,0	5,0
Comercio	5,2	4,4	3,6	4,9	4,4	5,5	4,4	4,4
Servicios	5,8	4,9	4,1	4,9	4,5	5,5	4,4	4,4
PRODUCTO BRUTO INTERNO	5,0	2,4	1,7	4,8	3,9	6,0	5,3	5,8
Nota:								
PBI primario	4,4	-2,3	0,6	5,0	4,1	8,2	8,8	11,2
PBI no primario	5,2	3,6	2,0	4,7	3,8	5,5	4,5	4,4

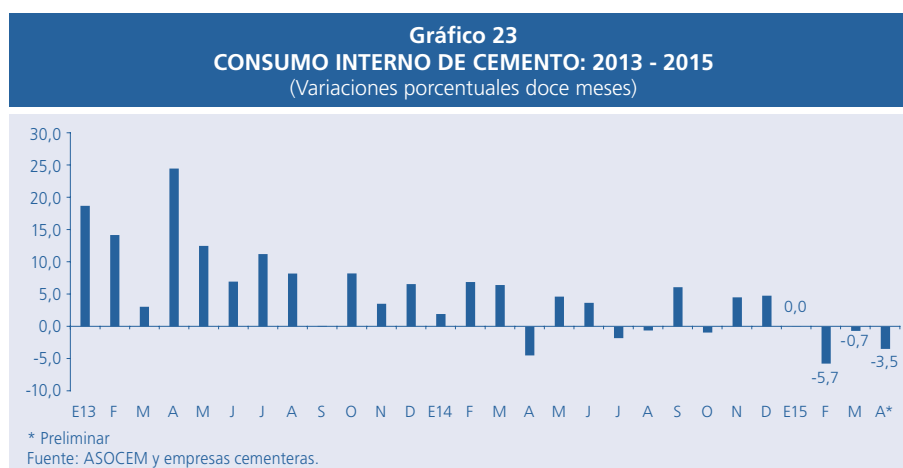
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Los sectores que mostraron una menor producción en el primer trimestre fueron pesca (-9,2 por ciento), hidrocarburos (-4,2 por ciento), manufactura primaria (-11,1 por ciento), manufactura no primaria (-3,1 por ciento) y construcción (-6,8 por ciento). Los orígenes de estas caídas fueron los choques climáticos que afectaron a los sectores primarios y la menor inversión privada que afectó a la construcción y a la manufactura no primaria. A su vez, la manufactura no primaria se vio afectada por el impacto negativo de una menor demanda externa de confecciones.

18. Los indicadores de corto plazo durante los primeros meses del año muestran resultados mixtos. Por un lado, la producción de electricidad muestra cierta mejora en los meses de marzo y abril, siendo la tasa del mes de marzo (5,6 por ciento) la más alta observada en los últimos 12 meses.

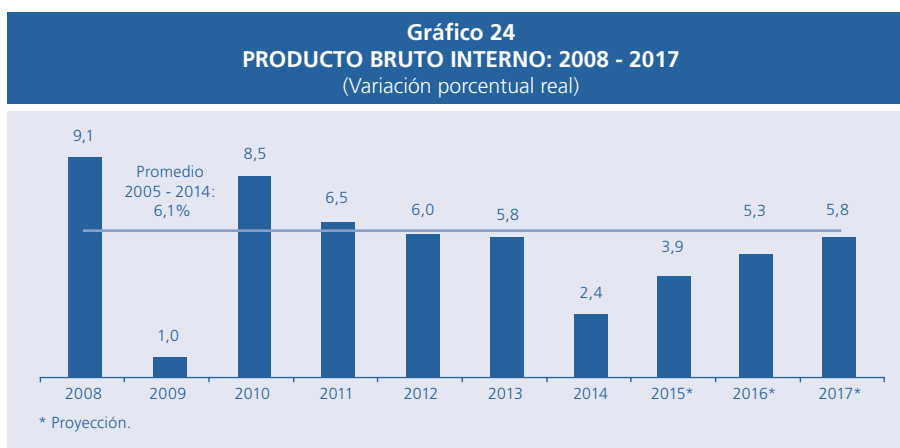


En contraste, el consumo interno de cemento presentó una caída de 1,5 por ciento en el primer trimestre, principalmente por un menor dinamismo del sector en las zonas norte y sur del país.





19. En el presente Reporte de Inflación se revisa a la baja la proyección del crecimiento del PBI para 2015, de 4,8 a 3,9 por ciento; y para 2016, de 6,0 a 5,3 por ciento. Las revisiones a la baja por sectores son: en el agropecuario de 2,6 a 1,6 por ciento por el impacto negativo del clima en cultivos como la papa; en hidrocarburos de 3,2 a -5,2 por ciento debido a una menor producción de líquidos de gas natural y petróleo; en manufactura no primaria de 3,2 a 1,3 por ciento por efecto del menor crecimiento de la inversión y el bajo dinamismo de las exportaciones no tradicionales; y en construcción de 5,7 a 1,9 por ciento a causa de la menor inversión.



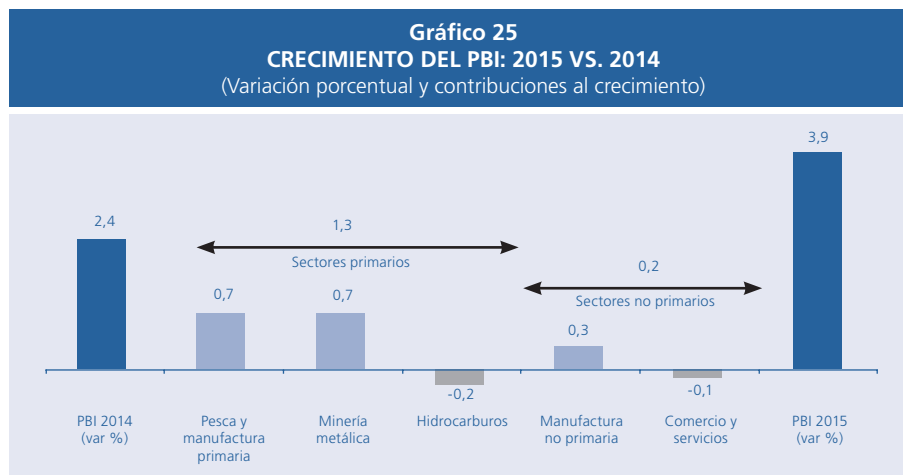
20. La proyección de los sectores primarios para 2015 muestra una reversión parcial de los choques de oferta que afectaron el año 2014, pues considera un impacto moderado del Fenómeno del Niño sobre la agricultura y una recuperación de los sectores pesca y manufactura primaria gracias a la mejora en la captura de anchoveta durante el primer semestre del año. Por su parte, el mayor crecimiento de la minería metálica estaría sustentado en una mayor producción de cobre, gracias al mayor crecimiento de Toromocho, la recuperación de leyes de Antamina, la culminación de trabajos para ampliación de Cerro Verde y el inicio de operaciones del proyecto Constancia.

Cuadro 9
PROYECCIÓN DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO PARA 2015
(Variaciones porcentuales)

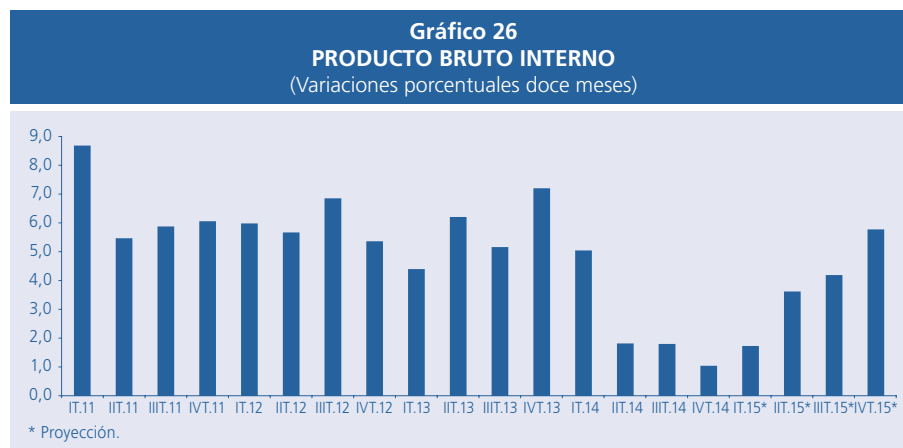
	2014	2015*
Choques asociados a factores de oferta		
Arroz	-5,6	3,5
Anchoveta	-52,6	55,2
Harina y aceite de pescado	-63,0	60,0
Oro	-10,4	-3,9
Cobre	0,7	10,3
Zinc	-2,4	6,9

* Proyección.

La reversión gradual de los choques de oferta en 2015 se traduciría en un crecimiento del PBI primario de 4,1 por ciento (frente a -2,3 en 2014), contribuyendo así con 1,3 puntos porcentuales al crecimiento del PBI. Por su parte, se estima que el PBI no primario crecería 3,8 por ciento, tasa ligeramente superior a la observada en 2014, como consecuencia de una mayor producción de la manufactura no primaria.



21. Se proyecta que a lo largo del año 2015 se recuperaría gradualmente el dinamismo de la actividad económica consistente con la reversión de los efectos negativos de los choques de oferta y la recuperación de la inversión pública y de la inversión privada vinculada a proyectos de Asociación Público Privada.



22. Por el lado sectorial, el mayor crecimiento del producto de 2015 (3,9 por ciento), en contraposición al resultado de 2014 (2,4 por ciento), estaría asociado a la recuperación de los sectores primarios, específicamente minería metálica, manufactura primaria y pesca. El crecimiento de la minería metálica se explicaría principalmente por una mayor producción de cobre, mientras que la manufactura





de procesadores primarios se recuperaría por una mayor producción de harina y aceite de pescado, fruto de la recuperación del sector pesca al incrementarse la captura de anchoveta.

- a) Para el año 2015 se revisa la proyección a la baja del **sector agropecuario** (de 2,6 por ciento en el Reporte de Inflación de enero a 1,6 por ciento), debido a los efectos esperados del Fenómeno del Niño sobre la floración de algunos productos para la exportación, como el caso del mango, y además sobre el cultivo de la papa en la costa central. Asimismo, la menor producción de uva y la aceituna en el año, también contribuirían al reajuste. Sin embargo, para 2016 y 2017 se espera que el sector crezca 4,4 y 3,8 por ciento, respectivamente, ante una normalización de las condiciones climáticas.
- b) A pesar del resultado del **sector pesca** para el primer trimestre del año, se mantiene la proyección de crecimiento del sector para el año 2015 del Reporte de Inflación anterior (17,2 por ciento), debido a que se espera una fuerte recuperación en la extracción de anchoveta durante el segundo trimestre del año. Específicamente, para la primera temporada de pesca de 2015, que se inició el 9 de abril, se fijó una cuota de captura de anchoveta de 2,58 millones de toneladas, similar a la cuota fijada para la primera temporada de 2014 (2,53 millones de toneladas). Sin embargo, a diferencia de los resultados observados el año anterior, para 2015 se espera un porcentaje de captura del 100 por ciento de la cuota frente al 68 por ciento de extracción observado durante 2014.

De acuerdo con el ritmo de captura observado durante el mes de abril (con un promedio de 56 mil toneladas de captura por día), la extracción total de la cuota se alcanzaría a inicios de junio. Ello se debería a que las empresas han optado por adelantar sus planes de extracción de anchoveta en previsión al arribo de Ondas Kelvin cálidas sobre las costas peruanas, las cuales podrían provocar una alteración de las condiciones ambientales.

Para los años 2016 y 2017 se espera que el sector muestre altas tasas de crecimiento (17,8 y 13,5 por ciento, respectivamente), considerando la disipación gradual de las anomalías climáticas que afectaron al sector en los años 2013 y 2014.

- c) Durante el primer trimestre de 2015 el **subsector minería metálica** creció 4,1 por ciento, 0,9 puntos porcentuales menos que en el primer trimestre del año anterior (5,0 por ciento). Ello obedeció a una caída en el crecimiento de la producción de cobre (de 18,2 por ciento a un crecimiento nulo) por una menor producción de Antamina y Cerro Verde.

No obstante, el crecimiento de este subsector para el año 2015 se revisa al alza, de 6,3 por ciento en el Reporte de Inflación de enero a 6,8 por ciento en el presente Reporte por una menor caída en la producción de oro (de -5,4 por ciento a -3,9 por ciento).

Para 2016 y 2017, el crecimiento de la minería metálica (11,9 y 17,8 por ciento, respectivamente) se aceleraría por un fuerte incremento en la producción de cobre (25,2 por ciento y 25,4 por ciento, respectivamente).

La **producción de oro** durante el primer trimestre de 2015 creció 5,3 por ciento resultado superior a lo obtenido en el mismo periodo del año anterior (-7,6 por ciento). Este crecimiento se debería a una mayor producción de Barrick (24,0 por ciento) por las mejoras realizadas en el proceso de lixiviación de la unidad minera Lagunas Norte, y de Yanacocha (11,6 por ciento) por mejoras en las leyes del mineral. Para el año 2015, a pesar de que aún se proyecta una caída en la producción de oro, se estaría revisando la proyección al alza (de -5,4 a -3,9 por ciento), por las mejoras realizadas por Barrick en su unidad minera Lagunas Norte.

Para 2016 se revisa la proyección ligeramente al alza (de -8,6 a -7,8 por ciento), ya que la menor producción proyectada de Yanacocha para 2015 en el presente reporte estaría ocasionando un efecto base en la proyección para 2016. En el caso de 2017, se espera que la entrada en operación de los proyectos mineros Ollachea y San Gabriel, así como el crecimiento en la producción de los proyectos Shahuindo e Invicta, que comenzarían durante 2016, compense la caída en la producción de Yanacocha (por el proceso gradual de cierre de la mina), ello resultaría en una menor caída de la producción de oro con respecto a los años anteriores (-1,0 por ciento).

La **producción de cobre** durante el primer trimestre de 2015 se mantuvo constante, a diferencia del crecimiento de 18,2 por ciento observado en el mismo periodo del año anterior. Este menor crecimiento se debió a una caída en la producción de Antamina y Cerro Verde por menores leyes. Ello se vio compensado por el mayor crecimiento de Toromocho luego del inicio gradual de sus operaciones durante 2014, y la entrada en operación de Constanca.

Estos dos últimos proyectos sustentarían el crecimiento del cobre para el año 2015 (10,3 por ciento), que a pesar de ello habría sido revisado ligeramente a la baja con respecto al reporte de inflación anterior. La revisión se debería a la menor producción de Cerro Verde y Milpo.

Para el año 2016, se revisa la proyección al alza de 23,8 a 25,2 por ciento gracias al crecimiento en la producción de El Brocal (que alcanzaría su capacidad máxima de producción luego de la ampliación) y a la recuperación de leyes de Antamina.





Para 2017, se espera un crecimiento de la producción de cobre de 25,4 por ciento, debido al crecimiento de la producción del proyecto Las Bambas (que comenzaría operaciones a mediados de 2016), al inicio de operaciones de la ampliación de Toquepala, y a que la ampliación Cerro Verde alcanzaría su máximo nivel de producción.

La **producción de zinc** durante el primer trimestre de 2015 creció 18,3 por ciento, frente a una caída de -12,1 por ciento durante el mismo periodo del año anterior. Este mejor resultado se debió a la recuperación de las leyes de Antamina, al inicio de operaciones de la ampliación de El Brocal durante el mes de marzo (que habría permitido a la empresa contar con una planta dedicada exclusivamente a la producción zinc y plomo), y a una mayor producción de Milpo. En cuanto a la proyección del año, se habría revisado a la baja de 7,3 por ciento a 6,9 por ciento, debido a que la recuperación de las leyes de Antamina sería más gradual que lo contemplado en el Reporte de Inflación anterior.

Para 2016, la proyección de incremento de producción de zinc se mantiene en 2,9 por ciento. En 2017 se espera un crecimiento de 1,9 por ciento sustentado en una mayor producción de Milpo, Santander (Trevali) y El Brocal.

Cuadro 10 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)				
	2014	2015*	2016*	2017*
Oro	-10,4	-3,9	-7,8	-1,0
Cobre	0,7	10,3	25,2	25,4
Zinc	-2,4	6,9	2,9	1,9

* Proyección.

- d) La producción del **subsector hidrocarburos** durante el primer trimestre de 2015 se redujo 4,2 por ciento, en comparación al incremento de 3,0 por ciento observado en el mismo periodo del año anterior. Ello se debió a un cambio en la estrategia de negocios de las empresas petroleras, que en aras de mantener sus márgenes ante los menores precios internacionales del crudo, habrían optado por modificar sus planes de producción e inversión.

El reajuste de cifras de hidrocarburos también considera eventos no previstos durante los primeros meses del año como la menor producción de petróleo en el Lote 1-AB de Pluspetrol debido a la suspensión de sus actividades por la presencia de conflictos sociales. Asimismo, la producción de líquidos de gas natural de los lotes 88 y 56 de Pluspetrol fue afectada por una ruptura en el ducto de transporte (cuya reparación tardó 6 días) y por trabajos de mantenimiento realizados en abril, que se prolongaron por 15 días.

Así, se revisa a la baja el crecimiento del subsector para 2015, el cual caería 5,3 por ciento, en contraste al crecimiento de 3,2 por ciento estimado en enero. Sin embargo, se espera que la situación actual se revierta en los próximos años, básicamente por una mayor producción de gas natural del Lote 88 de Pluspetrol, considerando la ampliación de la capacidad de transporte del gasoducto. Por ello, se observarían tasas positivas de crecimiento de 10,6 y 1,9 por ciento en los años 2016 y 2017, respectivamente.

- e) La **producción manufacturera** disminuyó 5,2 por ciento en el primer trimestre de 2015. En particular, durante este periodo la producción de manufactura primaria disminuyó 11,1 por ciento, por una menor refinación de metales no ferrosos (ánodos y cátodos de cobre) de Cerro Verde; y menor producción de harina y aceite de pescado. La manufactura no primaria disminuyó 3,1 por ciento en el primer trimestre de 2015, en contraste con el crecimiento de 2,7 por ciento observado en el mismo periodo del año anterior. Los rubros que más contribuyen a la caída son alimentos y bebidas, industria de papel e imprenta y productos químicos.

Para el año 2015 el crecimiento del sector se revisa a la baja, pasando de 3,7 por ciento en el Reporte de enero a 2,3 por ciento. Sin embargo, para los siguientes años se espera una recuperación de la manufactura no primaria, en línea con la recuperación de la actividad económica. Así, se espera un crecimiento de la producción del sector manufactura de 4,1 y 4,9 por ciento para 2016 y 2017, respectivamente.

- f) La proyección de crecimiento del **sector construcción** para 2015 se redujo de 5,7 por ciento a 1,9 por ciento, asociado principalmente a un menor ritmo de ejecución de la inversión pública durante 2015, así como por una menor ejecución de proyectos durante el primer trimestre del año.
23. Hacia 2016 se revisa a la baja la proyección de crecimiento de 6,0 por ciento en el Reporte de enero a 5,3 por ciento en el presente reporte. El menor crecimiento proyectado a partir de 2016 considera un ajuste más gradual de las actividades no primarias respecto a lo contemplado en el Reporte de enero. Esta revisión asume una disminución del impulso fiscal, un menor dinamismo de la actividad económica global y un entorno en el que las expectativas de los agentes se recuperarían con mayor lentitud.

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

Para 2017, se espera un crecimiento del PBI de 5,8 por ciento impulsado, al igual que el año anterior, por el incremento de la producción de cobre. Los principales motores





de este crecimiento serían el incremento de la producción del proyecto Las Bambas, las ampliaciones de Toquepala y Cerro Verde.

PBI gasto

24. Por el lado del escenario externo aún persiste un entorno de deterioro de términos de intercambio y desaceleración de la economía mundial. Por otro lado, en el ámbito interno, la lenta caída de la inversión pública asociada a la gestión de algunos gobiernos subnacionales, el estado de algunos conflictos sociales, y la demora en el inicio de algunos mega proyectos siguen afectando las expectativas de los agentes económicos y con ello el ritmo de crecimiento de la inversión privada.

La proyección de crecimiento del año 2015 sería de 3,9 por ciento, lo que supone una recuperación frente al crecimiento de 2014 (2,4 por ciento). Un primer pilar de este escenario de mayor crecimiento es la reversión parcial de los choques de oferta (anomalías climáticas y menores leyes de minerales), que conllevaron a la mayor caída del PBI primario (-2,3 por ciento) desde 1992. Un segundo pilar de la recuperación de la actividad económica es el crecimiento de la inversión privada, lo que supone la ejecución oportuna del plan de inversión de concesiones en infraestructura y de acciones tendientes a reducir las trabas a la inversión. El tercer pilar es la recuperación significativa de la inversión pública, en particular de los gobiernos subnacionales. Reflejo de la recuperación prevista de la inversión privada y pública, se estima un crecimiento de la demanda interna de 3,8 por ciento en 2015, 0,9 puntos porcentuales menor a lo esperado en el Reporte previo, pero mayor al 2,2 por ciento observado en 2014.

Cuadro 11
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trim	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May. 15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
I. Demanda interna	3,5	2,2	2,8	4,7	3,8	5,2	4,4	4,6
1. Gasto privado	2,6	1,9	3,8	3,9	3,2	4,7	4,3	4,7
Consumo	5,2	4,1	3,6	4,5	3,7	4,8	4,1	4,3
Inversión privada fija	0,6	-1,6	-3,9	3,0	1,0	5,2	4,4	5,4
Variación de existencias**	0,2	0,6	2,0	1,4	0,7	1,2	0,8	0,9
2. Gasto público	8,5	3,4	-2,6	8,3	7,0	7,9	5,0	4,4
Consumo	9,1	6,4	5,0	6,6	8,3	6,0	4,0	4,0
Inversión	6,6	-2,4	-26,5	12,0	4,0	11,6	7,2	5,0
II. Demanda Externa Neta								
1. Exportaciones	5,0	-1,0	-3,1	3,4	1,7	9,4	8,4	9,4
2. Importaciones	-0,7	-1,5	1,4	2,9	1,5	5,9	4,5	4,6
III. PBI	5,0	2,4	1,7	4,8	3,9	6,0	5,3	5,8

* Proyección.

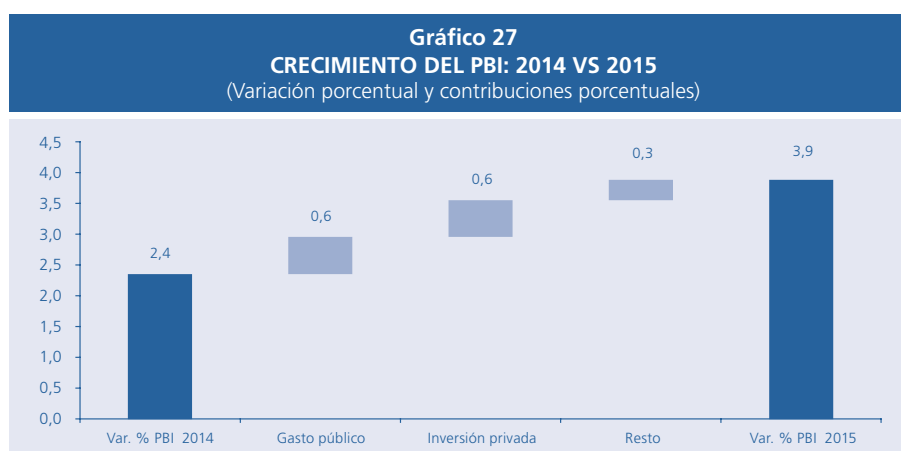
** Porcentaje del PBI.

RI: Reporte de Inflación.

Cuadro 12 DEMANDA INTERNA Y PBI (Contribuciones a la variación porcentual real)								
	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
I. Demanda interna	3,6	2,2	2,9	4,8	3,9	5,3	4,5	4,7
1. Gasto privado	2,3	1,6	3,3	3,4	2,7	3,9	3,6	3,9
Consumo	3,3	2,5	2,3	2,8	2,3	3,0	2,6	2,6
Inversión privada fija	0,1	-0,4	-0,9	0,6	0,2	1,1	0,9	1,1
Variación de existencias	-1,1	-0,5	1,9	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,1
2. Gasto público	1,2	0,6	-0,4	1,4	1,2	1,4	0,9	0,8
Consumo	1,0	0,7	0,6	0,8	1,0	0,7	0,5	0,5
Inversión	0,2	-0,1	-1,0	0,6	0,2	0,7	0,4	0,3
II. Demanda Externa Neta								
1. Exportaciones	1,3	-0,3	-0,8	0,8	0,4	2,2	2,0	2,4
2. Importaciones	-0,2	-0,4	0,4	0,8	0,4	1,5	1,2	1,2
III. PBI	5,0	2,4	1,7	4,8	3,9	6,0	5,3	5,8

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

25. Asimismo, los montos de proyectos anunciados y otorgados en concesión significaran una tasa de crecimiento positiva de la inversión privada, revirtiendo la caída observada en 2014. Para 2016 y 2017, se espera una recuperación gradual del PBI con tasas de crecimiento de 5,3 y 5,8 por ciento respectivamente, consistente con un crecimiento sostenido en la producción minera, una mayor inversión en infraestructura y una recuperación de la demanda interna.

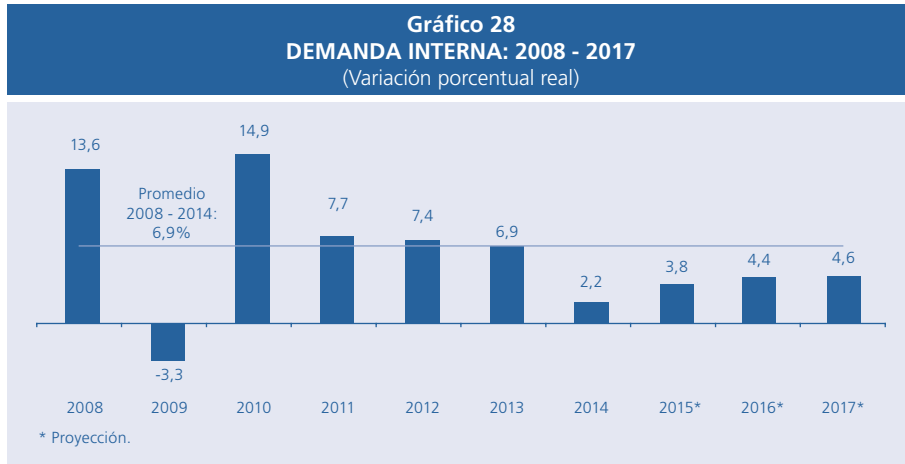


26. Para 2016 y 2017 se espera una recuperación gradual del crecimiento de la demanda interna, con un crecimiento de 4,4 y 4,6 por ciento respectivamente,



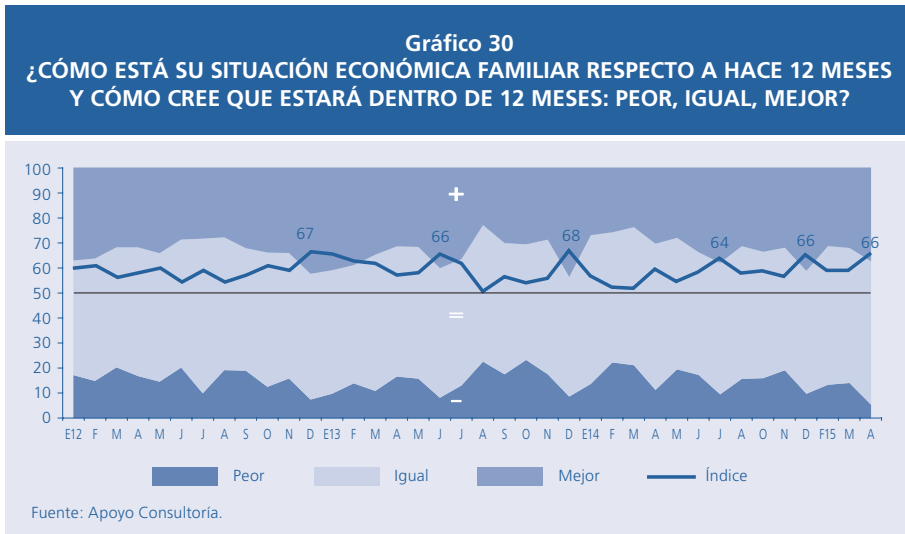


considerando el impulso que tendría la inversión privada asociado a los anuncios de proyectos de inversión privada y a los proyectos entregados en concesión.

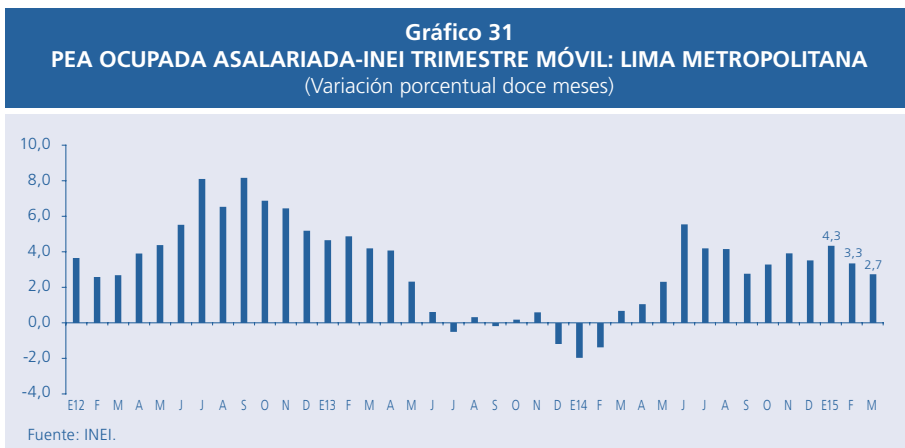


A continuación se presentan algunos indicadores que reflejan la evolución reciente del consumo privado:

- a. El Índice de Confianza del Consumidor tuvo un nivel optimista de 66 puntos en abril de 2015, mayor al registrado en abril del año anterior (60 puntos). En el periodo enero-abril, este indicador registró en promedio 61 puntos, mayor a lo registrado en el mismo periodo del año 2014 (54 puntos).

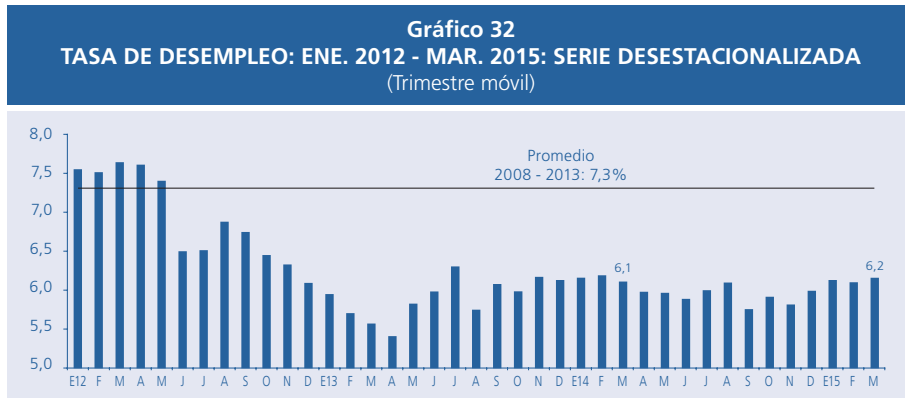


- b. Los datos del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) muestran que el crecimiento de la población ocupada asalariada durante el primer trimestre fue 3,5 por ciento, mayor al registrado en el año anterior.

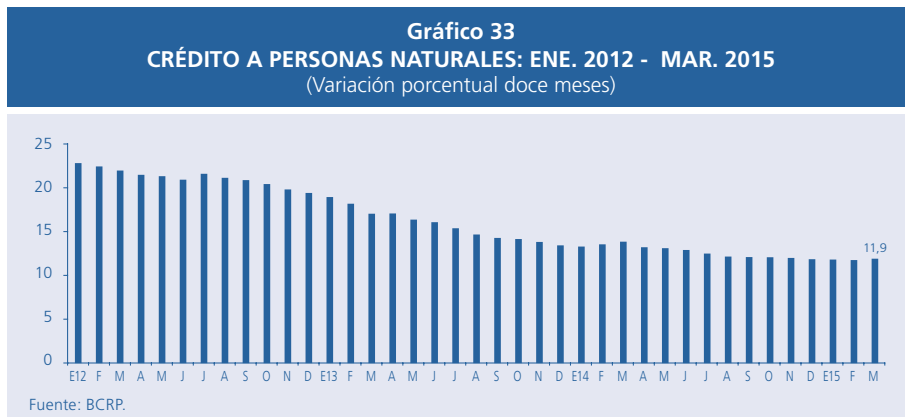


- c. La tasa de desempleo, indicador que refleja la parte de la población activa que busca empleo sin éxito, alcanzó un valor de 7,0 por ciento durante el primer trimestre de 2015, ligeramente mayor al 6,9 por ciento observado en 2014. En el primer trimestre de 2015 el número de personas desocupadas creció 1,3 por ciento, mientras que la Población Económicamente Activa (PEA) creció 0,2 por ciento.





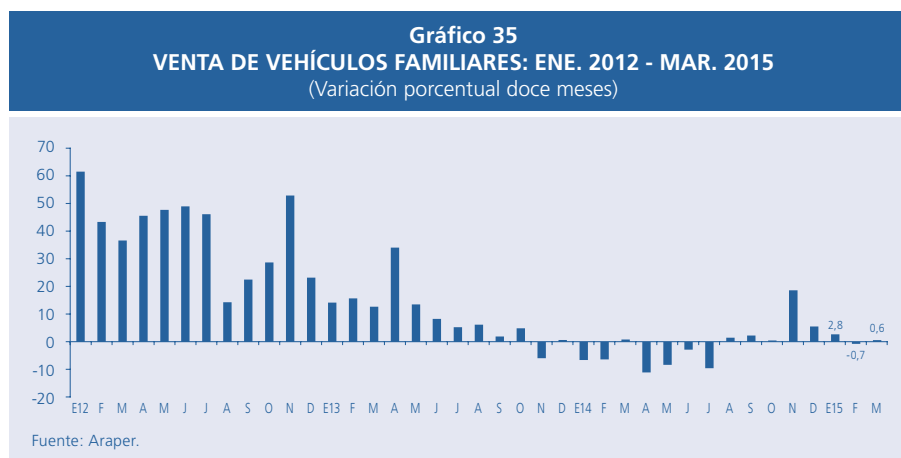
- d. El crecimiento del crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, continúa con un ritmo moderado. La tasa de crecimiento fue 11,9 por ciento en marzo de 2015. Durante el primer trimestre del año el crecimiento fue 12 por ciento, menor al registrado en 2014 (14 por ciento).



- e. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero acumuló una caída de 4,2 por ciento entre enero y abril del año.



- f. Las ventas de autos familiares nuevos registraron un aumento de 0,9 por ciento en el primer trimestre, luego de registrar una tasa negativa durante el año 2014.



- g. Después de crecer 2,2 por ciento en 2014, se prevé que el ingreso nacional disponible crezca 3,5 por ciento en 2015. Para 2016 y 2017 se proyecta que el ingreso nacional disponible crecería 5,0 y 6,2 por ciento respectivamente, en línea con la recuperación prevista del producto.

Cuadro 13
INGRESO NACIONAL DISPONIBLE
(Variaciones porcentuales reales)

	2014		2015*		2016*		2017*	
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
1. Producto Bruto Interno	5,0	2,4	1,7	4,8	3,9	6,0	5,3	5,8
2. Producto Nacional Bruto	6,6	3,1	3,0	5,3	4,5	6,3	5,3	6,4
3. Ingreso Nacional Bruto	3,4	1,7	1,6	5,1	4,0	6,1	5,1	6,3
4. Ingreso Nacional Disponible ^{1/}	3,7	2,2	1,4	4,5	3,5	6,0	5,0	6,2

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

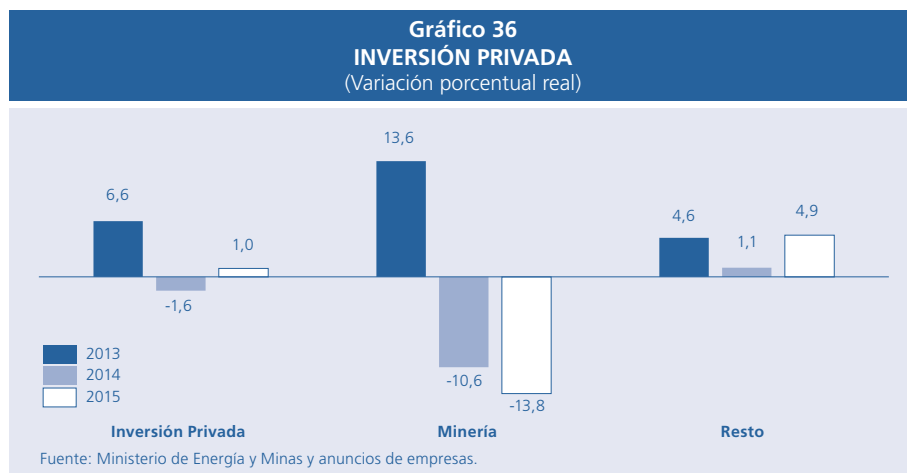
Considerando estos indicadores, la proyección del crecimiento del consumo privado para el año 2015 se ha revisado de 4,5 por ciento a 3,7 por ciento. Para los años siguientes se espera un aumento gradual de su tasa de crecimiento, en línea con la evolución prevista del ingreso.

27. Para 2015 se ha revisado a la baja la proyección del crecimiento de la inversión del sector privado, a 1,0 por ciento, principalmente por retrasos de algunos proyectos en el sector minero como Zafranal, Haquira y Los Chancas. Asimismo, se prevé





una menor inversión en el sector hidrocarburos como consecuencia de la caída del precio del petróleo y retrasos en proyectos de energía. Por otro lado, la disipación de los choques de oferta, que afectará el dinamismo de la mayoría de los sectores primarios, y la caída de los términos de intercambio, también afectarán la evolución de la inversión privada. Por otro lado, las expectativas de los inversionistas se han mantenido en el tramo optimista, pero aún en niveles menores respecto a años previos.



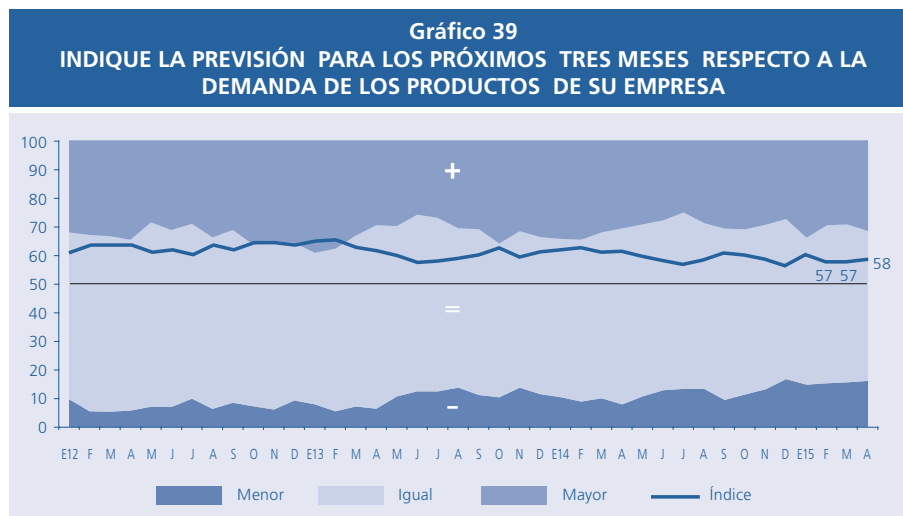
Para 2016 y 2017 se prevé una recuperación de la inversión privada, con tasas de crecimiento de 4,4 y 5,4 por ciento respectivamente. Esta recuperación está asociada al impulso que tendrán los proyectos de inversión anunciados y los otorgados en concesión. De esta manera, la inversión bruta fija total, que incluye a los sectores privado y público, pasaría de 26,7 por ciento del PBI en 2015 a 26,6 por ciento en 2016 y 26,5 por ciento en 2017.





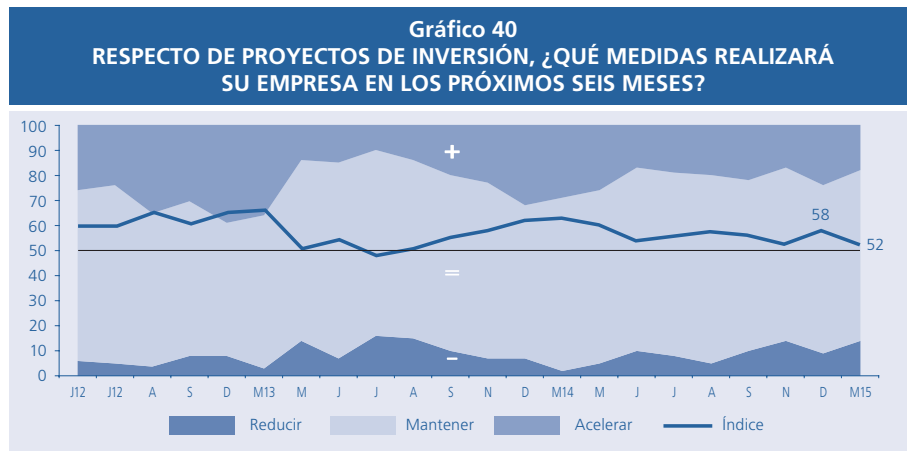
28. A continuación se presentan algunos indicadores que sustentan la evolución de la inversión privada:

- a. Las expectativas de demanda a tres meses de las empresas se mantienen en el tramo optimista y alcanzan 58 puntos en abril. Este indicador registró 58 puntos en promedio durante el periodo enero-abril de 2015, menor en 4 puntos con respecto al observado durante el mismo periodo del año previo.

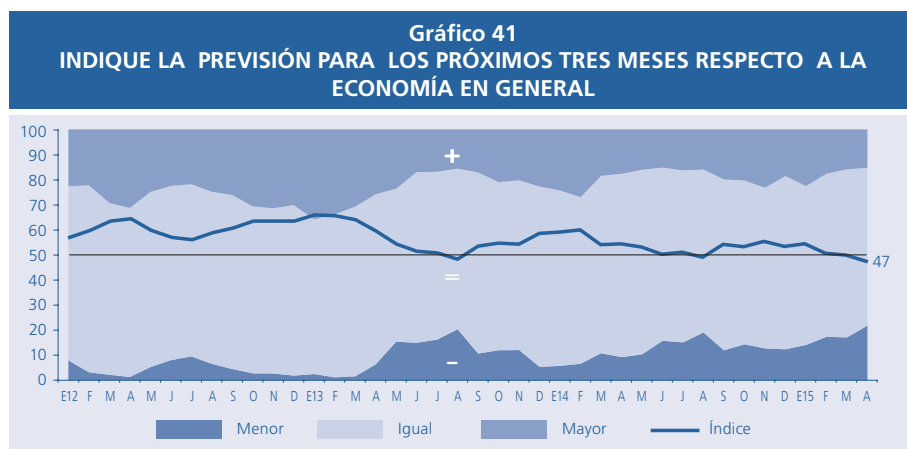


- b. El indicador de expectativas de inversión a 6 meses continuó manteniéndose en el tramo optimista alcanzando 52 puntos en marzo, nivel menor a lo registrado en diciembre de 2014.

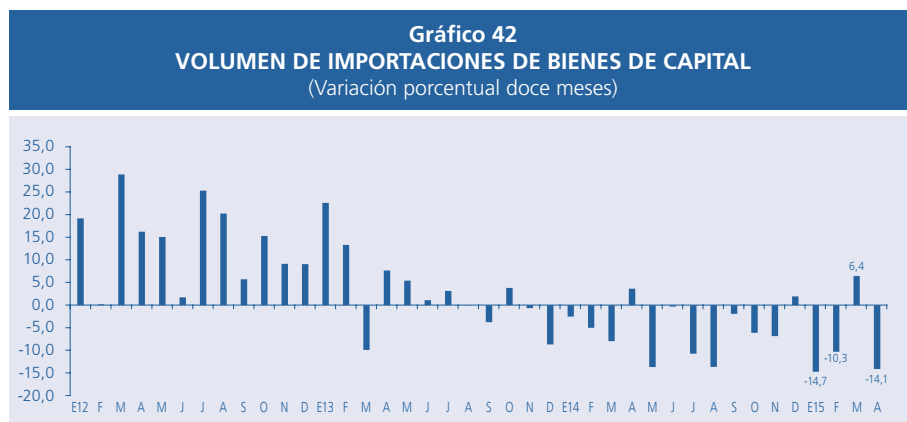




- c. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses fue de 47 puntos en abril.



- d. El volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión, disminuyó 14,1 por ciento en abril de 2015, tasa que contrasta con la registrada en abril del año previo (3,6 por ciento).



- e. La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI revela ajustes a la baja para el año 2015. Así, en el caso del sistema financiero se registra una revisión de 4,5 a 3,0 por ciento entre enero y mayo de 2015; para los analistas económicos de 4,5 a 3,1 por ciento, y entre los representantes de empresas no financieras de 4,5 a 3,5 por ciento.

Cuadro 14			
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI			
<i>(Variaciones porcentuales)</i>			
	Expectativas del:		
	RI Oct. 14	RI Ene. 15	RI May.15
Sistema Financiero			
2015	5,0	4,5	3,0
2016	5,5	5,0	4,0
2017			4,8
Analistas Económicos			
2015	5,3	4,5	3,1
2016	5,5	5,2	4,2
2017			5,0
Empresas No Financieras			
2015	5,0	4,5	3,5
2016	5,2	5,0	4,0
2017			4,5

RI: Reporte de Inflación.

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

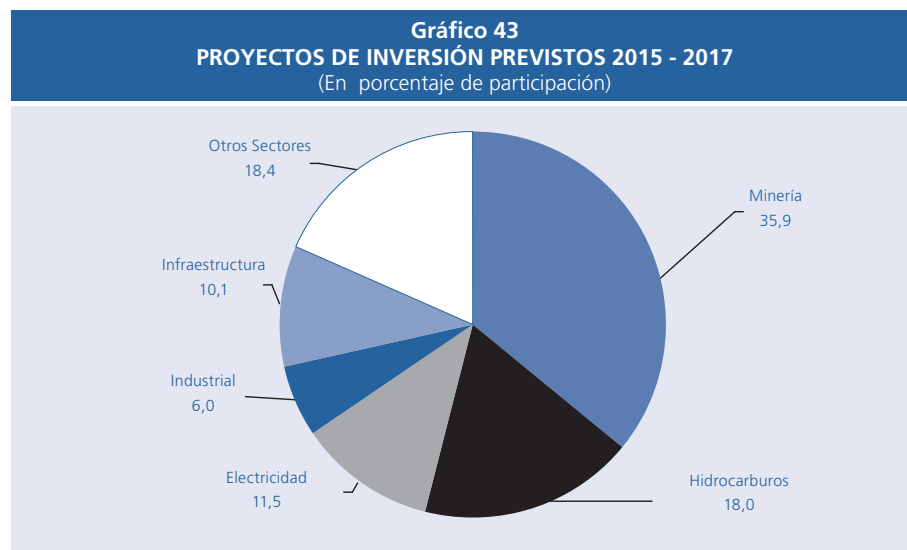
Cuadro 15		
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2015-2017		
<i>(Millones de US\$)</i>		
	Total Inversión	Número Proyectos
Minería	14 408	34
Hidrocarburos	7 224	22
Electricidad	4 617	34
Industrial	2 408	14
Infraestructura	4 057	24
Otros Sectores	7 370	109
Total	40 084	237

Fuente: Medios de prensa e información de empresas.

Se proyecta que las inversiones para los sectores minería e hidrocarburos alcanzarían US\$ 21,6 mil millones, representando el 53,9 por ciento del total de anuncios de inversión para el período 2015-2017. Según el Ministerio de Energía y Minas las inversiones mineras a diciembre 2014 alcanzaron US\$ 8 654 millones, destacando los



proyectos Ampliación de Cerro Verde y Constancia, con inversiones que ascendieron a US\$ 1 770 millones y US\$ 736 millones, respectivamente. Se estima que proyectos como Las Bambas que representa una inversión total aproximadamente US\$ 7 100 millones estaría lista para producir concentrados de cobre a inicios de 2016. Según la empresa tiene un 90 por ciento de avance y estaría haciendo inversiones entre US\$ 1 900 y US\$ 2 400 millones hasta el inicio de sus operaciones comerciales.



En el sector hidrocarburos, el Consorcio Gasoducto Sur Peruano inició los trabajos y obras preliminares de su proyecto Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur, lo que contempla la compra e instalación de los primeros lotes de tuberías y la logística necesaria. Por otra parte, Petrolera Monterrico presentó un estudio de impacto ambiental semi-detallado para la perforación de 115 pozos en los lotes II y XV en Talara.

En el sector Electricidad, proyectos como central hidroeléctrica Cerro del Águila, Línea de transmisión 500 KV Mantaro–Marcona–Socabaya–Montalvo y subestaciones asociadas, central hidroeléctrica Cerro de Chaglla y Cheves, se espera inician operaciones comerciales en 2016.

En infraestructura, durante el primer trimestre del presente año se finalizaron los trabajos de liberación de terrenos y expropiaciones para el primer tramo de las obras en la Línea 2 del Metro de Lima, que iniciará su construcción a mediados de mayo de este año y concluiría en 2020. Con respecto al proyecto Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero, el Consorcio Kuntur Wasi presentará el Estudio de Impacto Ambiental Semi-detallado y el Estudio Definitivo de Ingeniería en mayo esperando el inicio de su construcción en el presente año.

Cuadro 16
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2015 - 2017

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
Minería	China Minmetals Corp Freeport-Macmoran Copper AQM Copper Jinzhao Mining Southern Perú Copper Corp. Southern Perú Copper Corp. Aluminium Corp of China Ltd. (Chinalco) Shougang Corporation Río Tinto Plc. Bear Creek Mining Corporation Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	Las Bambas Ampliación de Mina Cerro Verde Zafranal Pampa del Pongo Ampliación de Mina Toquepala Los Chancas Mejoras y ampliación Sistema Productivo de Toromocho Ampliación de Mina Marcona La Granja Corani Chucapaca - San Gabriel
Hidrocarburos	Enagas; Odebrecht S.A.C. Savia Perú S.A. Karoo Gas Australia; Vietnam American Pluspetrol Perú Corp. S.A. Graña y Montero Petrolera Calidda Gas Natural del Perú China National Petroleum Corporation (CNPC)	Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur Peruano Lote Z-2B Perforación, exploración y otras inversiones Exploración Lote Z-38 (20 pozos) Exploración Lote 88 y 56 Repotenciar Lotes III - IV Masificación de gas Lote 58: Líneas Sísmicas 2D
Electricidad	Enersur; Kallpa Generación Quimpac S.A.; Inkia Energy Interconexión Eléctrica (ISA) Corsán-Corviam; Engevix y Enex Odebrecht S.A.C. Odebrecht S.A.C. Isolux de México; Isolux Ingeniería de España Generación Eléctrica Las Salinas Inevarante Termochilca S.A.C.	Nodo Energético del Sur Central Hidroeléctrica Cerro del Águila Línea de Transmisión 500 Kv Mantaro - Marcona - Socabaya - Montalvo y subestaciones asociadas Central Hidroeléctrica Molloco Central Hidroeléctrica Belo Horizonte Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla Línea de Transmisión Moyobamba-Iquitos (220 Kv) Parque Eólico Samaca Centrales Hidroeléctricas Acco Pucará Central Térmica Santo Domingo de Olleros - Ciclo Combinado
Industrial	Corporación Jr Lindley Repsol YPF S.A. Mitsubishi; Hochschild Mining S.A. Técnicas Reunidas S.A. Grupo Gloria Grupo de Pilkington Limited	Ampliación y nuevas plantas Ampliación de Planta La Pampilla Planta de Fosfatos Modernización Refinería de Talara Plan de Inversiones 2011-2016 Planta para la fabricación de vidrio flotado (Float).
Infraestructura	Consortio Nuevo Metro de Lima Odebrecht S.A.C. Consortio Consierra II Covisol Consortio Angostura APM Terminal; Callao Port Holding; Central Portuaria Grupo Romero Graña y Montero S.A. Dubai Ports World	Línea 2 de Metro de Lima Vías Nuevas de Lima Longitudinal de La Sierra Tramo 2 Autopista del Sol Trujillo - Sullana Majes Siguas II Modernización del Muelle Norte Ampliación Puerto Matarani Via Expresa Sur Muelle Sur (Fase 2)
Otros Sectores	Grupo Telefónica Grupo Telefónica Entel Grupo Salinas Grupo Falabella Grupo Interbank Grupo Romero Ingenieros Civiles Asociados Olo Holding del Grupo Wong Inmobiliaria S.A Grupo Gloria Inmobiliaria Llxata Ingenieros Civiles Asociados	Plan de inversión 2014 - 2016 Banda Ancha Satelital (4G) Desarrollo de servicios Red Dorsal de Fibra Óptica Expansión y nuevos centros comerciales Expansión y nuevos centros comerciales Almacenes para concentrados mineros Flota y equipos Expansión e instalación de redes LTE-4G Centro comercial y terminal terrestre Edificio de Oficinas Corporativas Stratego Azucareras (Casagrande, Cartavio y San Jacinto)-Proyecto Olmos Proyecto inmobiliario en Ica Flota y equipos

Fuentes: Medios de prensa e información de empresas.





Cuadro 17
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2014 - 2015
(Millones de US\$)

	Inversión estimada	
	2014	2015
A. Adjudicados	9 979	215
Línea 2 y Ramal Av. Faucett - Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao	5 075	
Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto del Sur Peruano	3 643	
Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero - Cusco	537	
Línea de Transmisión 220 KV Moyobamba - Iquitos y Subestaciones Asociadas	499	
Terminal Portuario General San Martín	129	
Línea de Transmisión 220 KV Friaspata – Mollepata y Subestación Orcotuna 220/60 kV	39	
Línea de Transmisión 220 KV La Planicie - Industriales y Subestaciones Asociadas	35	
Telecabina Kuelap	18	
Prestación de Servicios de Seguridad Tecnológica en las Prisiones	4	
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Ayacucho		55
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Huancavelica		49
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Apurímac		42
Línea de Transmisión Azángaro – Juliaca – Puno 220 kV		37
Conectividad Integral en Banda Ancha para el Desarrollo Social de la Zona Norte del País - Región Lambayeque		32
B. Por Adjudicar		4 899
Suministro de nuevas centrales hidroeléctricas		2 750
Obras de Cabecera y Conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima		600
Masificación del uso de gas natural-Distribución de gas natural por ductos en Apurímac, Ayacucho, Huancavelica, Junín, Cusco, Puno y Ucayali		350
Longitudinal de la Sierra Tramo 4 : Huancayo-Izcuchaca-Mayocc-Ayacucho y Ayacucho-Andahuaylas- Puente Sahuinto/Dv. Pisco-Huaytará-Ayacucho		340
Sistema de Abastecimiento de LNG para el Mercado Nacional		250
Sistema de Abastecimiento de GLP para Lima y Callao		250
Central Térmica de Quillabamba		180
Obras de Regulación del Río Chillón		80
Primera Etapa de la Subestación Carapongo y enlaces de Conexión a Líneas Asociadas		48
Teleférico de Choquequirao		43
Prospecto Huayday Ambara		8
C. Total Proyectos (A) y (B)	9 979	5 114

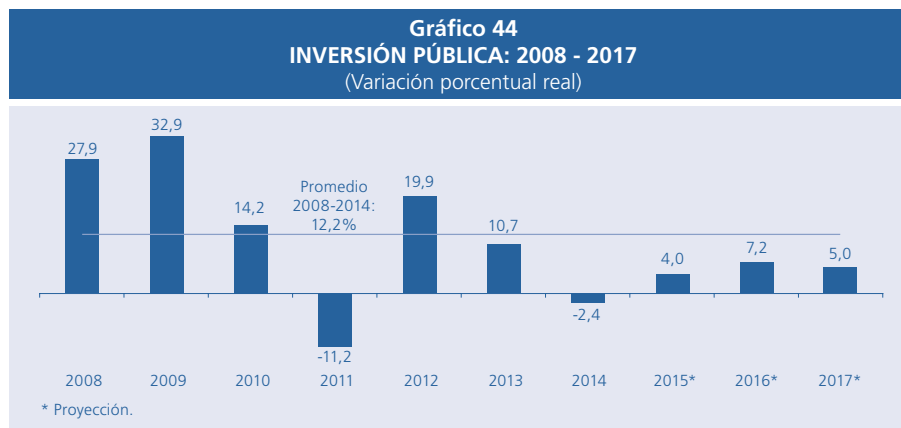
Fuente: Proinversión.

Los otros sectores continúan realizando importantes anuncios de ejecución de nuevos proyectos y ampliaciones a nivel nacional. Así, Telefónica del Perú invirtió US\$ 600 millones en servicios de internet de banda ancha y telefónica 3G, como parte de su plan de inversiones al 2016, que asciende a US\$ 1 800 millones.

Al mes de abril se han adjudicado 5 proyectos bajo la modalidad de concesiones que equivalen US\$ 215 millones: Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Ayacucho, Huancavelica, Apurímac y Lambayeque por US\$ 179 millones y la Línea de Transmisión Azángaro – Juliaca – Puno 220 Kv US\$ 37 millones. Para 2015 PROINVERSIÓN estaría concesionando 11 proyectos adicionales que implicarían US\$ 4 899 millones.

30. Para 2015, se espera que la **inversión pública** crezca 4,0 por ciento en 2015 (-2,4 por ciento en 2014), menor a lo estimado en el Reporte previo (12,0 por

ciento). Durante los primeros tres meses del año la inversión pública ha tenido un magro desempeño, principalmente por una menor ejecución de la inversión de los gobiernos subnacionales. No obstante, se espera que en los próximos meses del año la ejecución del gasto de inversión mejore su desempeño debido a la adopción de una serie de medidas expansivas tomadas por el Ministerio de Economía y Finanzas a finales de 2014. Para 2016 y 2017 se contempla un escenario en donde el ritmo de gasto de las unidades ejecutoras es mayor a lo esperado en 2015, por lo cual se proyecta una tasa de crecimiento de la inversión pública de 7,2 por ciento en 2016 y de 5,0 por ciento en 2017.



Cuadro 18
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN DEL GOBIERNO NACIONAL: 2015^{1/}
(Millones de nuevos soles)

Proyecto	Monto
Línea 2 de la Red Básica del Metro de Lima y Callao	1 195
Construcción de establecimientos de salud estratégicos	521
Mejoramiento de la Av. Néstor Gambetta - Callao	454
Rehabilitación y mejoramiento de la Carretera Lima-Canta-La Viuda-Unish	213
Rehabilitación y mejoramiento de la Carretera Longitudinal de la Sierra Norte	212
Proyecto Especial del Sistema Eléctrico de Transporte Masivo de Lima y Callao	165
Rehabilitación y mejoramiento de la Carretera Quinua-San Francisco	160
Rehabilitación y mejoramiento de la Carretera Huaura-Sayán-Churin	158
Construcción y mejoramiento Carretera Camaná-Quilca-Matarani-Ilo-Tacna	154
Construcción y equipamiento de instituciones educativas	150
Construcción de la segunda calzada de la Carretera Piura-Paita	146
Rehabilitación y mejoramiento de la Carretera Chongoyape-Cochabamba-Cajamarca	146
Rehabilitación de la Carretera Panamericana Norte km. 557-km. 886	129
Rehabilitación y mejoramiento de la Carretera Huancavelica-Lircay	124
Construcción de la ampliación de una segunda calzada del tramo Dv. Aeropuerto Pucallpa-Cementerio Jardín del Buen Recuerdo	118
Rehabilitación y mejoramiento de la Carretera Imperial Pampas	113
Instalación del servicio de readaptación social en el nuevo establecimiento penitenciario de Ica	107
Instalación del servicio de readaptación social en el nuevo establecimiento penitenciario de Caraveli-Arequipa.	104
Rehabilitación y mejoramiento de la Carretera Puerto Bermúdez-San Alejandro	94
Construcción de la segunda calzada de la Vía de Evitamiento de Piura - Carretera Panamericana Norte Km 988-km 1001	91

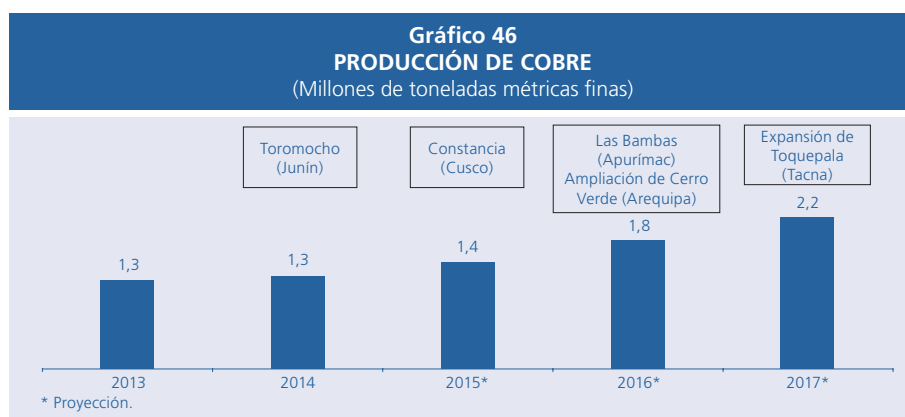
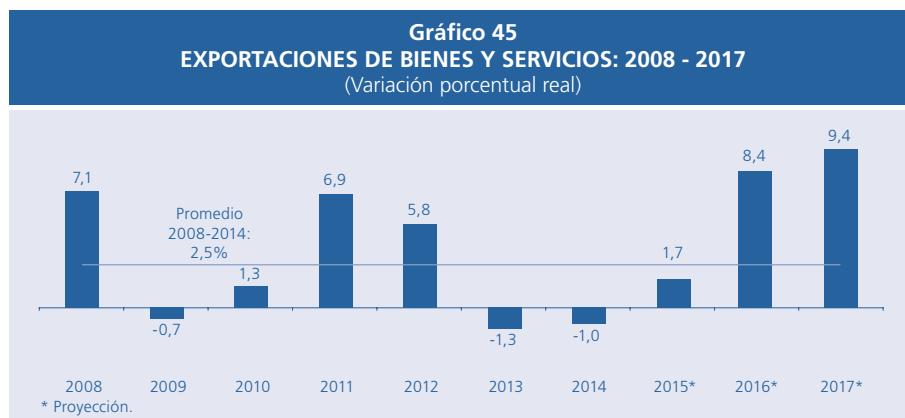
1/ Presupuesto Institucional Modificado (PIM) al 22 de mayo de 2015.
Fuente : SIAF - MEF.



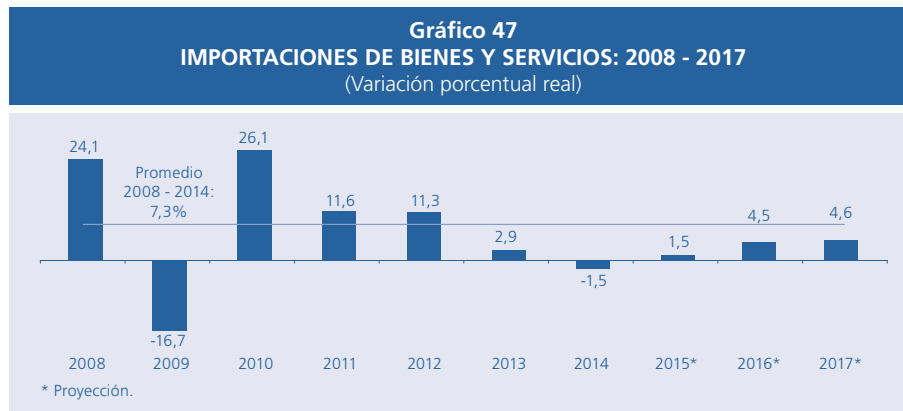


31. Las **exportaciones reales** de bienes y servicios registraron una caída de 3,1 por ciento en el primer trimestre de 2015, principalmente por menores envíos de harina de pescado, café y productos textiles. No obstante, se prevé una recuperación gradual en los siguientes meses del año que compensaría la caída del primer trimestre. Para 2015, se estima una tasa de crecimiento de 1,7 por ciento, lo que significa una mejora respecto a la tasa observada en 2014 (-1,0 por ciento). Esta mejora se sustenta en mayores exportaciones mineras por mayor producción de Toromocho, por la entrada en operación del proyecto minero Constancia, por la recuperación de las leyes de Antamina y por mayores exportaciones de productos agropecuarios y pesqueros.

Para 2016 se estima una recuperación en el crecimiento de las exportaciones, considerando mayores exportaciones mineras por la entrada en operación del proyecto minero Las Bambas, la ampliación de Cerro Verde, y mayores exportaciones de productos no tradicionales. Para 2017 se proyecta un crecimiento de 9,4 por ciento, asociada a mayores exportaciones mineras por la expansión de Toquepala.



32. El presente Reporte de Inflación considera una tasa de crecimiento de 1,5 por ciento para las **importaciones de bienes y servicios** en 2015, menor a lo esperado en el Reporte previo, principalmente por un menor dinamismo de las importaciones de bienes de capital. Para los años 2016 y 2017 se espera una recuperación progresiva de las importaciones, consistente con la proyección de crecimiento del PBI.



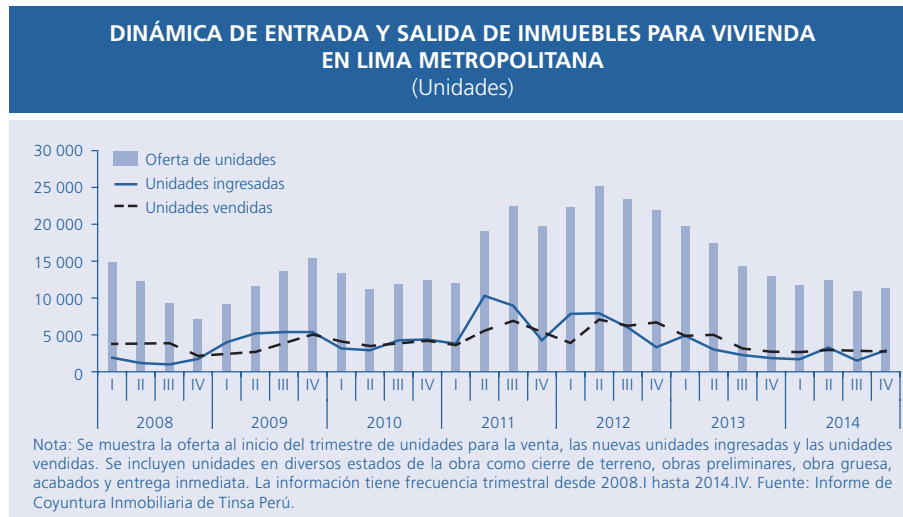


Recuadro 1
IMPULSANDO AL SECTOR CONSTRUCCIÓN

Panorama del sector inmobiliario residencial

Desde 2011 se ha venido observando una reducción en el dinamismo del sector inmobiliario residencial. El siguiente gráfico muestra la evolución de la entrada y salida de unidades destinadas para vivienda en Lima Metropolitana, así como la oferta inicial de unidades para vivienda al inicio de cada trimestre.

De acuerdo con la consultora Tinsa, el total de nuevas unidades destinadas para vivienda disminuyó entre 2011 y 2014 en 66 por ciento, pues pasó de 27 465 unidades a 9 283 unidades en dicho periodo. Por su parte, el número de unidades vendidas disminuyó en el mismo periodo en 49 por ciento, pues pasó de 21 550 unidades a 11 049 unidades.



El sector inmobiliario: La oferta

Por el lado de la oferta, existirían principalmente las siguientes trabas en el sector de construcción inmobiliaria en el Perú:

- a) La lentitud del trámite para la obtención de licencias de edificación, y
- b) La poca disponibilidad de suelo urbano, debido a la ausencia de planes de desarrollo urbano en Lima Metropolitana y otras ciudades del país, y la dificultad para contar con agua potable y saneamiento, por una inadecuada infraestructura.
- c) Los parámetros sobre crecimiento vertical de la ciudad.

La lentitud para otorgar licencias se debe principalmente a que las municipalidades exigen más requisitos que los contemplados en la Ley N° 29090 (“Ley de regulación de habilitaciones urbanas y edificaciones”, del 2007) y sus reglamentos, que precisamente establecieron procedimientos únicos a nivel nacional con el objetivo de simplificar los procesos de otorgamiento de licencias de habilitación urbana y edificación.

El siguiente cuadro muestra el tiempo promedio que demanda la obtención de una licencia de edificación en Lima Metropolitana. Para el caso de la modalidad C, donde se requiere la evaluación previa por parte de una Comisión Técnica, en

el distrito de La Molina el procedimiento dura en promedio 259 días; en el distrito de Los Olivos, 156 días. Asimismo, aún en las modalidades A y B de aprobación automática, los tiempos promedio agregados son 65 días y 117 días, respectivamente⁵.

LICENCIAS DE EDIFICACIÓN			
Municipalidad	Modalidad A	Modalidad B	Modalidad C
Jesús María	17	92	72
La Molina	74	236	259
Miraflores	126	229	162
San Juan de Miraflores	129	115	8
Santa Anita	32	176	135
Surco	50	114	88
Bustamante y Rivero	117	134	165
Victor Larco Herrera	55	122	159
Lima	44	32	176
Arequipa	80	81	109
Trujillo	58	64	145
Los Olivos	3	13	156
Promedio	65	117	136

Nota: Duración promedio (en días calendario) del trámite de licencia de edificación en distritos seleccionados de Lima Metropolitana al 2012.
Fuente: Proyecto de Ley N° 3690/2014-PE.

En cuanto a la poca disponibilidad de suelo urbano, las dificultades para obtener o renovar los certificados de factibilidad de servicios de agua y desagüe en varios distritos de Lima (por ejemplo, Carabayllo, y los balnearios del sur), retrasan y a veces impiden el desarrollo de proyectos inmobiliarios formales. En algunos casos, estos problemas afectan incluso la recepción de obras. Palomino y Wong (2011)⁶ señalan que el principal problema para aumentar la oferta formal de viviendas de bajo costo es la ausencia de terrenos habilitados para realizar proyectos de gran escala (es decir, orientados hacia los NSE C y D). Además, debido a que el precio del terreno y su habilitación representan alrededor del 30 por ciento del costo de la vivienda, los promotores inmobiliarios tendrían dificultades para construir viviendas con un precio de venta inferior al límite del programa Techo Propio del Fondo Mivivienda⁷.

El problema con la provisión de agua potable y saneamiento se debe fundamentalmente a las debilidades técnicas y financieras de las Empresas Prestadoras de Servicios de Saneamiento (EPS) en el interior del país y, en el caso de SEDAPAL, a un inadecuado modelo de gestión que no ha previsto el crecimiento de la oferta inmobiliaria formal y adecuado su plan de inversiones, lo que perjudica el desarrollo de proyectos en zonas donde se ha concentrado una parte importante de la oferta inmobiliaria. Esta situación afecta no sólo a proyectos inmobiliarios sino también a pobladores que residen en las áreas urbanas comprometidas, con el riesgo de un colapso de servicios.

Reflexiones finales

Para abordar los problemas arriba reseñados podrían considerarse medidas de política tales como: a) Homogenizar los requerimientos a nivel nacional para la solicitud de licencias, b) incentivar la participación del sector privado en obras de saneamiento y c) un nuevo Plan Metropolitano de Desarrollo Urbano, que permita un mayor crecimiento vertical de la ciudad.

5 La modalidad A corresponde, en general, a obras menores; la modalidad B, a construcciones de una mayor complejidad y se requiere la firma del profesional responsable.

6 Palomino, Miguel y Wong, Rudy (2011). "Housing Finance in Perú: What is Holding Back?", Banco Interamericano de Desarrollo.

7 En la fecha del documento de Palomino y Wong (2011), el valor máximo de la vivienda del programa Techo Propio ascendía a un equivalente de US\$ 18 500 (actualmente es 20 UIT, alrededor de US\$ 24 400).





Recuadro 2 AVANCES EN COMPETITIVIDAD MINERA

El Índice de Competitividad Minera del Instituto Fraser es un indicador que mide el atractivo que posee una jurisdicción económica (sea ésta una región o un país) para atraer inversión en minería. El índice parte de la premisa que para atraer inversión es necesario que exista la riqueza mineral y que además el marco regulatorio otorgue facilidades para la extracción del recurso. Así, la combinación de ambos factores le dará mayor atractivo a una jurisdicción que compite frente a otras por atraer inversión.

Para elaborar el indicador el Instituto encuesta (desde 1997) a las principales compañías que realizan labores mineras de exploración y explotación, considerando aspectos como los niveles de reservas y las políticas públicas que inciden sobre el sector (i.e. aspectos tributarios, regulación, etc.). El índice ordena a las jurisdicciones desde la más atractiva hasta la menos atractiva.

Resultados de la encuesta

En la encuesta realizada entre agosto y noviembre de 2014 y publicada el 24 de febrero de 2015, se observó que sobre la base de 485 respuestas en 122 jurisdicciones⁸, el Perú ha escalado 7 posiciones respecto al ranking del año anterior, con lo cual pasa a ubicarse de la posición 37 a la 30.

Finlandia ocupa la primera posición en el ranking de este año, y desplazó de esa posición a la región de Western Australia, que cae a la quinta posición este año. Los primeros lugares están dominados por las principales regiones mineras de Canadá, Estados Unidos y Australia. Cabe señalar que si sólo se considerasen países, el Perú se ubicaría en la posición 11, teniendo por delante a los ya nombrados (Finlandia, Canadá, Estados Unidos y Australia), así como a Irlanda, Suecia, Chile, Argentina, Namibia y Botswana.

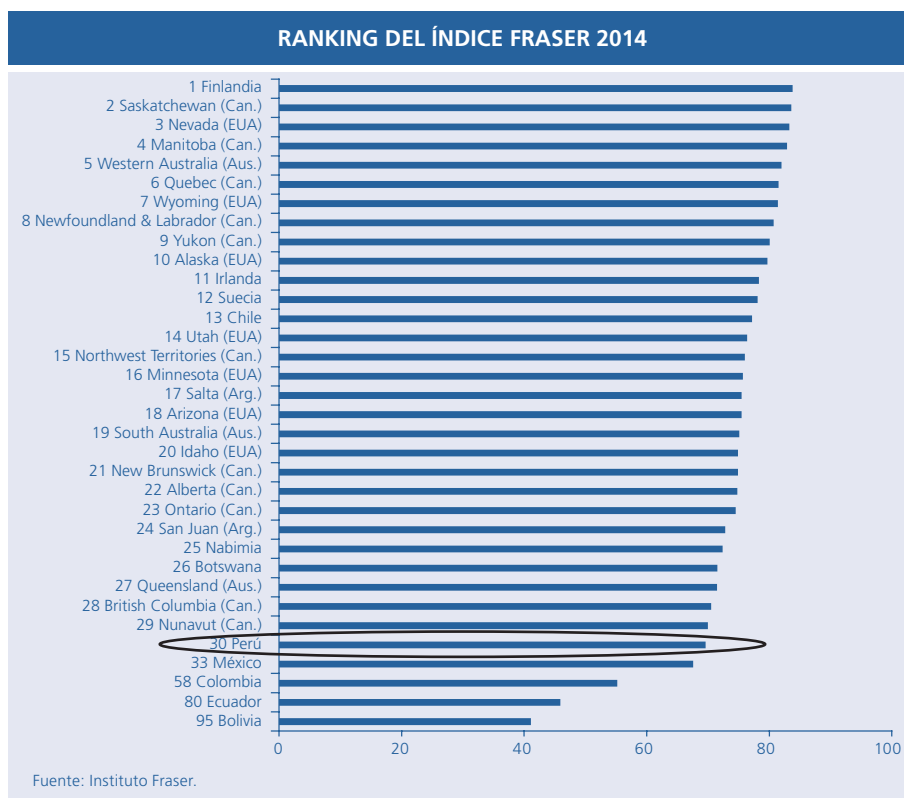
A nivel de la región, el Perú se ubica en la cuarta posición, por detrás de Chile (posición 13) y de las provincias de Salta y San Juan, en Argentina (puestos 17 y 24, respectivamente); mientras que el seguidor más cercano es México que ocupa el puesto 33.

En el gráfico se presenta el ranking del Instituto Fraser de 2014 para las primeras 30 posiciones y una serie de países latinoamericanos seleccionados.

El cómputo general del ranking considera el promedio de dos índices: el de percepción de políticas con un peso de 40 por ciento y el de potencial minero basado en las mejoras prácticas con un peso de 60 por ciento. Cabe señalar que para el cómputo de este último, los encuestados califican al país sobre la base de su riqueza mineral (independientemente de las políticas que en este último se apliquen).

En ambos índices el Perú mostró una mejora, aunque el ascenso en la ubicación relativa en el índice de potencial minero fue más notorio al pasar del puesto 19 al 9, mientras que la mejora de percepción de políticas permitió escalar del puesto 56 al 52. Cabe destacar que en la mejora del componente de percepción de política las empresas encuestadas consideraron que la calidad de la infraestructura, disponibilidad de recursos humanos calificados, seguridad ante ataques a la infraestructura y calidad de la información constituyen ahora factores de mayor importancia al momento de fomentar la inversión.

8 Las 122 jurisdicciones corresponden a 80 países y 42 regiones de Canadá, Australia, Estados Unidos y Argentina.



En la comparación del ranking de este año respecto a años anteriores (ver cuadro) se muestra también una reversión en el deterioro que se había observado hasta el 2012, en que a causa de una evaluación menos favorable para el componente de percepción de política el Perú había perdido terreno en el campo de la competitividad minera.

		Perú				2014			
		2010	2011	2012	2013	Perú	Chile	México	Colombia
Total de jurisdicciones (a)		79	93	96	112	122	122	122	122
Índice general	Puesto (b)	28	32	40	37	30	13	33	58
	Puntaje	73,5	74,2	65,7	65,1	69,6	77,2	67,6	55,2
	Percentil (b)/(a)	35	34	42	33	25	11	27	48
Percepción de política	Puesto (c)	48	56	58	56	52	22	56	74
	Puntaje	43,6	43,4	42,1	48,5	53,9	72,2	52,0	42,0
	Percentil (c)/(a)	61	60	60	50	43	18	46	61
Potencial minero	Puesto (d)	15	14	35	19	9	6	13	47
	Puntaje	0,85	0,82	0,65	0,73	0,80	0,81	0,78	0,64
	Percentil (d)/(a)	19	15	36	17	7	5	11	39

Nota: La ubicación relativa o percentil (puesto entre número de países) resume la posición relativa del país a nivel mundial y corrige el efecto de la variación del número de economías en el ranking, un menor valor del percentil implica una mejor ubicación a nivel internacional.
Fuente: Instituto Fraser.





El informe señala que la brecha entre el índice general y el de potencial minero (que asume las mejores prácticas de política) representa precisamente el espacio que tiene el país para mejorar. En la actualidad, dicha brecha para nuestro país es de 21 posiciones, destacando el amplio margen en que podríamos mejorar los aspectos regulatorios como normas ambientales, duplicidad de regulaciones, el sistema legal, el régimen tributario, incertidumbre respecto a las áreas protegidas, así como otros factores relacionados a barreras al comercio internacional, estabilidad política, calidad de los datos geológicos, disponibilidad de capital humano, etc.

En el caso de Chile (el país mejor ubicado en la región), la brecha es de solamente 7 posiciones, lo que implica que el Perú se encuentra rezagado con respecto al componente de percepción de política. Asimismo, México ofrece un panorama similar al de Perú, aunque presenta peores índices de percepción de políticas y de potencial minero. Por su parte, Colombia sí se encuentra rezagado respecto de sus pares de la región.

El siguiente cuadro muestra que para la mayoría de las 15 preguntas que contiene el índice de percepción de política del índice del Instituto Fraser, Perú obtiene una opinión menos favorable que Chile para los inversionistas, pero más benévola que Colombia.

INDICE DE PERCEPCIÓN DE POLÍTICA DEL INSTITUTO FRASER: 2014				
Preguntas del índice de percepción de política	Rango de percepción de política*			
	Perú	Chile	México	Colombia
1 Incertidumbre respecto a la administración, interpretación o aplicación de la regulación existente	60	68	59	53
2 Incertidumbre respecto a la regulación ambiental	54	54	57	48
3 Duplicación regulatoria e inconsistencias	51	60	53	48
4 Sistema legal	45	62	49	41
5 Régimen tributario	52	59	48	50
6 Incertidumbre respecto a reclamaciones de tierra bajo disputa	43	57	52	39
7 Incertidumbre respecto a las áreas protegidas como desiertos, parques o sitios arqueológicos, etc.	48	53	48	41
8 Infraestructura	50	53	59	45
9 Acuerdos socioeconómicos con las comunidades/condiciones de desarrollo de las comunidades	41	54	54	42
10 Barreras al comercio internacional	59	64	59	54
11 Estabilidad política	52	67	53	50
12 Regulaciones laborales/acuerdos de empleo y sindicatos de trabajadores/paralizaciones en el trabajo	48	56	57	50
13 Calidad de los datos geológicos	62	64	67	44
14 Nivel de seguridad	48	74	37	29
15 Disponibilidad de capital humano	69	71	65	54

* Elaborado en función de la información de las respuestas de los entrevistados por el Instituto Fraser. El número indica la diferencia entre el porcentaje de encuestados que responde que la pregunta en mención "favorece la inversión en exploración" y la suma de los porcentajes de encuestados que responden que "el factor es un fuerte impedimento a la inversión" y "no intentaría invertir en exploración debido a este factor". Este número se encuentra centrado en 50. Un número positivo mayor a 50 indica que hay una mayor concentración de respuestas favorables. Asimismo, valores más altos indican un mejor desempeño.
Fuente: Instituto Fraser.
Elaboración: Banco Central de Reserva del Perú.

Finalmente, el informe presenta algunos comentarios puntuales para el Perú. Estos tienen que ver principalmente con el empeoramiento de las condiciones en las áreas más remotas donde se realiza la actividad minera por causa de algunas ONGs que organizan grupos de oposición, la mayor carga a la que se ha visto sometido el sector con regalías, el impuestos a las sobre ganancias, así como la ley de consulta previa que resulta poco clara en su implementación, aunque destaca la provisión de infraestructura y la simplificación administrativa.

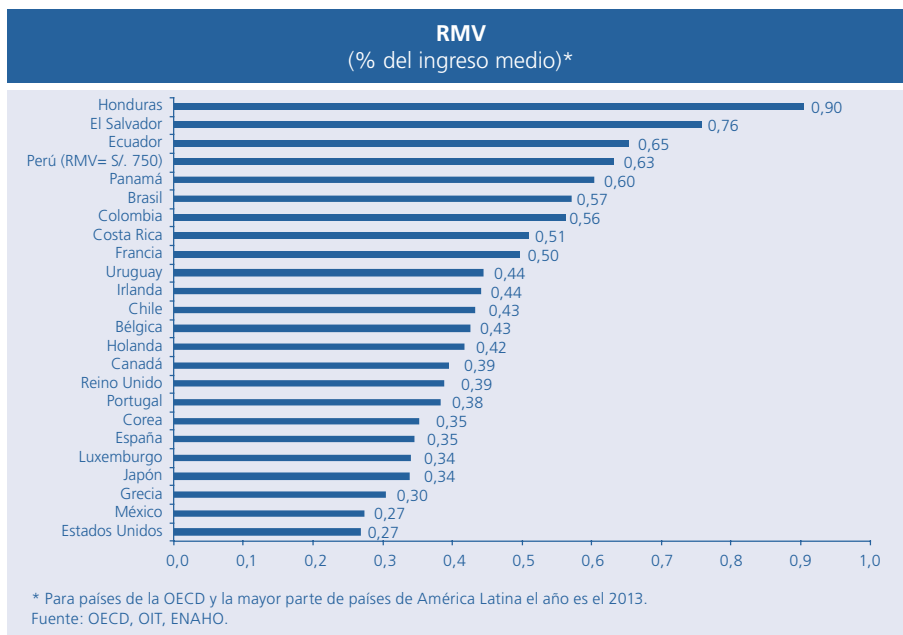
Recuadro 3

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA REMUNERACIÓN MÍNIMA VITAL (RMV) EN EL PERÚ

El análisis de la productividad, y especialmente la laboral, es relevante a la hora de fijar el salario mínimo. En general, la teoría económica sugiere que el salario debe ser proporcional al valor de su productividad, por lo que desvíos entre estos indicadores generarán una asignación ineficiente de recursos (por ejemplo, informalidad laboral).

Sin embargo, como lo que se fija es el salario mínimo y no el medio, éste debe estar vinculado a sectores que tienen productividad baja y debe representar un porcentaje bajo del salario medio.

De acuerdo con la información del año 2014 de la ENAHO y la OECD, la RMV en el Perú representa alrededor del 63 por ciento del ingreso medio. Este nivel es considerablemente mayor al observado en Colombia, Chile, México y otros países de la OECD.



Por otro lado, de acuerdo con la más reciente publicación de Doing Business, el siguiente gráfico muestra que el ratio de RMV con respecto al valor agregado por trabajador en el Perú es de 0,34, y de esta manera se ubica en la mediana de la distribución de esta variable si se toma en cuenta el resto de países de la región y las economías desarrolladas.

Esta evidencia sobre la RMV en el Perú es consistente con la información a nivel nacional sobre informalidad. Con información del año 2014 de la Encuesta Nacional de Hogares (ENAHO), el siguiente cuadro muestra la distribución de la PEA ocupada por tipo de trabajo. Lo primero que se observa es que el 37 por ciento de la PEA ocupada tiene un ingreso menor que la RMV y entre los trabajadores independientes este porcentaje aumenta a 62 por ciento. Dentro del sector privado dependiente, el 27 por ciento gana menos que la RMV y en las empresas de 1 a 10 trabajadores este porcentaje se eleva a 46 por ciento.





Es decir, el costo de formalización en las microempresas asociado a la RMV estaría en promedio por encima de la productividad de sus trabajadores, por lo que desde la perspectiva del empleador no sería atractivo migrar al sector formal. Así, este hecho estilizado contribuye a explicar por qué, a pesar de que existen regímenes laborales especiales con bajos costos laborales no salariales (por ejemplo la Ley MYPE), subsisten altos niveles de informalidad laboral.

PERÚ: PEA OCUPADA (2014)					
	PEA Ocupada (En miles)	PEA Ocupada (En %)	Informalidad (En %)*	Ingreso Medio Mensual (S./.)**	Ingreso <1 RMV (%)***
PEA OCUPADA	16 059	100	68	1 189	37
Empleadores	711	4	51	2 225	27
Dependientes	7 616	47	53	1 356	23
Sector Público	1 477	9	22	1 773	7
Sector Privado	6 139	38	60	1 254	27
1 a 10	2 948	18	90	846	46
11 a 50	1 181	7	57	1 254	18
51 a 100	386	2	35	1 654	7
Más de 100	1 624	10	20	1 807	6
Independiente	5 621	35	87	759	62
Trabajador familiar no remunerado	1 774	11	100	n.d	n.d
Empleado doméstico	336	2	91	562	73

* Definición de informalidad en base a quien aporta las cuotas del seguro de salud para los dependientes. Para los empleadores y trabajadores independientes se usa la definición de sector formal e informal del INEI, con lo que aquellos trabajadores que laboren en el sector formal, son clasificados como trabajadores formales. Para aquellos que trabajen más de 24 horas a la semana

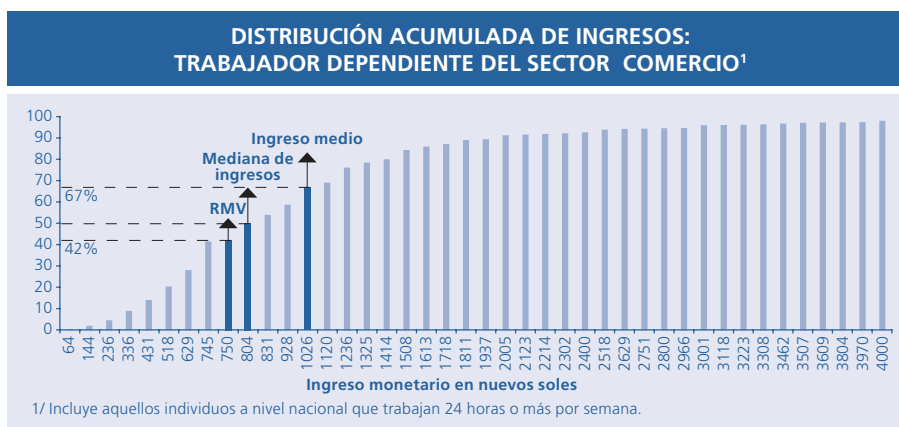
** Salario o sueldo mensual bruto trabajo principal. No incluye ingresos extraordinarios o no monetarios.

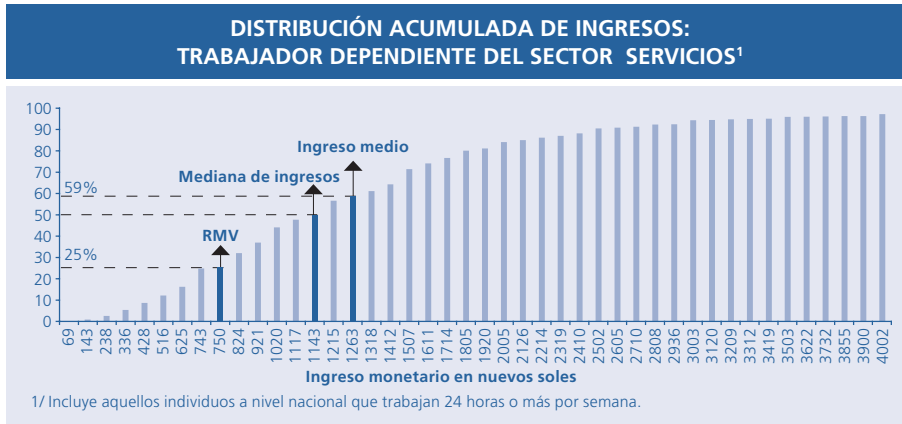
*** S/. 750.

Teniendo en cuenta los sectores modernos de más baja productividad, comercio y servicios (sin telecomunicaciones ni servicios financieros), se evalúa dónde está la RMV en función de la densidad de distribución de los ingresos.

Así, los siguientes gráficos presentan la densidad de la distribución del ingreso mensual de los dependientes en el sector comercio y servicios (sin telecomunicaciones ni servicios financieros). Cabe añadir que estos 2 sectores de baja productividad son los que mayor participación tienen en la PEA ocupada urbana.

Cerca del 25 por ciento de dependientes en el sector servicios (sin telecomunicaciones ni servicios financieros) percibe un ingreso mensual por debajo de la RMV. Asimismo, cerca del 42 por ciento de dependientes en el sector comercio percibe un ingreso mensual por debajo de la RMV.







III. Balanza de Pagos

Balanza comercial

33. En el primer trimestre del presente año, la balanza comercial tuvo un déficit de US\$ 1 091 millones, mayor al de igual periodo del año pasado por una disminución de 17,3 por ciento de las exportaciones, parcialmente compensado por una reducción de las importaciones en 7,8 por ciento. La disminución de las ventas al exterior estuvo asociada principalmente a una mayor contracción de los precios de exportación aunada a la disminución en el volumen, principalmente de productos tradicionales.
34. La proyección de la balanza comercial para el año 2015 se ha revisado al alza, de un déficit de US\$ 2 813 millones en el Reporte de enero a un déficit de US\$ 1 693 millones en el presente Reporte. La revisión toma en cuenta el efecto de menores importaciones, que recoge principalmente el efecto de un menor crecimiento del volumen de bienes.

Para 2016 se espera una reducción gradual del déficit comercial impulsado por la mejora en los volúmenes exportados de productos tradicionales, como los mineros (cobre) y pesqueros (harina de pescado). Se estima que las exportaciones tradicionales continuarán aumentando en 2017 por el incremento en la capacidad de producción de los proyectos de cobre y por mayores exportaciones no tradicionales. Como resultado, mejorará sustancialmente la balanza comercial en los próximos 2 años.

Cuadro 19 BALANZA COMERCIAL (Millones de US\$)								
	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
EXPORTACIONES	9 780	39 533	8 091	36 090	36 326	39 871	40 099	44 248
<i>De las cuales:</i>								
Productos tradicionales	6 860	27 685	5 374	23 779	24 284	26 671	27 541	30 604
Productos no tradicionales	2 860	11 677	2 697	12 030	11 824	12 962	12 358	13 470
IMPORTACIONES	9 959	40 809	9 182	38 903	38 019	41 918	40 598	42 509
<i>De las cuales:</i>								
Bienes de consumo	2 078	8 896	2 113	9 510	9 200	10 095	9 901	10 403
Insumos	4 677	18 815	3 765	15 045	14 737	16 251	15 770	16 713
Bienes de capital	3 173	12 913	2 944	12 513	12 153	13 692	13 170	13 659
BALANZA COMERCIAL	-180	-1 276	-1 091	-2 813	-1 693	-2 047	-499	1 740

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Cuadro 20 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales)								
	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
1. Valor:								
Exportaciones	-6,9	-7,8	-17,3	-5,0	-8,1	10,5	10,4	10,3
Productos tradicionales	-13,0	-12,3	-21,7	-9,3	-12,3	12,2	13,4	11,1
Productos no tradicionales	12,7	5,5	-5,7	4,4	1,3	7,8	4,5	9,0
Importaciones	-2,6	-3,4	-7,8	-4,7	-6,8	7,8	6,8	4,7
2. Volumen:								
Exportaciones	5,5	-1,0	-4,3	2,9	1,1	9,5	8,3	9,8
Productos tradicionales	3,3	-3,2	-4,5	1,1	-0,4	10,8	9,9	12,0
Productos no tradicionales	12,7	6,2	-3,1	5,4	2,7	6,5	5,7	7,0
Importaciones	-1,0	-1,9	0,7	2,6	0,4	5,8	4,2	4,1
3. Precio:								
Exportaciones	-11,8	-6,9	-13,6	-7,7	-9,1	0,9	1,9	0,5
Productos tradicionales	-15,8	-9,4	-17,9	-10,3	-11,9	1,3	3,2	-0,8
Productos no tradicionales	0,0	-0,7	-2,7	-1,0	-1,4	1,2	-1,1	1,9
Importaciones	-1,6	-1,5	-8,5	-7,1	-7,2	1,9	2,5	0,6

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

35. Se prevé una disminución de las exportaciones de 8,1 por ciento para el año 2015 (caída de 5,0 por ciento en el Reporte previo), principalmente por menores exportaciones tradicionales. El presente Reporte considera un menor volumen de exportaciones tradicionales para este año, principalmente de productos petroleros, en línea con la menor producción de empresas como Perenco y Savia (asociada a la caída del precio del petróleo) así como de Pluspetrol (por la suspensión de actividades del Lote 1-AB en el primer trimestre por conflictos sociales).
36. Para **2016** y **2017** las exportaciones alcanzarán US\$ 40,1 mil y US\$ 44,2 mil millones, respectivamente. En el horizonte de proyección se estima una recuperación en las exportaciones mineras, principalmente de cobre, reflejando el impacto positivo sobre la producción de dicho metal por la entrada en operación del proyecto Las Bambas, la ampliación de Cerro Verde, la recuperación de las leyes de extracción de Antamina y los mayores niveles de producción de Constancia y Toromocho. Asimismo, se observarán mayores embarques de productos pesqueros, asumiendo la normalización de las condiciones climáticas.

La tasa de crecimiento de las exportaciones no tradicionales para **2015** será menor a la observada en el Reporte de Inflación de enero principalmente por los menores envíos de productos textiles, en línea con lo observado en los primeros meses del año. Para **2016** y **2017** se espera que las exportaciones no tradicionales sean US\$ 12,4 mil y US\$ 13,5 mil millones, como resultado de la recuperación de los precios y volúmenes en un entorno de mayor crecimiento mundial.





Gráfico 48
EXPORTACIONES DE BIENES: 2008 - 2017
(Miles de millones de US\$)

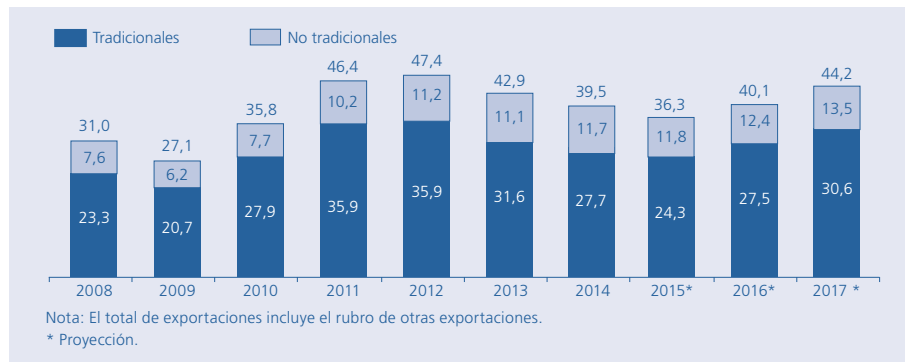


Gráfico 49
VOLUMEN DE EXPORTACIONES DE COBRE: 2008-2017
(Índice 2007 = 100)

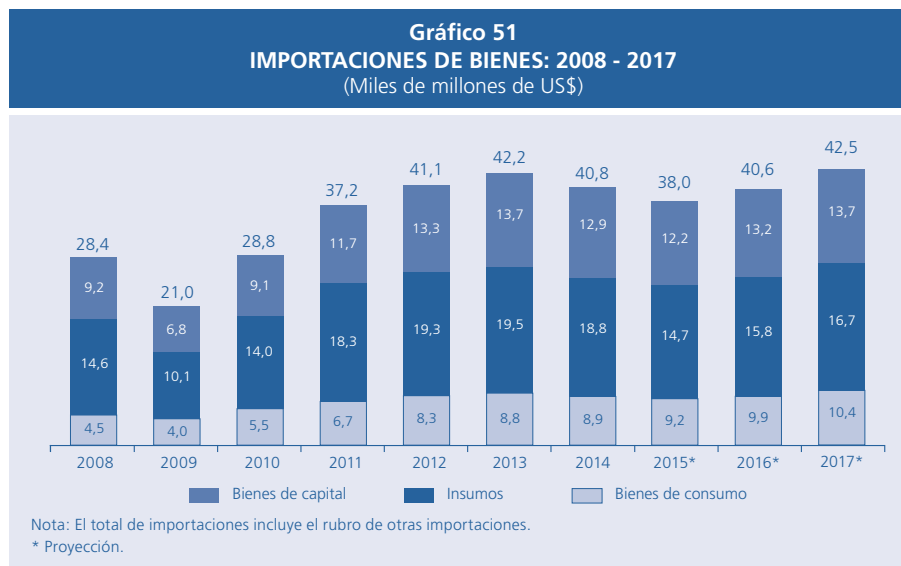


Gráfico 50
VOLUMEN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES: 2008-2017
(Índice 2007 = 100)



37. Para **2015** se prevé US\$ 38,0 mil millones de importaciones, monto inferior a lo previsto en el Reporte de Inflación de enero. La revisión a la baja refleja principalmente menores volúmenes de insumos industriales (de 5,5 a 1,8 por ciento) y bienes de capital (de 3,4 a -1,0 por ciento), en línea con la menor tasa de crecimiento prevista de la actividad económica.

En **2016** se prevé una recuperación del volumen de importaciones como resultado del mayor crecimiento de la actividad manufacturera e inversión para el año. Para **2017** se estima un crecimiento de las importaciones de 4,1 por ciento, acorde con el crecimiento de la demanda interna.



Balanza en cuenta corriente

38. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se proyecta en 3,9 por ciento para **2015**, ligeramente menor al observado en 2014. Respecto al Reporte previo, se observaría un nivel más bajo de déficit en cuenta corriente producto principalmente de menores importaciones, en un año donde se prevé una caída de los volúmenes de importación más fuerte a la prevista en el Reporte de Inflación de enero, al cual se sumaría el efecto de menores pagos por renta de factores.

Se espera una reducción importante (sobre todo en 2017) del déficit en cuenta corriente en el horizonte de proyección. Para **2016** se prevé un déficit en cuenta corriente menor al del año previo ya que el aumento de exportaciones netas compensará los menores términos de intercambio (-0,6 por ciento). El menor déficit





de cuenta corriente de 2017 obedece al fuerte aumento de las exportaciones mineras asociada a los mayores niveles de producción de cobre de importantes minas como Las Bambas, Southern y Cerro Verde.

Cuadro 21 BALANZA DE PAGOS (Millones de US\$)								
	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-2 198	-8 031	-2 623	-9 355	-7 967	-8 490	-7 309	-4 637
Porcentaje del PBI	-4,6	-4,0	-5,7	-4,4	-3,9	-3,7	-3,3	-2,0
1. Balanza comercial	-180	-1 276	-1 091	-2 813	-1 693	-2 047	-499	1 740
a. Exportaciones	9 780	39 533	8 091	36 090	36 326	39 871	40 099	44 248
b. Importaciones	-9 959	-40 809	-9 182	-38 903	-38 019	-41 918	-40 598	-42 509
2. Servicios	-474	-1 800	-500	-1 572	-1 536	-1 506	-1 467	-1 615
3. Renta de factores	-2 435	-9 328	-1 792	-8 604	-8 230	-8 702	-8 956	-8 516
4. Transferencias corrientes	891	4 374	760	3 634	3 492	3 765	3 612	3 753
<i>Del cual: Remesas del exterior</i>	<i>633</i>	<i>2 639</i>	<i>627</i>	<i>2 860</i>	<i>2 847</i>	<i>2 968</i>	<i>2 948</i>	<i>3 056</i>
II. CUENTA FINANCIERA	1 348	5 853	2 180	9 355	6 509	9 290	7 309	5 637
<i>Del cual:</i>								
1. Sector privado	2 028	5 859	1 746	7 803	4 446	8 070	5 148	4 305
a. Largo plazo	2 505	6 490	2 416	7 787	4 563	8 079	5 148	4 305
b. Corto plazo ^{1/}	-478	-631	-669	16	-117	-9	0	0
2. Sector público ^{2/}	-680	-6	434	1 552	2 063	1 220	2 161	1 332
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	-850	-2 178	-443	0	-1 458	800	0	1 000
Nota:								
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado (% del PBI) ^{3/}	9,9	7,2	6,3	5,9	5,3	5,2	4,5	4,1
PBI (miles de millones de US\$)	47,9	202,6	45,9	212,7	203,7	229,5	220,2	237,1
1/ Incluye errores y omisiones netos.								
2/ Incluye financiamiento excepcional.								
3/ Incluye Inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.								
* Proyección.								
RI: Reporte de Inflación.								

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



40. La inversión cerrará el año 2017 con una participación de 25,1 por ciento del PBI, cubierta principalmente, por el ahorro interno de los sectores público y privado nacionales, los que en conjunto se proyecta alcancen niveles de 23,2 por ciento del PBI en dicho año. Dado el menor ahorro externo hacia el final del horizonte de proyección, se espera que el ahorro interno aumente su participación como fuente de financiamiento de la inversión, cubriendo más del 90 por ciento de la misma.

Cuadro 22
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
1. INVERSIÓN BRUTA FIJA	24,8	25,9	23,3	25,4	25,4	25,6	25,2	25,1
2. AHORRO INTERNO NETO ^{1/}	20,2	22,0	17,6	21,0	21,4	21,9	21,9	23,2
a. Privado	10,5	16,7	9,7	17,1	17,9	17,7	18,0	19,0
b. Público	9,7	5,2	8,2	3,9	3,6	4,2	3,9	4,2
3. AHORRO EXTERNO	4,6	4,0	5,7	4,4	3,9	3,7	3,3	2,0

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

Financiamiento externo

41. El flujo neto de financiamiento externo privado de largo plazo alcanzará US\$ 4,6 mil millones en **2015**, contándose como inversiones en el exterior por parte de residentes un total de US\$ 4,3 mil millones y como inversiones en el país por parte





de no residentes US\$ 8,9 mil millones. Este nivel de financiamiento neto es menor al estimado en el Reporte de Inflación previo. La revisión considera principalmente un menor financiamiento para el sector no financiero así como menos flujos de inversión extranjera directa, en línea con la revisión a la baja del crecimiento de la inversión privada.

Para el horizonte **2016-2017** se proyecta una entrada neta de capitales de largo plazo más gradual, totalizando flujos netos positivos de US\$ 5,1 mil (2,3 por ciento del PBI) y US\$ 4,3 mil millones (1,8 por ciento del PBI), respectivamente. La proyección para este período considera un escenario de aumento gradual de las tasas de interés internacionales en los siguientes años.

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

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
A. LARGO PLAZO	2 505	6 490	2 416	7 787	4 563	8 079	5 148	4 305
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>5,2</i>	<i>3,2</i>	<i>5,3</i>	<i>3,7</i>	<i>2,2</i>	<i>3,5</i>	<i>2,3</i>	<i>1,8</i>
1. ACTIVOS	-1 124	-4 548	-411	-2 759	-4 330	-2 258	-2 703	-3 792
2. PASIVOS	3 629	11 038	2 826	10 546	8 893	10 337	7 851	8 097
Inversión directa extranjera en el país	2 565	7 885	2 818	7 685	7 620	7 754	5 618	5 600
Sector no financiero	859	3 023	187	2 361	1 001	2 083	1 233	1 497
<i>Préstamos de largo plazo</i>	<i>110</i>	<i>1 078</i>	<i>85</i>	<i>580</i>	<i>-146</i>	<i>308</i>	<i>-305</i>	<i>100</i>
<i>Inversión de cartera</i>	<i>749</i>	<i>1 945</i>	<i>102</i>	<i>1 781</i>	<i>1 148</i>	<i>1 775</i>	<i>1 538</i>	<i>1 397</i>
Sector financiero	205	131	-179	500	271	500	1 000	1 000
<i>Préstamos de largo plazo</i>	<i>-93</i>	<i>-593</i>	<i>-180</i>	<i>100</i>	<i>-30</i>	<i>0</i>	<i>500</i>	<i>450</i>
<i>Inversión de cartera</i>	<i>298</i>	<i>723</i>	<i>1</i>	<i>400</i>	<i>301</i>	<i>500</i>	<i>500</i>	<i>550</i>
B. CORTO PLAZO ^{1/}	-478	-631	-669	16	-117	-9	0	0
C. SECTOR PRIVADO (A + B)	2 028	5 859	1 746	7 803	4 446	8 070	5 148	4 305

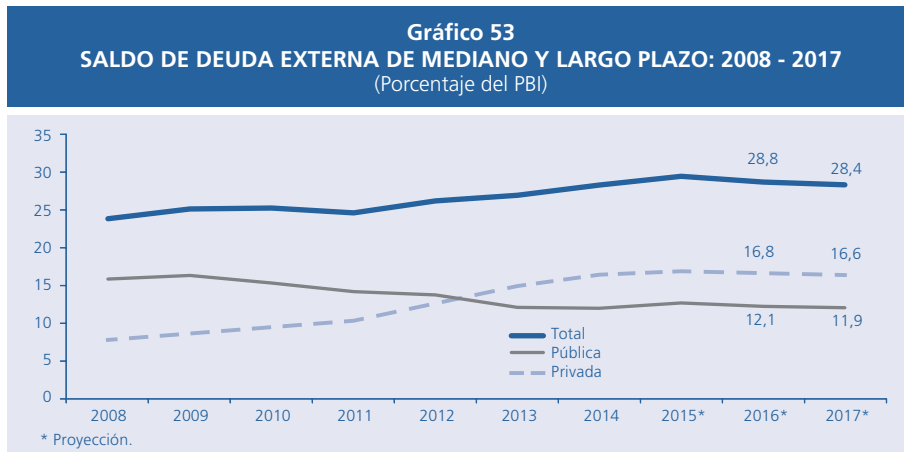
^{1/} Incluye errores y omisiones netos.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

42. El flujo positivo que se espera en la **cuenta financiera del sector público** para los siguientes 3 años (US\$ 2 063 millones en 2015, US\$ 2 161 millones en 2016 y US\$ 1 332 millones en 2017) refleja importantes desembolsos destinados a financiar diversos proyectos de inversión como la ampliación de la Refinería de Talara y el desarrollo de la Línea 2 del Metro de Lima en ese período.
43. A finales de 2014, el endeudamiento externo del sector privado representó 16,6 por ciento del PBI, mientras que el del sector público fue equivalente a 11,8 por ciento del producto. Se espera que la deuda externa privada siga siendo superior a la pública en

el horizonte de proyección. La deuda externa pública, incluyendo los bonos soberanos en poder de no residentes, representará 11,9 por ciento del PBI hacia final de 2017.



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

Cuadro 24
INDICADORES DE COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Como porcentaje de:	2005	2010	2015*
PBI	19,0	29,7	29,6
Deuda externa de corto plazo ^{1/}	292,7	506,9	564,0
Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	385,5	360,2	323,2

* Proyección.

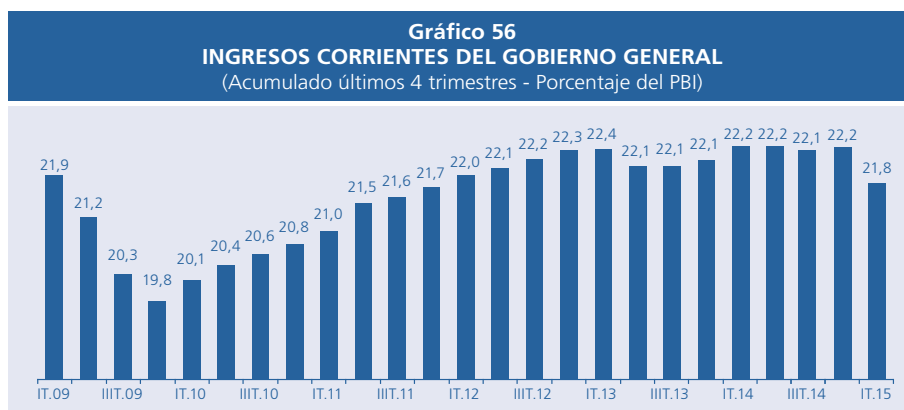
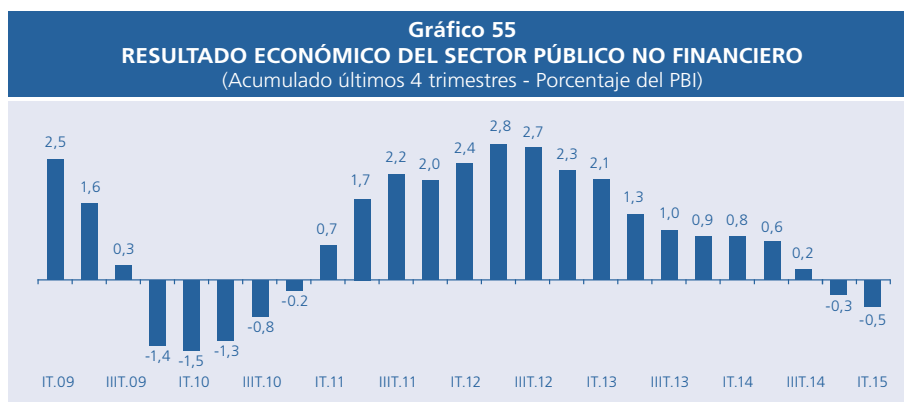


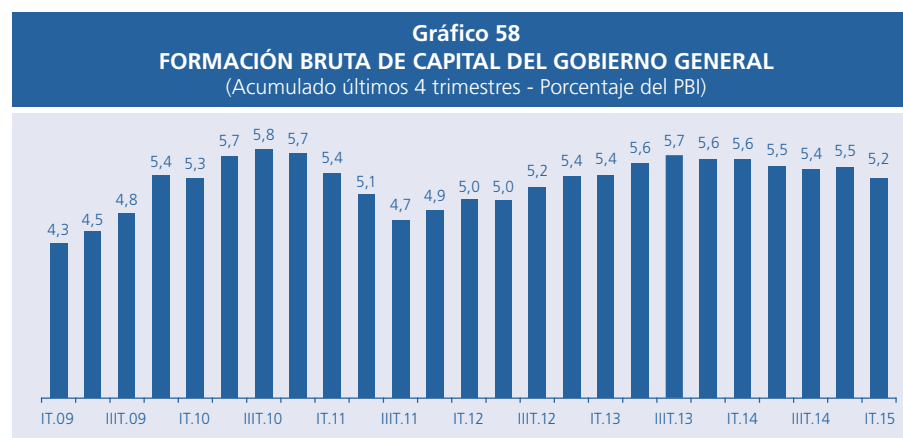
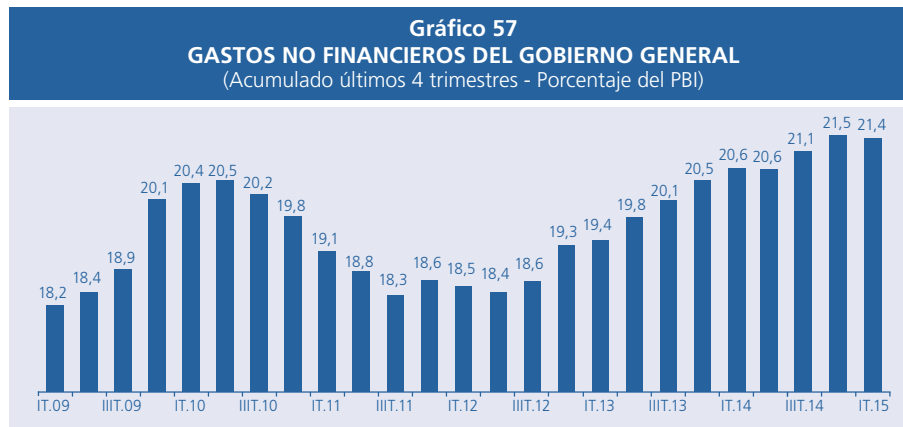


IV. Finanzas Públicas

Resultado económico

45. Durante los primeros meses del año, el resultado económico anual del sector público continuó con la tendencia decreciente (déficit fiscal anual de 0,5 por ciento a marzo de 2015). Ello se explica por la reducción de los ingresos del gobierno general, lo cual se explica por la moderación en el crecimiento de la actividad económica, la caída de los términos de intercambio, así como por el conjunto de medidas tributarias adoptadas hacia fines del año pasado.





46. Para el año **2015** se proyecta un déficit fiscal de 2,0 por ciento, manteniéndose de esta forma, el resultado considerado en el Reporte de Inflación de enero. Para los años 2016 y 2017 se proyecta una trayectoria descendente del déficit del Sector Público No Financiero (SPNF); 1,8 por ciento y 1,5 por ciento, respectivamente; similar a la prevista en el Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018 (publicado el 30 de abril de 2015). El resultado proyectado para el año 2015 responde básicamente a las medidas fiscales adoptadas hacia fines del año 2014 que incluyeron, entre otros, una reducción del Impuesto a la Renta para empresas y personas naturales, del Impuesto Selectivo al Consumo y de los aranceles y una modificación de los sistemas de pago anticipado del IGV. Adicionalmente, los ingresos de la proyección se han visto afectados por la continua caída de los términos de intercambio, así como por la desaceleración de la economía.





Cuadro 25
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
1. Ingresos corrientes del gobierno general ^{1/}	24,4	22,2	22,5	20,7	20,3	20,8	20,4	20,4
<i>Variación % real</i>	6,3	2,4	-6,6	-2,7	-5,3	6,4	5,5	5,7
2. Gastos no financieros del gobierno general ^{2/}	16,9	21,5	16,6	21,7	21,4	21,8	21,0	20,6
<i>Variación % real</i>	11,7	7,3	-0,6	6,2	2,8	6,2	3,4	3,6
Del cual:								
Gasto corriente	13,2	15,6	13,5	15,6	15,7	15,4	15,5	15,0
<i>Variación % real</i>	11,9	10,6	3,7	5,4	4,9	4,4	3,7	2,8
Formación bruta de capital	3,5	5,5	2,4	5,5	5,2	5,8	5,2	5,2
<i>Variación % real</i>	9,4	-0,2	-29,0	5,6	-2,2	11,2	4,1	6,6
3. Otros	0,0	0,1	0,8	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2
4. Resultado primario (1-2+3)	7,5	0,7	6,7	-1,1	-1,0	-1,2	-0,8	-0,4
5. Intereses	1,5	1,1	1,5	0,9	1,0	0,9	1,0	1,1
6. Resultado económico	6,0	-0,3	5,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8	-1,5

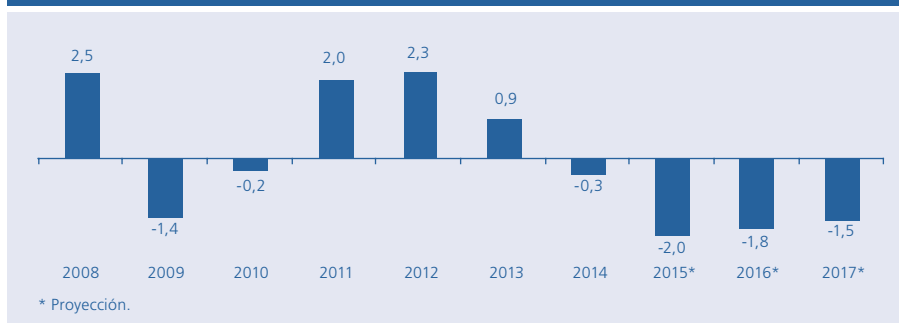
1/ El gobierno central incluye los ministerios, universidades nacionales, instituciones públicas y gobiernos regionales. El gobierno general tiene una cobertura más amplia que incluye además del gobierno central, a la seguridad social, organismos reguladores y supervisores, beneficencias públicas y gobiernos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

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

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

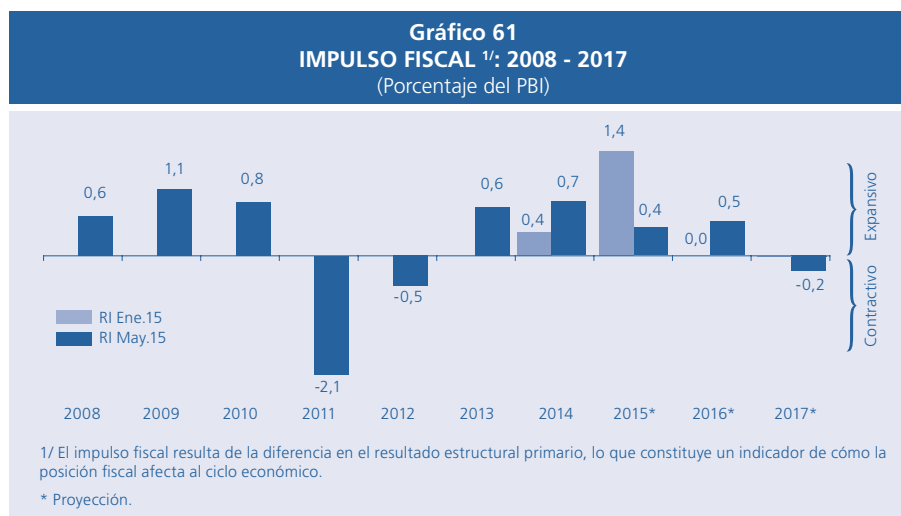
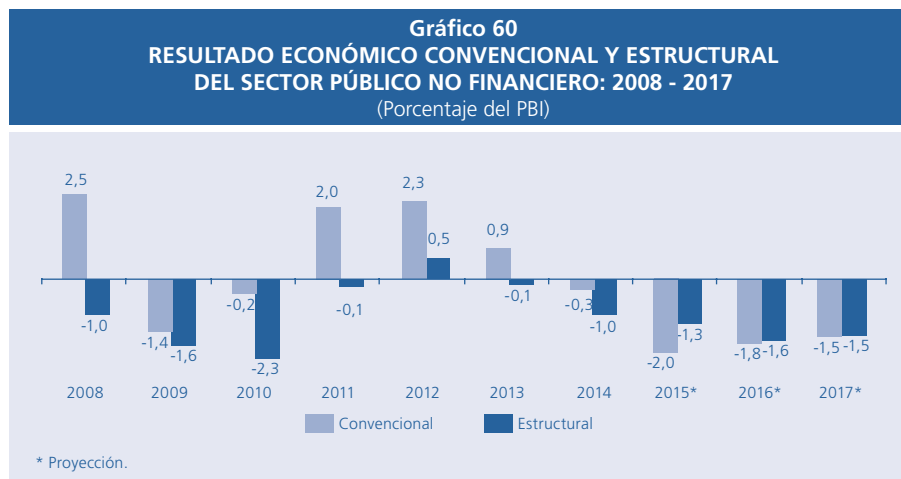
Gráfico 59
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2008-2017
(Porcentaje del PBI)



Impulso fiscal

47. El **resultado económico estructural**, indicador de la posición fiscal de largo plazo que deduce del resultado económico convencional los efectos del ciclo económico y de los precios de los principales minerales de exportación, fue de 1,3 por ciento del PBI en 2015. Para el año 2016 y 2017 se proyecta un resultado estructural negativo de 1,6 por ciento y 1,5 por ciento del PBI, respectivamente.

La variación en el resultado estructural determina el impulso fiscal. Este indicador permite identificar los cambios en la posición fiscal descontando los efectos del ciclo económico. Para el año 2015 se proyecta un impulso fiscal de 0,4 por ciento como consecuencia de las medidas tributarias adoptadas. Para 2016 este indicador sería de 0,5 por ciento del PBI, mayor al previsto en el Reporte de enero (resultado nulo) y para 2017 se proyecta un impulso fiscal negativo de 0,2 por ciento.



Ingresos fiscales

- Al cierre del año 2015 los ingresos corrientes del gobierno general disminuirían en 5,3 por ciento, lo que permitiría alcanzar el 20,3 por ciento del PBI. Esta proyección incorpora una ligera mejora en los resultados que se obtendrían en el segundo semestre del año, pero que no alcanzarían a revertir los resultados negativos que





se acumularían al primer semestre. En general, los tres más importantes impuestos de nuestra estructura tributaria, el IGV, el impuesto a la renta y el ISC, terminarían, en términos del producto, con menores niveles a los registrados en el año 2014 por las razones indicadas anteriormente. Adicionalmente, también influiría en la variación negativa que se registraría en el año 2015, los ingresos excepcionales percibidos durante el año 2014 (0,6 por ciento del PBI) que correspondieron a pagos de impuesto a la renta de contribuyentes no domiciliados y que no se darían este año.

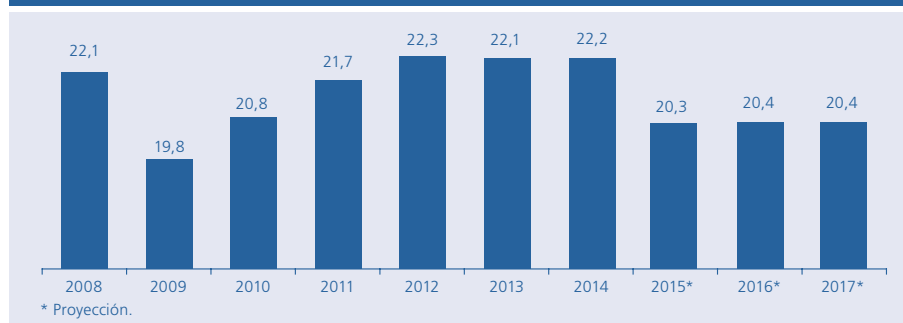
Para los años **2016** y **2017** los ingresos registrarían una recuperación y crecimiento de 5,5 por ciento y 5,7 por ciento, respectivamente, consistente con el crecimiento de la actividad económica para esos años que conllevaría a que la recaudación se ubique en 20,4 por ciento en el año 2017.

Cuadro 26
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
INGRESOS TRIBUTARIOS	18,6	17,0	17,2	15,6	15,4	15,7	15,4	15,4
Impuesto a la Renta	8,5	7,0	7,6	5,9	5,8	5,9	5,8	5,9
Impuesto General a las Ventas	9,5	8,8	9,2	8,6	8,5	8,6	8,5	8,5
Impuesto Selectivo al Consumo	1,0	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,5	1,9	1,3	1,9	1,8	1,9	1,8	1,8
Devoluciones de impuestos	-2,2	-1,9	-2,2	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,8	5,2	5,2	5,0	4,9	5,1	4,9	5,0
TOTAL	24,4	22,2	22,5	20,7	20,3	20,8	20,4	20,4

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 62
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2008 - 2017
(Porcentaje del PBI)



Evolución del gasto público

49. En el periodo enero-abril 2015, el gasto no financiero del gobierno general registró un crecimiento de 0,9 por ciento. Esta última variación, sin embargo, tiene un comportamiento heterogéneo si distinguimos entre gasto corriente y gasto de capital. El primero aumentó en 5,4 por ciento en este periodo, en tanto que el segundo disminuyó en 13,8 por ciento en el mismo periodo. Esta última variación está fuertemente determinada por la evolución de la inversión de los gobiernos subnacionales que se contrajo 34,9 por ciento en el caso de los gobiernos regionales y 43,8 por ciento en el caso de los gobiernos locales.

Se espera una recuperación de este indicador en los meses siguientes, a medida que paulatinamente los gobiernos regionales y locales vayan superando los usuales problemas de gestión que enfrentan las nuevas autoridades elegidas en los comicios del año pasado. En este sentido, para impulsar el gasto de estos niveles de gobierno, el Ministerio de Economía y Finanzas ha suscrito convenios con varios gobiernos regionales para proporcionarles asistencia técnica integral, la misma que será brindada por equipos técnicos conformados por especialistas en gestión y ejecución de inversiones que trabajarán en cada una de las sedes de los gobiernos regionales.

50. Para el año 2015 el crecimiento del gasto no financiero sería de 2,8 por ciento, tasa menor a la registrada en el Reporte de inflación de enero (6,2 por ciento), básicamente por una corrección del nivel gasto por formación bruta de capital, el mismo que pasa de una proyección de crecimiento de 5,6 por ciento a una caída de 2,2 por ciento. De este modo, para el año 2015 se tendría un gasto de 21,4 por ciento del producto, inferior a lo previsto en el Reporte de enero (21,7 por ciento), en un año en el que se prevé un contexto internacional menos favorable y en el que se han implementado medidas de gestión de finanzas públicas y de orden presupuestal con el fin de acelerar el proceso de ejecución eficiente del gasto público en los gobiernos subnacionales.

Por niveles de gobierno, la expansión del gasto público será impulsada por el gasto del gobierno nacional, tanto por gasto corriente, cuanto por mayor inversión pública, debido a una mayor ejecución esperada de este nivel de gobierno. En el horizonte de proyección se considera la ejecución de los proyectos de la Línea 2 del Metro de Lima y Callao, así como la Modernización de la Refinería de Talara. Del mismo modo, se incorpora el gasto previsto en operación y mantenimiento de infraestructura pública que permitirá mantener en buen estado el actual stock de capital público con el fin de potenciar el crecimiento de la actividad económica.



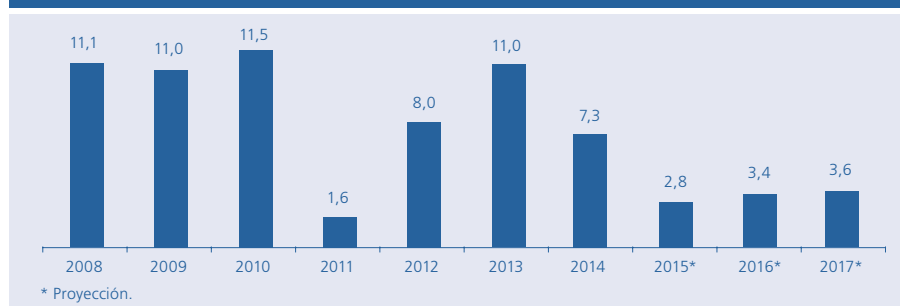


Cuadro 27
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

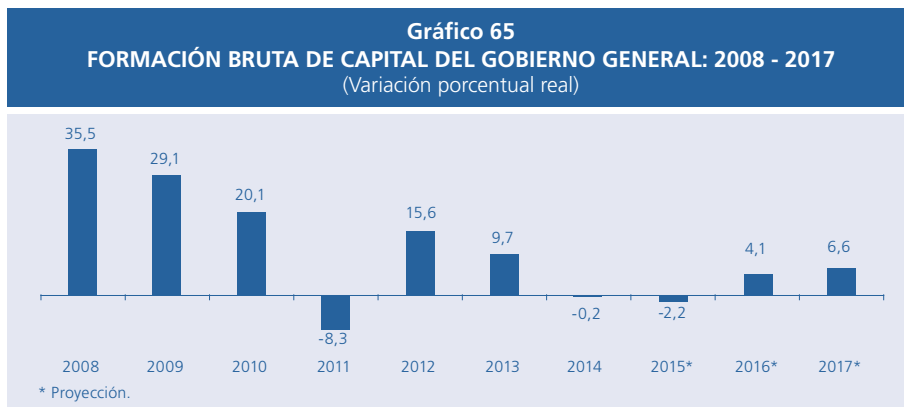
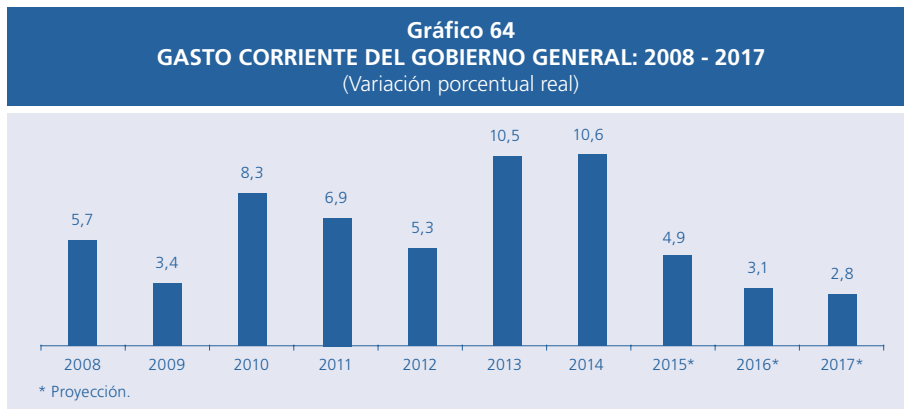
	2014		2015*			2016*		2017*
	I Trím.	Año	I Trím.	RI Ene.15	RI May.15	RI Ene.15	RI May.15	RI May.15
GASTO CORRIENTE	13,2	15,6	13,5	15,6	15,7	15,4	15,5	15,0
Gobierno Nacional	8,8	10,7	9,5	10,6	10,9	10,5	10,6	10,3
Gobiernos Regionales	2,7	3,0	2,6	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0
Gobiernos Locales	1,7	1,8	1,4	1,9	1,8	1,9	1,8	1,8
GASTO DE CAPITAL	3,7	6,0	3,1	6,1	5,6	6,4	5,6	5,6
Formación Bruta de Capital	3,5	5,5	2,4	5,5	5,2	5,8	5,2	5,2
Gobierno Nacional	1,1	2,0	1,2	2,0	2,4	2,1	2,4	2,4
Gobiernos Regionales	1,0	1,1	0,5	1,1	1,0	1,2	1,0	1,0
Gobiernos Locales	1,4	2,4	0,7	2,4	1,8	2,5	1,8	1,9
Otros	0,2	0,5	0,7	0,6	0,4	0,6	0,4	0,4
TOTAL	16,9	21,5	16,6	21,7	21,4	21,8	21,0	20,6
Gobierno Nacional	10,1	13,2	11,4	13,2	13,7	13,1	13,4	13,0
Gobiernos Regionales	3,8	4,1	3,1	4,1	4,0	4,2	4,0	4,0
Gobiernos Locales	3,1	4,3	2,1	4,3	3,7	4,4	3,7	3,7

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 63
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2008 - 2017
(Variación porcentual real)



51. Para los años 2016 y 2017, se proyecta un crecimiento del gasto no financiero de 3,4 y 3,6 por ciento, respectivamente. Dentro del nivel de gasto proyectado, el gasto corriente crecería a un menor ritmo, en 3,1 por ciento en 2016 y 2,8 por ciento en 2017, en tanto que la formación bruta de capital se acelera en 2016 a 4,1 por ciento y 6,6 por ciento en 2017, bajo la consideración que las nuevas autoridades elegidas para los gobiernos regionales y locales superarían los problemas de gestión que habitualmente se registran al primer año de su periodo electoral.



Deuda pública

52. Al cierre del primer trimestre de 2015 la deuda del sector público no financiero ascendería a 20,0 por ciento del producto, lo que representa un ratio mayor respecto al registrado al primer trimestre de 2014 (18,2 por ciento). Este saldo incluye el efecto de la Operación de Administración de Deuda (OAD) realizada en el mes de marzo, la misma que ascendió a un monto total de S/. 6 081 millones. Esta operación implicó la reapertura del Bono Soberano 2031, del cual se emitieron S/. 4 392 millones que sirvieron para financiar el intercambio de bonos (S/. 2 142 millones), para recomprar bonos (S/. 1 324 millones) y para prefinanciar las necesidades fiscales del año 2016.

Asimismo, en forma complementaria, el gobierno peruano reaperturó el Bono Global 2050 colocando un monto por el valor nominal de US\$ 545 millones. Los recursos provenientes de esta emisión en dólares se destinarán exclusivamente para el pre financiamiento del año 2016. Esta operación ha permitido el aumento de la vida media del portafolio de deuda que aumentaría de 12,3 a 12,6 años y mejora el perfil de vencimientos de la deuda pública.

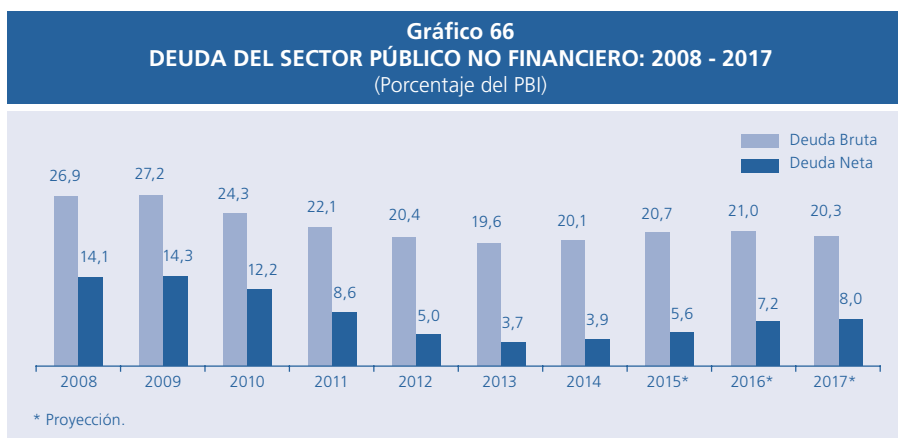




53. El resultado económico proyectado para el 2015 (déficit 2,0 por ciento del PBI) genera una necesidad de financiamiento de S/. 20,6 mil millones, monto que se cubriría con desembolsos externos y colocaciones de bonos y una utilización de los depósitos del Tesoro Público para este año.

Cuadro 28 REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Millones de Nuevos soles)								
	2014		2015*		2016*		2017*	
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Ene.15 RI May.15	RI Ene.15 RI May.15	RI Ene.15 RI May.15	RI May.15	RI May.15
I. USOS	-7 201	11 061	-2 648	17 310	20 552	18 455	18 169	21 375
1. Amortización	864	9 059	4 563	4 943	8 071	4 814	6 031	10 591
a. Externa	343	4 207	2 376	2 481	3 671	3 140	3 374	2 670
b. Interna	521	4 852	2 187	2 461	4 400	1 675	2 657	7 921
Del cual: bonos de reconocimiento	137	692	122	801	655	797	631	709
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-8 065	2 002	-7 211	12 367	12 480	13 641	12 138	10 784
II. FUENTES	-7 201	11 061	-2 648	17 310	20 552	18 455	18 169	21 375
1. Externas	103	2 654	1 199	6 451	7 701	5 493	5 581	4 910
2. Bonos ^{1/}	423	13 002	6 658	3 427	8 846	5 002	9 261	9 165
3. Internas ^{2/}	-7 727	-4 595	-10 505	7 431	4 005	7 960	3 327	7 299
Nota:								
Porcentaje del PBI								
Saldo de deuda pública bruta	18,2	20,1	20,0	19,6	20,7	19,3	21,0	20,3
Saldo de deuda pública neta ^{3/}	2,0	3,9	3,2	5,0	5,6	6,8	7,2	8,0
* Proyección.								
1/ Incluye bonos internos y externos.								
2/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.								
3/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.								
RI: Reporte de Inflación.								

Como producto de las operaciones descritas, se proyecta que el saldo de la deuda bruta del sector público no financiero se ubicaría en 20,3 al final del horizonte de proyección, en tanto que la deuda neta aumentaría a 8,0 por ciento del producto hacia 2017, lo que está asociado al uso de los depósitos del Tesoro Público en los próximos años para cubrir parte del financiamiento de las operaciones del fisco.



Recuadro 4
DINÁMICA DE LA INVERSIÓN PÚBLICA DE GOBIERNOS SUBNACIONALES

El proceso de descentralización ha ocasionado un cambio importante en la composición de la inversión pública. Así, a nivel del gobierno general se ha observado una reducción de la participación del Gobierno Nacional, que pasó de 68 por ciento en 2000 a 38 por ciento en 2014, mientras que la participación de los gobiernos sub nacionales aumentó de 32 por ciento en 2000 a 62 por ciento en 2014.

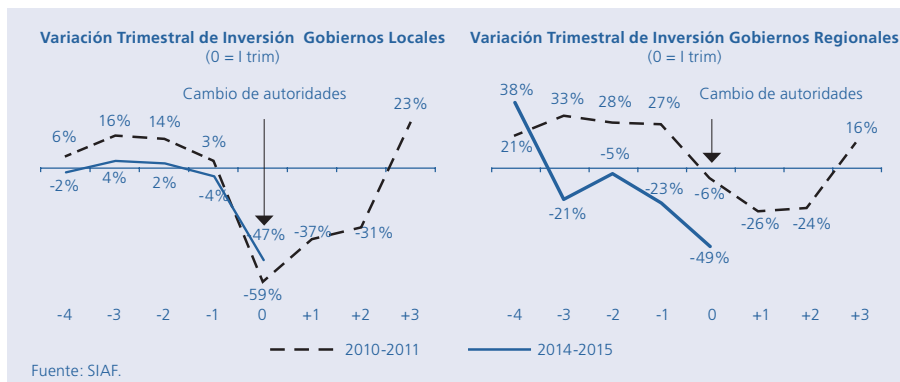
Estos resultados reflejan el efecto del sistema de transferencias intergubernamentales, el que en un escenario de crecimiento económico con aumento de los precios de exportación minera y del petróleo crudo, resultó en el aumento de los recursos a disposición de regiones y municipios, tanto provenientes del canon y regalías como de las transferencias realizadas por entidades del Gobierno Nacional financiadas con recursos ordinarios.

COMPOSICIÓN Y GRADO DE EJECUCIÓN DE PROYECTOS DE INVERSIÓN GOBIERNO GENERAL: 2007 -2014								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Composición								
Gobierno Nacional	42%	27%	32%	36%	41%	31%	32%	38%
Gobierno Regional	26%	20%	20%	21%	21%	24%	22%	19%
Gobierno Local	33%	53%	48%	43%	38%	45%	46%	43%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Grado de ejecución (Ejec./PIM)								
Gobierno Nacional	64%	54%	80%	81%	81%	82%	81%	88%
Gobierno Regional	50%	48%	54%	61%	61%	76%	78%	78%
Gobierno Local	42%	55%	58%	73%	59%	63%	66%	73%
TOTAL	52%	53%	63%	72%	67%	71%	73%	79%

Fuente: SIAF-MEF.

La mayor importancia de los gobiernos subnacionales en la ejecución de la inversión, implica riesgos para la conducción de la política fiscal desde el punto de vista macroeconómico. Ello ocurre, por ejemplo, en el caso del ciclo de recambio de autoridades y funcionarios subnacionales que tiene lugar cada cuatro años como resultado de las elecciones a nivel subnacional.

En el siguiente gráfico se observa la variación nominal trimestral interanual de la inversión de los gobiernos subnacionales. Los datos se presentan centrados en el trimestre en que se da el cambio de autoridades y los gráficos muestran la evolución del crecimiento real de la inversión en los cuatro trimestres anteriores y los tres posteriores, para dos coyunturas electorales: el periodo 2010-2011, así como en el periodo 2014-2015.





Como puede apreciarse el cambio de autoridades reduce en forma importante la tasa de crecimiento de la inversión tanto de municipios como de gobiernos regionales. En el caso de los municipios, la tasa de crecimiento en el trimestre de cambio (primer trimestre de 2011 y 2015, respectivamente) fue de -47 por ciento este año y de -59 por ciento en la coyuntura 2010-2011 mostrando en dicho episodio una recuperación a partir del segundo trimestre y regresando a valores positivos en el cuarto trimestre de 2011. En el caso de las regiones, el efecto es similar, pero muestra mayor intensidad en 2014-2015 (la caída es de -49 por ciento frente al -6 por ciento de 2010-2011), pues la inversión de estas entidades se venía reduciendo desde el año pasado debido a los problemas de corrupción detectados en algunas regiones. La tasa de crecimiento de la inversión regional se mantuvo en 2010-2011 en valores negativos hasta el tercer trimestre del 2011 (en forma similar a los municipios).

El impacto de las elecciones subnacionales sobre la ejecución de la inversión se debería a la relativamente baja tasa de reelección que se observa entre alcaldes y gobernadores regionales. En los periodos electorales 2010-2011 y 2014-2015 ha habido una reducción en el porcentaje de autoridades reelectas, pasando en gobiernos regionales de 24 a 16 por ciento, en los gobiernos locales distritales de 34 a 17 por ciento y en gobiernos locales provinciales de 28 a 11 por ciento⁹.

Estos resultados afectan la gestión de los gobiernos regionales y locales, dada la necesidad de mayor aprendizaje por parte de la burocracia regional y local, cuyas autoridades no fueron reelectas¹⁰.

El recambio de las autoridades regionales y locales afecta la gestión de los Proyectos de Inversión Pública (PIP) a su cargo mediante los siguientes procesos:

- Nuevas autoridades parten por lo general de una oferta electoral que comprende un diseño de políticas que priorizan la atención inmediata o coyuntural sin un criterio de proyección temporal o regional. Es decir, sus programas se limitan sólo a realizar inversiones temporales de atención específica, inmediata, y con un nivel de atomicidad que es difícil de compatibilizar con un programa de inversión coherente de largo plazo.
- Hay un alto nivel de ineficacia en la gestión de los PIP, situación que se refleja en la baja ejecución de PIP respecto a su asignación presupuestal; así como a la atomización de los PIP ante la ausencia de una proyección institucional que considere proyectos de gran envergadura y alto impacto para la región o el municipio.
- Hay un alto nivel de rotación laboral en la mayoría de dependencias administrativas de los gobiernos regionales y locales cuyas autoridades no fueron reelectas. Este cambio de personal implica un proceso de adaptación laboral para los ingresantes, un proceso de transferencia de competencias laborales nuevas de los anteriores funcionarios o funcionarios de carrera (personal nombrado) al nuevo personal.

Este aspecto limita la ejecución de proyectos de inversión por la adecuación de nuevos funcionarios responsables, la modificación de los parámetros administrativos o requerimientos, tanto para incrementarlos o para flexibilizarlos; así

9 Aragón, Jorge y José Luis Incio “La reelección de autoridades regionales y municipales en el Perú, 2006- 2014”. En Revista Argumentos, año 8, N° 5. Diciembre 2014. (<http://www.revistargumentos.org.pe/reeleccionregionales.html>)

10 Cabe señalar que mediante la Ley 30305 se ha establecido la prohibición de la reelección inmediata de los titulares de los gobiernos regionales y locales, la cual estará vigente para las próximas elecciones de 2018.

como en el caso de los proyectos en trámite que tienen que adecuarse a los nuevos parámetros de la nueva gestión de gobierno.

Para mitigar este riesgo en la ejecución de la inversión pública y de la política fiscal macroeconómica, el MEF ha implementado diversas medidas de gestión y presupuestales para acelerar el proceso de aprendizaje y facilitar la inversión pública de los gobiernos subnacionales. Entre las principales medidas están los talleres de capacitación para las autoridades regionales y locales, en sistemas administrativos, el traslado de equipos multidisciplinarios del MEF a los distintos territorios a fin de agilizar la ejecución de PIP y la presencia de equipos residentes en 24 gobiernos regionales, financiados y supervisados por el MEF.





V. Política Monetaria y Mercados Financieros

Acciones de Política Monetaria

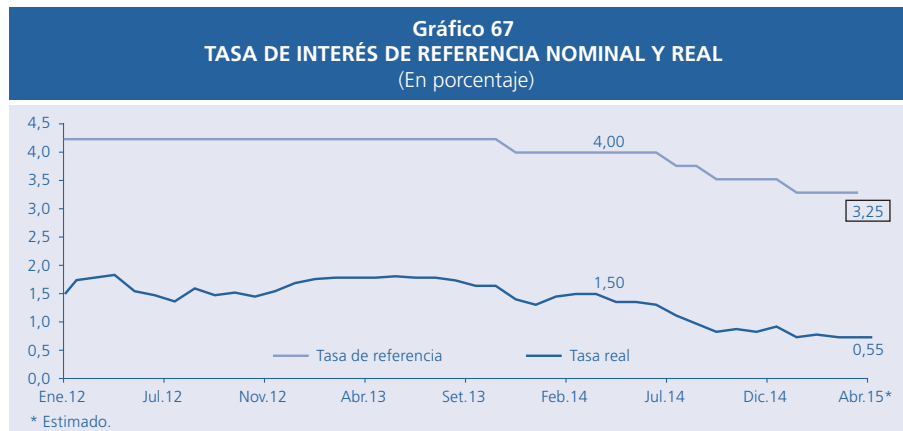
54. Desde el último Reporte de Inflación, la proyección de inflación se ha incrementado ligeramente al alza en el horizonte 2015-2017. El efecto de la mayor depreciación del tipo de cambio sobre los precios importados ha producido un aumento en la inflación en el horizonte de proyección, mientras que choques de oferta debido a factores climáticos han tenido un efecto temporal en la inflación. Estos efectos están siendo parcialmente contrarrestados por la brecha del producto que se mantiene negativa, y se prevé que se recupere gradualmente en el horizonte de proyección 2015-2017.

En este contexto, el Directorio acordó mantener la tasa de interés de referencia en 3,25 por ciento desde el mes de enero. Este nivel de la tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que converge a 2,0 por ciento en el horizonte de proyección 2015-2017, reflejando una posición de política monetaria que pondera los efectos en la inflación de un nivel de actividad económica por debajo de su potencial y un entorno de mayor volatilidad en los mercados financieros y de cambios, que en el corto plazo incrementan el riesgo de mayor inflación por efecto del traspaso del tipo de cambio a precios.

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

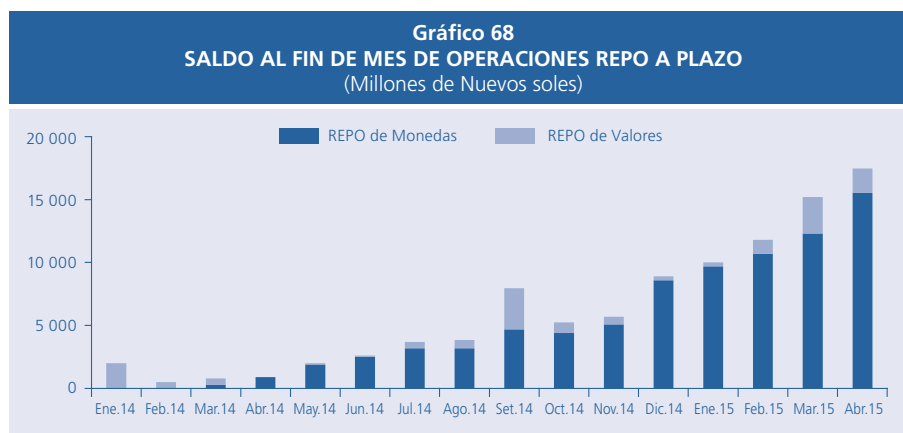
Por otra parte, a fin de desincentivar la dolarización de los depósitos, en marzo el BCRP elevó el encaje marginal del régimen general de moneda extranjera de 60 a 70 por ciento. Asimismo, se implementó requerimientos de encaje adicionales en soles en función a las operaciones de venta a futuro de moneda extranjera a través de derivados cambiarios, con lo cual se busca atenuar la volatilidad cambiaria que se genera en este mercado.

55. Los comunicados de política monetaria de los últimos meses destacaron que las expectativas de inflación se encuentran dentro del rango meta, y que la tasa de inflación disminuirá en la medida que las condiciones temporales de oferta sigan moderándose y se mantengan ausentes las presiones de demanda. Asimismo, el Directorio ha destacado que se encuentra atento a la proyección de inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, cambios en sus instrumentos de política monetaria.



Tasas de interés y operaciones monetarias

56. Las tasas de interés del mercado de dinero se redujeron durante el primer trimestre, influenciadas por la reducción de su tasa de referencia en enero en 25 puntos básicos. Sin embargo, se continuó apreciando cierta volatilidad en algunas tasas de interés por influencia de las presiones en la liquidez en moneda nacional como resultado de una mayor demanda por soles para adquirir moneda extranjera, en un contexto de mayor demanda por cobertura cambiaria por parte del sector corporativo. Para mitigar los efectos de esta mayor demanda por soles, el BCRP buscó reforzar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés y preservar las condiciones monetarias en soles mediante operaciones de inyección de liquidez a plazo, particularmente repos con títulos y con moneda extranjera.

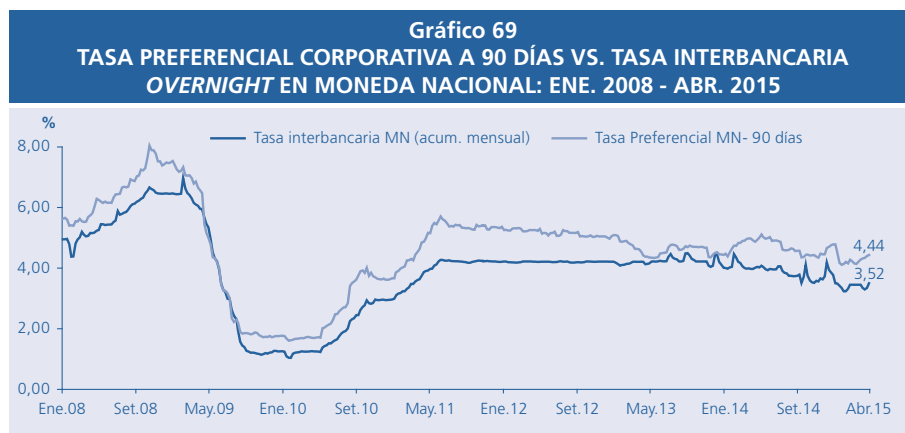


57. En el programa monetario de mayo el directorio acordó reducir las tasas para operaciones de ventanilla. La tasa para depósitos *overnight* se redujo en 5 puntos básicos a 2,00 por ciento y la tasa para las operaciones REPO directas se redujo en 25 puntos básicos a 3,80 por ciento. Esta reducción contribuye a una mejor distribución de la liquidez entre las entidades del sistema financiero. Esto a su vez mejora el manejo del BCRP de la tasa interbancaria.





58. Adicionalmente a las modalidades de inyección de liquidez en soles que viene utilizando el BCRP, en mayo se acordó con el Tesoro Público y el Banco de la Nación la realización de subastas para inyectar liquidez con los fondos que estas entidades mantienen en el BCRP. A la fecha, los depósitos del Tesoro Público en el BCRP ascienden a S/. 34 mil millones, mientras que los del Banco de la Nación a S/. 7 mil millones. Se han realizado colocaciones de depósitos del Tesoro Público por S/. 300 millones y una de depósitos del Banco de la Nación por S/. 300 millones; ambas a plazo de 1 año.
59. Con estas operaciones de inyección de liquidez se logró revertir el aumento temporal de la tasa de interés interbancaria y de la tasa preferencial corporativa. La tasa interbancaria disminuyó en 28 puntos básicos en el último trimestre, mientras que la tasa preferencial activa corporativa registró una caída de 36 puntos básicos respecto al cuarto trimestre de 2014.



Cuadro 29
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(Porcentajes)

	Dic.14	Abr.15
Préstamos Corporativos	5,61	4,99
Préstamos Corporativos (a 3 meses)	4,80	4,44
Depósitos hasta 30 días	3,80	3,70
Depósitos de personas jurídicas hasta 30 días	3,80	3,64

60. La tendencia descendente de las tasas del mercado monetario han influido en las tasas de interés de préstamos en moneda nacional, las cuales disminuyeron en la mayoría de los segmentos de crédito en el primer trimestre de 2015. Para los segmentos de consumo, corporativo, hipotecario y grandes empresas, las reducciones fueron de 226, 62, 51 y 21 puntos básicos, respectivamente. Los segmentos de microempresas, pequeñas empresas y medianas empresas presentaron incrementos en sus tasas, en línea con el incremento en la morosidad en estos segmentos del mercado de créditos.

En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda nacional, las de depósitos menores a 30 días disminuyeron en 14 puntos básicos, mientras que la de los depósitos a plazos entre 31 a 180 días y la de 181 a 360 días se mantuvieron estables. En los próximos meses se espera una reducción adicional de las tasas activas debido a las medidas de inyección de liquidez a plazos en moneda nacional que viene realizando el BCRP.

Cuadro 30 TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL ^{1/} (En porcentajes)							
	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.12	5,8	7,4	11,0	22,5	33,2	41,2	8,8
Dic.13	5,4	7,1	10,1	21,0	33,1	42,3	9,0
Mar.14	5,8	7,0	10,8	21,2	32,5	42,9	9,2
Jun.14	5,9	7,5	10,8	21,1	32,1	42,7	9,4
Set.14	5,3	6,9	10,8	21,0	33,0	43,0	9,2
Oct.14	5,5	7,1	10,6	20,9	32,8	42,7	9,1
Nov.14	5,8	7,1	10,5	21,2	32,8	42,4	9,0
Dic.14	5,6	6,8	9,5	20,6	33,0	43,3	9,0
Ene.15	5,2	6,6	9,5	20,4	32,5	42,3	8,9
Feb.15	5,1	6,7	10,0	20,5	32,2	40,5	8,9
Mar.15	5,2	6,6	9,8	21,2	34,4	40,6	8,5
Abr.15	5,0	6,6	9,8	21,3	35,1	41,1	8,5
Variación Acumulada (pbs)							
Abr.15-Dic.14	-62	-21	30	74	218	-226	-51
Abr.15-Dic.13	-42	-46	-39	28	204	-121	-58
Abr.15-Dic.12	-79	-77	-121	-114	199	-11	-31

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

Cuadro 31 TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE DEPÓSITO EN MONEDA NACIONAL (En porcentajes)			
	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.12	3,6	3,8	4,2
Dic.13	3,8	3,5	3,9
Ene.14	3,9	3,5	3,9
Mar.14	4,1	3,7	3,9
Jun.14	3,7	4,0	4,2
Jul.14	3,7	4,1	4,2
Ago.14	3,5	4,0	4,2
Set.14	3,6	3,9	4,2
Oct.14	3,5	3,8	4,2
Nov.14	3,6	3,8	4,1
Dic.14	3,8	3,8	4,3
Ene.15	3,6	3,8	4,4
Feb.15	3,3	3,7	4,4
Mar.15	3,5	3,8	4,4
Abr.15	3,7	3,8	4,4
Variación Acumulada (pbs)			
Abr.15-Dic.14	-14	5	5
Abr.15-Dic.13	-9	30	50
Abr.15-Dic.12	6	4	17

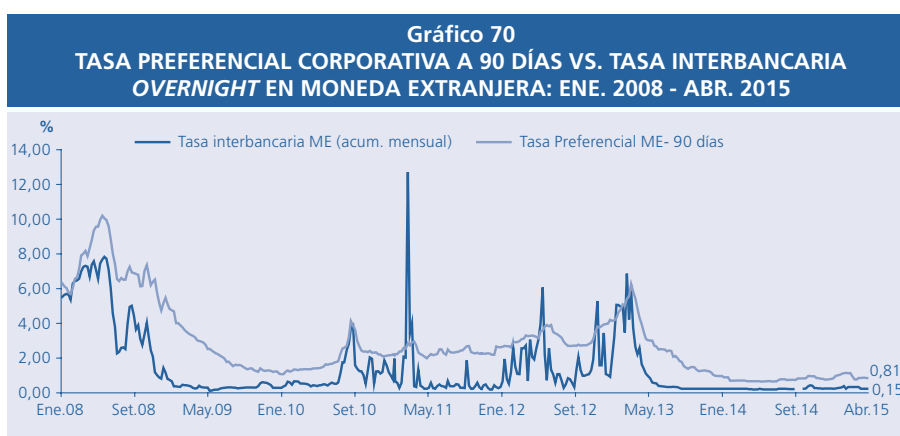
Fuente: BCRP.

61. En el caso de las tasas de interés en dólares, la mayoría de tasas activas y pasivas disminuyeron a pesar del uso por parte de los bancos de sus excedentes de liquidez





en moneda extranjera para realizar operaciones de reporte con monedas con el BCRP. Así, la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días en dólares aumentó 5 puntos básicos respecto a diciembre, alcanzando un nivel de 0,81 por ciento, mientras que la tasa interbancaria disminuyó 1 punto básico.



Las tasas de préstamos en dólares presentaron comportamientos mixtos respecto al trimestre anterior. De un lado, las tasas de los segmentos de pequeñas empresas, hipotecario, corporativo y grandes empresas descendieron en 67, 44, 41 y 31 puntos básicos, respectivamente. Por otro lado, las tasas de los segmentos de consumo, microempresas y medianas empresas subieron en 338, 298 y 5 puntos básicos, respectivamente, de forma similar a las tasas respectivas en nuevos soles.

Cuadro 32
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA ^{1/}
(En porcentajes)

	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.12	4,1	6,4	9,0	15,5	19,3	22,4	8,0
Dic.13	2,4	5,5	8,3	13,2	19,2	26,1	8,5
Mar.14	2,3	5,2	8,6	13,3	19,0	26,7	8,5
Jun.14	2,3	4,8	8,5	13,0	18,3	27,1	7,7
Set.14	2,2	4,4	8,1	13,0	18,8	27,3	7,6
Oct.14	2,1	4,6	7,6	12,6	20,0	27,5	7,6
Nov.14	2,6	4,7	7,8	12,7	18,0	28,2	7,5
Dic.14	2,5	5,1	8,3	12,3	16,9	27,3	7,6
Ene.15	2,5	5,2	8,1	11,5	17,9	28,1	7,6
Feb.15	3,6	5,3	8,3	12,0	18,1	29,9	7,7
Mar.15	2,6	4,9	8,2	13,5	14,9	30,9	7,4
Abr.15	2,1	4,8	8,3	11,6	19,9	30,6	7,1
Variación Acumulada (pbs)							
Abr.15-Dic.14	-41	-31	5	-67	298	338	-44
Abr.15-Dic.13	-32	-71	6	-158	70	459	-134
Abr.15-Dic.12	-199	-160	-69	-388	58	824	-85

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

Asimismo, las tasas de interés pasivas en moneda extranjera también se redujeron a plazos menores a 30 días (4 puntos básicos) y a plazos entre 181 a 360 días (6 puntos básicos), mientras que la tasa de interés de depósitos a plazos entre 31 y 180 días aumentó en 5 puntos básicos.

Cuadro 33			
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE DEPÓSITO EN MONEDA EXTRANJERA			
(En porcentajes)			
	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.12	1,8	1,3	1,7
Dic.13	0,2	0,7	1,3
Ene.14	0,1	0,7	1,2
Mar.14	0,1	0,5	1,1
Jun.14	0,1	0,5	1,0
Jul.14	0,2	0,5	0,9
Ago.14	0,2	0,5	0,9
Set.14	0,2	0,5	0,9
Oct.14	0,2	0,5	0,8
Nov.14	0,2	0,5	0,8
Dic.14	0,2	0,5	0,8
Ene.15	0,3	0,5	0,8
Feb.15	0,3	0,5	0,8
Mar.15	0,2	0,5	0,8
Abr.15	0,1	0,5	0,7
Variación Acumulada (pbs)			
Abr.15-Dic.14	-4	5	-6
Abr.15-Dic.13	-2	-23	-55
Abr.15-Dic.12	-163	-78	-90

Fuente: BCRP.

62. Las operaciones monetarias del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez en un contexto de fuerte demanda de liquidez por parte de la banca y de expectativas de depreciación. Para ello, el BCRP incrementó la frecuencia y el monto de sus operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional, principalmente repos de valores y de monedas. Así, entre enero y abril de 2015, el saldo de operaciones repo de valores a plazo aumentó en S/. 1 600 millones, mientras que el saldo de repo de monedas lo hizo en S/. 6 950 millones (colocaciones por S/. 7 250 millones y vencimientos por S/. 300 millones), S/. 3 900 millones en repo de expansión y S/. 2 150 millones mediante repo de sustitución.





**Cuadro 34
INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCRP**

	Instrumento	Objetivo	Modalidad y plazo	Generalidades
INYECCIÓN	Repo de soles ^{1/}	Inyección transitoria de soles	Subasta y Directa O/N y 1 semana	Se aceptan en garantía valores emitidos por el BCRP o bonos del Tesoro Público, por lo general a plazo O/N y se puede extender hasta un año. Cuando es directa la tasa de interés es 55 pbs por encima de la tasa de referencia. En la modalidad de compra directa se aceptarán bonos corporativos en Soles emitidos por empresas privadas del sector no financiero.
	Repo de monedas regular ^{1/}	Inyección transitoria de soles	Subasta y Directa O/N, 1 semana, 6 meses y 1 año	Mediante esta operación el BCRP compra temporalmente moneda extranjera a las instituciones financieras con el compromiso de que estas la recompre en una fecha futura.
	Repo de monedas expansión ^{1/}	Inyección transitoria de soles	Subasta y Directa, 1 a 5 años	El Repo de Monedas de Expansión tiene como objetivo apoyar el crecimiento del crédito en moneda nacional. El monto en moneda extranjera transferido al BCRP será deducido del régimen general del requerimiento de encaje en moneda extranjera.
	Repo de monedas sustitución ^{1/}	Inyección transitoria de soles	Subasta y Directa 1 a 5 años	El Repo de Monedas de Sustitución tiene como objetivo apoyar la conversión de créditos concedidos por las entidades del sistema financiero en moneda extranjera, a créditos en moneda nacional.
	Repo en dólares ^{2/}	Inyección transitoria de dólares	Subasta y Directa	Permite otorgar temporalmente dólares a cambio de soles u otros valores que el Banco Central anuncie en cada operación.
	Repo con cartera representada en títulos valores ^{2/}	Inyección transitoria de soles o dólares	Subasta y Directa	El BCRP puede realizar subastas de repos tomando como colateral la cartera de créditos representada en títulos valores (pagarés o letras). En este caso, por el mayor riesgo crediticio se aplica un descuento (<i>Haircut</i>) de 20%.
	Repo con fideicomiso ^{2/}	Inyección transitoria de soles	Subasta y Directa	Instrumento que acepta como colateral certificados de participación preferente emitidos para contratos de fideicomiso. Dado que los certificados preferentes representan el 70% de estos contratos, esto equivale a un <i>haircut</i> de 30% en esta operación.
	Subasta de depósitos del Banco de la Nación y Tesoro Público ^{5/}	Inyección transitoria de soles	Subasta	Asignación mediante subastas de depósitos públicos que están colocados actualmente en el BCRP. Tiene como objetivo otorgar liquidez en soles sin requerimiento de colaterales, a plazos mayores y a tasas de interés fijas formadas en las subastas.
ESTERILIZACIÓN	CD BCRP ^{3/}	Esterilización	Subasta 6, 12 y 18 meses	Certificados a plazo (de hasta 18 meses) a tasa fija, se colocan a descuento. Se aplica comisión de 0,01% por las transferencias de titularidad de los certificados.
	CDV BCRP ^{4/}	Esterilización	3, 6 y 9 meses	Instrumento con rendimiento reajutable en función de la tasa de referencia de la política monetaria.
	Depósitos a plazo ^{2/}	Esterilización	Subasta O/N	Son utilizados para retirar liquidez.
	Depósitos Overnight en soles y dólares ^{2/}	Esterilización	Operación de ventanilla O/N	Facilidad de depósitos O/N con tasa de interés 125 pbs por debajo de la tasa de referencia. Para moneda extranjera el BCRP determina diariamente la tasa de interés.
INTERVENCIÓN	Compra/venta spot de USD en Mesa de Negociaciones ^{5/}	Intervención cambiaria		Reduce volatilidad del tipo de cambio con lo que se previene efectos negativos en la posición financiera de los agentes económicos.
	CDR BCRP ^{3/}	Intervención cambiaria (venta)	Subasta 2 y 3 meses	Instrumento en Soles, indexado al USD (proporciona rentabilidad en USD). Equivale a la venta de dólares en el mercado <i>spot</i> , esterilizada. Se usa para enfrentar presiones depreciatorias asociado a ventas <i>forward</i> de los bancos y que buscan cubrir con compras <i>spot</i> .
	CDLD BCRP ^{4/}	Intervención cambiaria (compra)	Subasta 2 y 3 meses	Utilizado ante presiones apreciatorias asociadas a compras <i>forward</i> de bancos, cubiertas en el mercado <i>spot</i> . Equivale a compra temporal de USD esterilizada con CD BCRP. El pago en emisión y redención es en USD. La rentabilidad es en soles.
	Swap Cambiario ^{5/}	Intervención cambiaria (compra/venta)	Subasta 2, 3 y 6 meses	El SC BCRP compra , es utilizado ante presiones apreciatorias asociadas a la compra <i>forward</i> de bancos, cubiertas en el mercado <i>spot</i> . Equivaldría a una compra de dólares en el mercado cambiario de derivados en la que el BCRP pagaría una tasa de interés variable en moneda nacional y recibiría una tasa fija en moneda extranjera. El SC BCRP venta , es utilizado ante presiones depreciatorias asociadas a ventas <i>forward</i> de bancos, cubiertas en el mercado <i>spot</i> . Equivaldría a una venta de dólares en el mercado cambiario de derivados, operación en la que el BCRP pagaría una tasa de interés fija en moneda extranjera y recibiría una tasa variable en moneda nacional.
PARTICIPANTES 1/ Bancos, Financieras, Cajas Municipales de Ahorro y Crédito y Cajas Municipales de Crédito Popular. 2/ Entidades del sistema financiero que se encuentren autorizadas a captar depósitos del público, referidas en el Literal A del Artículo 16 de la Ley N° 26702. 3/ Por cuenta propia y terceros: Empresas bancarias, empresas financieras, sociedades agentes de bolsa. Y solo por cuenta propia, empresas de seguros, administradoras privadas de fondos de pensiones, sociedades administradoras de fondos mutuos, sociedades administradoras de fondos de inversión, Fondo de Seguro de Depósitos, Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, Cajas Municipales de Crédito Popular, Cajas Rurales de Ahorro y Crédito, Essalud, Fondo Mivivienda, Fondo Consolidado de Reservas Previsionales. 4/ El BCRP anunciará, en la convocatoria de la subasta de colocación primaria o de la colocación directa, la lista de entidades autorizadas a participar. 5/ Bancos.				

Cuadro 35
OPERACIONES REPO DE MONEDAS
(Millones de Nuevos soles)

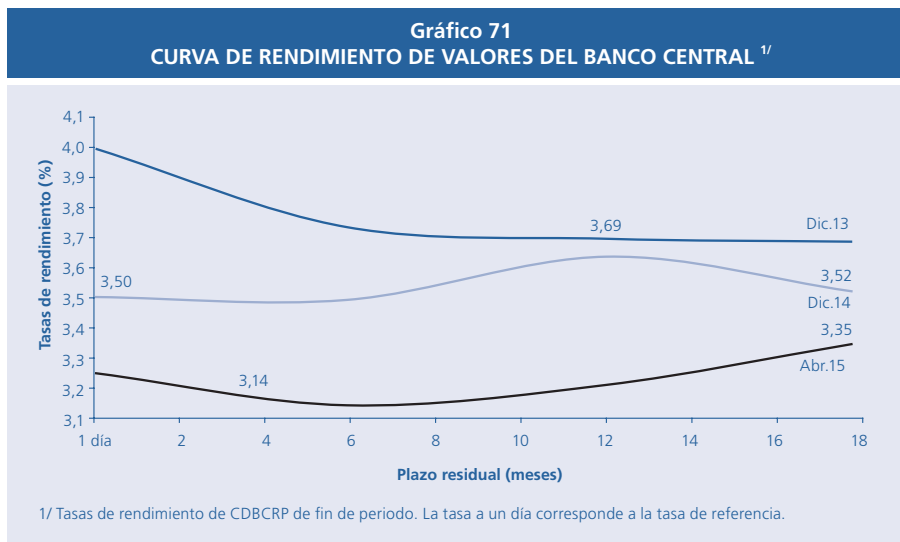
Fecha	Modalidad	Plazo	Monto	Tasa promedio
05-ene-15	Regular	18 meses	300	3,94%
16-ene-15	Expansión	2 años	300	4,02%
23-ene-15	Expansión	2 años	300	3,81%
30-ene-15	Sustitución	3 años	200	3,56%
06-feb-15	Expansión	2 años	300	3,83%
13-feb-15	Sustitución	4 años	200	3,50%
20-feb-15	Expansión	2 años	500	3,75%
27-feb-15	Sustitución	4 años	300	3,67%
06-mar-15	Expansión	2 años	300	3,87%
13-mar-15	Sustitución	4 años	400	3,62%
20-mar-15	Expansión	3 años	500	4,04%
27-mar-15	Sustitución	4 años	400	3,68%
01-abr-15	Expansión	3 años	500	4,22%
10-abr-15	Sustitución	4 años	500	3,53%
14-abr-15	Regular	1 año	300	4,50%
15-abr-15	Regular	1 año	300	4,25%
17-abr-15	Expansión	3 años	600	4,53%
22-abr-15	Sustitución	3 años	150	3,25%
24-abr-15	Regular	18 meses	300	4,65%
30-abr-15	Expansión	3 años	600	5,23%
TOTAL			7 250	

En el mercado cambiario, la proximidad a la fecha tentativa del inicio del proceso de incrementos en la tasa de interés de política monetaria de la Reserva Federal ha generado presiones al alza en el tipo de cambio de las principales monedas de los países emergentes, entre ellas el Sol. En este contexto, el BCRP intervino en el mercado *spot* a través de ventas netas por un monto de US\$ 3 984 millones, y continuó con la intervención en el mercado de derivados a través de swaps cambiarios, instrumento introducido a finales del año anterior. En el periodo de 4 meses se realizaron colocaciones netas de swaps cambiarios por US\$ 2 847 millones. Estas colocaciones de swaps en parte sustituyeron los vencimientos netos CDRs por un monto equivalente a US\$ 785 millones.

El BCRP también continuó con subastas regulares de CDBCRP tres veces por semana a los plazos de 6, 12 y 18 meses, por montos entre S/. 50 y S/.100 millones por subasta con la finalidad de incrementar los volúmenes de estos certificados y darle más liquidez al mercado secundario de CDBCRP para favorecer el desarrollo de la curva de rendimiento de corto plazo en soles. Entre enero y abril se realizaron colocaciones de CDBCRP por S/. 7 129 millones y vencieron S/. 7 250 millones, con lo que el saldo de CDBCRP disminuyó en S/. 121 millones.

La curva de rendimiento de los CDBCRP disminuyó en promedio 32 puntos básicos respecto al cuarto trimestre de 2014, debido a la reducción en 25 puntos básicos en la tasa de referencia del BCRP.





Como resultado de las operaciones de inyección de liquidez, disminuyó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en los pasivos totales del Banco Central. Por su parte, la participación de los depósitos de la banca pasó de 28,4 a 36,5 por ciento en el mismo periodo debido tanto al incremento de los depósitos por encaje en dólares, como a los asociados a las operaciones de repo de monedas. Los depósitos del sector público siguieron siendo la mayor fuente de esterilización. Estos pasaron de representar 38,8 por ciento de las reservas internacionales en diciembre a 42,3 por ciento en abril.

Cuadro 36
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

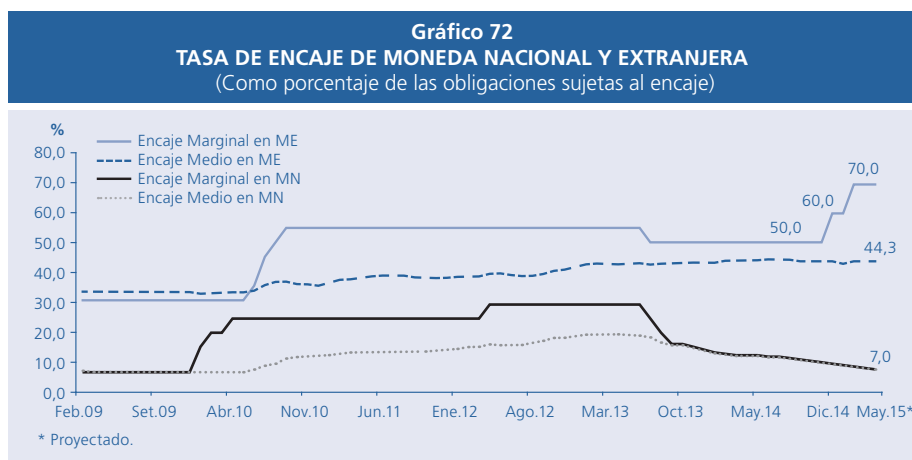
	Dic.13	Dic.14	Abr.15
Activos netos			
I. Reservas Internacionales Netas	100% (US\$ 65 663 mills)	100% (US\$ 62 307 mills.)	100,0% (US\$ 61 626 mills.)
Pasivos netos			
II. Depósitos totales del Sector Público	36,3%	38,8%	42,3%
En moneda nacional	19,9%	19,7%	21,5%
En moneda extranjera	16,4%	19,1%	20,7%
III. Depósitos totales del sistema financiero	31,0%	28,4%	36,5%
En moneda nacional	9,1%	8,1%	5,4%
En moneda extranjera	21,9%	20,4%	31,1%
IV. Instrumentos del BCRP	13,2%	5,0%	-1,3%
CD BCRP	10,3%	8,4%	8,0%
CDR BCRP	1,7%	1,4%	0,2%
Depósitos <i>overnight</i>	1,7%	0,5%	0,4%
Repos-Monedas	0,0%	-4,6%	-8,1%
Repos-Valores	-0,5%	-0,7%	-1,8%
V. Circulante	19,2%	20,9%	19,1%
VI. Otros	0,3%	6,9%	3,4%

Encajes

63. Durante el primer trimestre de 2015, el BCRP continuó reduciendo la tasa de encaje en moneda nacional a fin de flexibilizar las condiciones crediticias en soles. Ello contribuyó a facilitar que los intermediarios financieros puedan atender la mayor demanda por créditos en soles, en un contexto en que los depósitos en soles han venido creciendo a tasas bajas en comparación al dinamismo del crédito en la misma moneda. Así, el Banco Central ha reducido el encaje medio desde 9,0 por ciento en enero de 2015 hasta 7,0 por ciento en mayo de 2015.

El BCRP también redujo el requerimiento mínimo en cuenta corriente para los fondos de encaje, pasando de 2,0 por ciento a 0,75 por ciento en abril de 2015, a fin de hacer efectivos los recortes en la tasa de encaje medio y no presionar al alza las tasas de interés en soles. Estas medidas en conjunto han permitido liberar liquidez por alrededor de S/. 13 221 millones entre junio de 2013 y abril de 2015.

64. En el caso del régimen en moneda extranjera, el BCRP ha adoptado distintas medidas con el fin de desincentivar el financiamiento en dólares y acelerar el proceso de desdolarización del crédito. En particular cabe señalar el incremento de la tasa de encaje marginal de 60 por ciento a 70 por ciento en marzo. Estas medidas buscan incrementar los incentivos de las entidades financieras para captar depósitos en moneda nacional.



65. Respecto a las medidas para desdolarizar el crédito, a fines de 2014, el BCRP modificó estas medidas de tal manera que para su aplicación se puede tomar también como punto de referencia el mes de diciembre de 2014. Así, las empresas bancarias enfrentarán un requerimiento de encaje adicional a junio de 2015 en dólares si no logran disminuir su saldo de crédito en dólares, excluyendo comercio exterior





y préstamos mayores a 3 años y de montos superiores a US\$ 10 millones, en por lo menos 5 por ciento respecto al saldo al 30 de setiembre de 2013 o 8 por ciento del saldo de diciembre de 2014. El encaje adicional será el 30 por ciento del desvío porcentual respecto a este umbral aplicado sobre los pasivos totales en moneda extranjera.

Un cambio similar se dio en los encajes adicionales asociados al saldo de crédito vehicular e hipotecario en moneda extranjera, para lo cual se estableció un encaje adicional para las entidades financieras que no logren reducir a junio de 2015 su saldo de estos créditos en 10 por ciento respecto al saldo de febrero de 2013 o 15 por ciento respecto de diciembre de 2014. Las entidades que no lo logren enfrentarán un encaje adicional equivalente al 15 por ciento del desvío porcentual respecto a dicho umbral aplicado sobre los pasivos totales en moneda extranjera.

El umbral para ambos esquemas de encaje adicional se hace más exigente a diciembre de 2015. Para el caso de créditos totales se requiere reducir al menos 10 por ciento respecto al saldo de setiembre de 2013 o 14 por ciento respecto del saldo de diciembre de 2014; para los créditos vehiculares e hipotecarios es necesario una reducción del 15 por ciento del saldo a febrero de 2013 o 25 por ciento del saldo de diciembre de 2014.

Estas medidas han sido exitosas en reducir el crédito en dólares en lo que va del año. A abril de 2015, muchas empresas bancarias han logrado reducir sus saldos de crédito en moneda extranjera en línea con estas medidas. En términos agregados, el saldo de crédito total en moneda extranjera sin considerar operaciones de comercio exterior es 8,2 por ciento menor al de setiembre de 2013, en tanto que el crédito vehicular e hipotecario es 16,1 por ciento menor respecto a febrero de 2013.

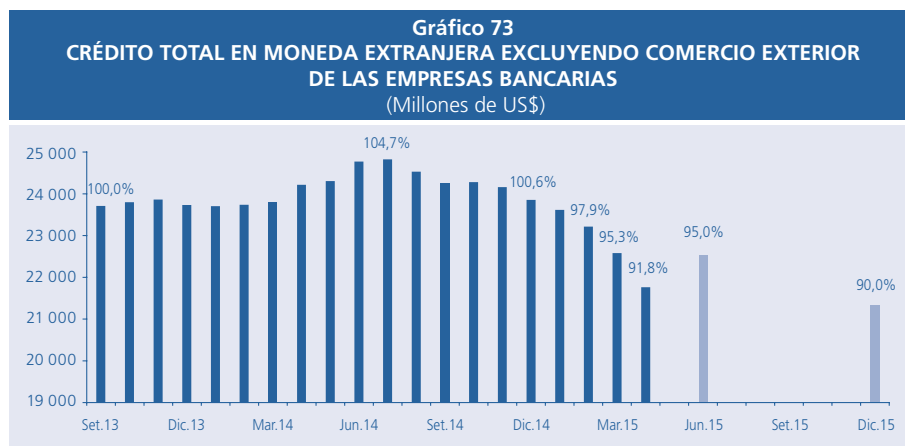
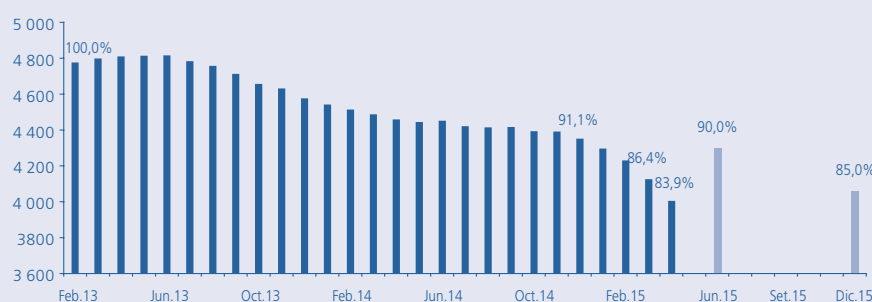


Gráfico 74
CRÉDITO HIPOTECARIO Y VEHICULAR EN MONEDA EXTRANJERA
 DE LAS EMPRESAS BANCARIAS
 (Millones de US\$)



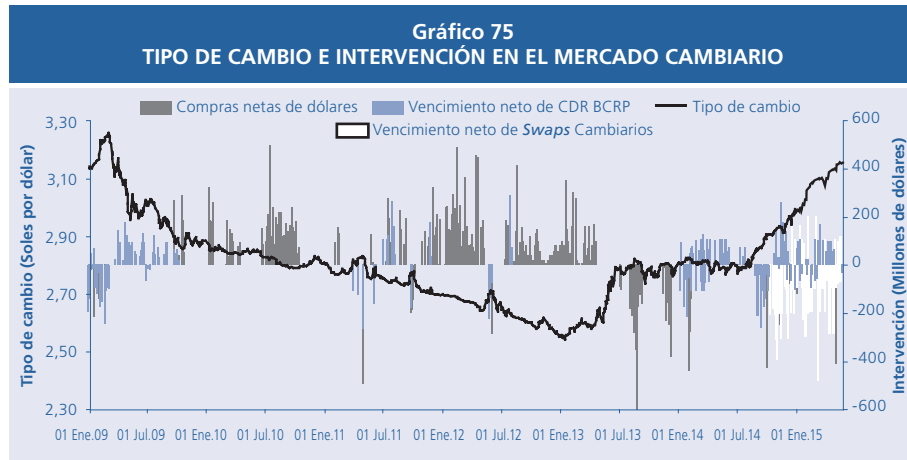
Cuadro 37
MEDIDAS DE ENCAJE

	Moneda nacional			Moneda extranjera	
	Tasa de encaje	Depósitos en cuenta corriente	Tasa de encaje mínimo legal	Régimen general	
				Tasa de encaje marginal para depósitos	Tope tasa de encaje
Dic. 12	19%	3,00%	9,0%	55%	
Ene. 13	19%	3,00%	9,0%	55%	
Feb. 13	20%	3,00%	9,0%	55%	
Mar. 13	20%	3,00%	9,0%	55%	
Abr. 13	20%	3,00%	9,0%	55%	
May. 13	20%	3,00%	9,0%	55%	
Jun. 13	20%	3,00%	9,0%	55%	
Ago. 13	19%	3,00%	9,0%	50%	45%
Set. 13	17%	3,00%	9,0%	50%	45%
Oct. 13	16%	3,00%	9,0%	50%	45%
Dic. 13	15%	3,00%	9,0%	50%	45%
Ene. 14	14%	3,00%	9,0%	50%	45%
Feb. 14	13%	3,00%	9,0%	50%	45%
Mar. 14	12,5%	3,00%	9,0%	50%	45%
Abr. 14	12%	3,00%	9,0%	50%	45%
Jul. 14	11,5%	3,00%	9,0%	50%	45%
Set. 14	11,0%	3,00%	9,0%	50%	45%
Oct. 14	10,5%	3,00%	9,0%	50%	45%
Nov. 14	10,0%	3,00%	9,0%	50%	45%
Dic. 14	9,5%	2,50%	9,0%	50%	45%
Ene. 15	9,0%	2,00%	9,0%	60%	-
Feb. 15	8,5%	1,50%	8,5%	60%	-
Mar. 15	8,0%	1,00%	8,0%	70%	60%
Abr. 15	7,5%	0,75%	7,5%	70%	60%
May. 15	7,0%	0,75%	7,0%	70%	60%

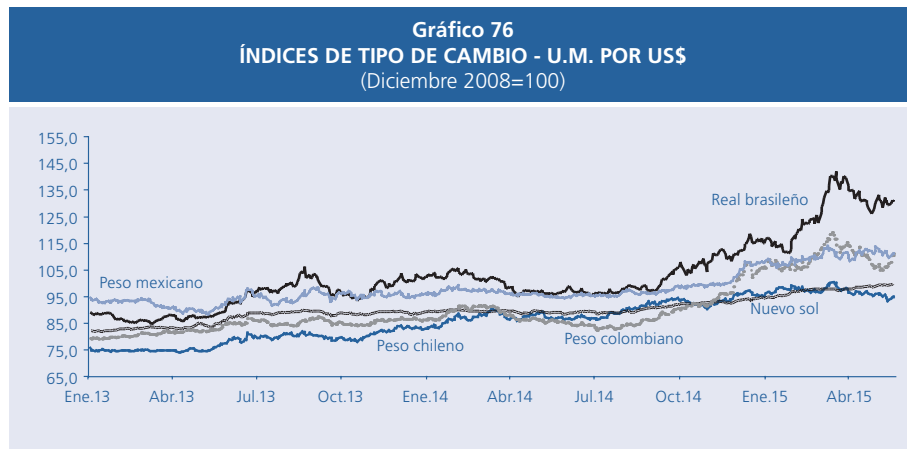
Tipo de cambio e intervención cambiaria

66. Durante los primeros cuatro meses del año, el tipo de cambio mantuvo su tendencia al alza producto del fortalecimiento del dólar a nivel internacional y los menores términos de intercambio. Así, el tipo de cambio pasó de S/. 2,980 por dólar a finales de diciembre de 2014 a S/. 3,145 por dólar a la primera semana de mayo de 2015, reflejando una depreciación de 5,5 por ciento.





67. En este periodo, las monedas más importantes de la región registraron niveles diferentes de depreciación. El peso colombiano registró una leve apreciación de 0,3 por ciento mientras que el peso chileno tuvo una depreciación leve de 0,8 por ciento. El peso mexicano tuvo una depreciación de 3,9 por ciento mientras que el real brasileño se depreció 13,2 por ciento en el periodo.

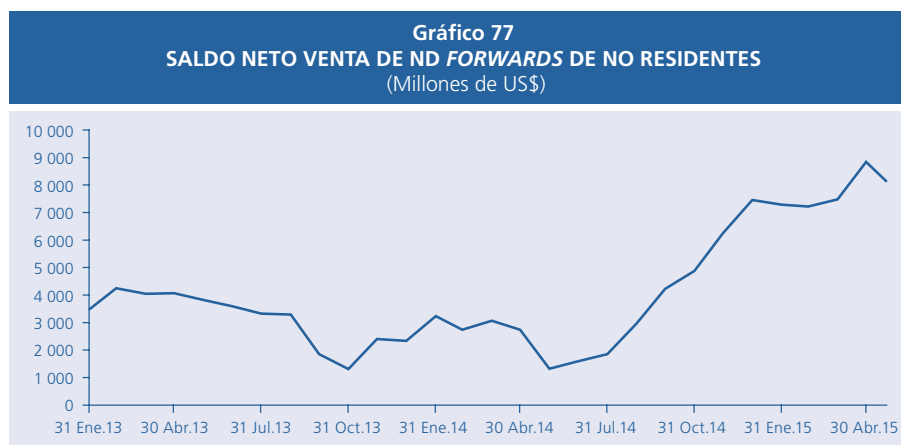


Cuadro 38
VARIACIÓN PORCENTUAL DE LOS TIPOS DE CAMBIO

	Dic.14 a May.15	Dic.12 a May.15
Perú	6%	23%
México	3%	18%
Chile	0%	26%
Colombia	4%	40%
Brasil	14%	48%
Euro	9%	19%
Dólar (Canasta)	6%	19%

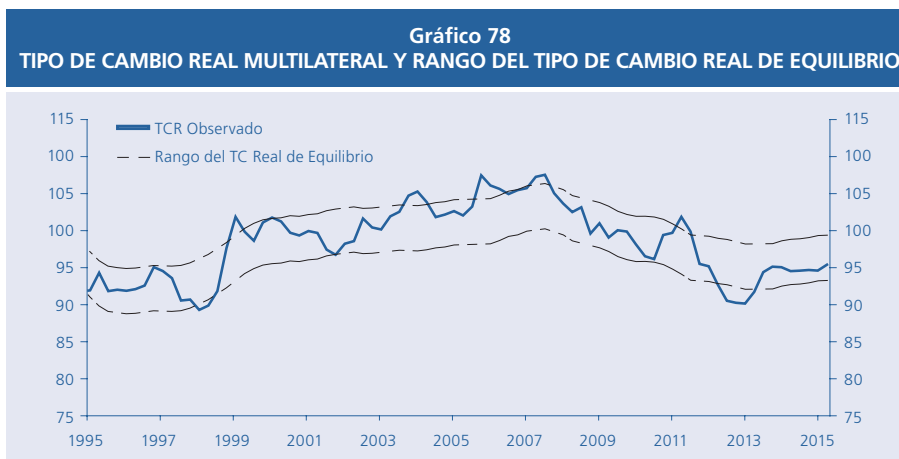
68. La demanda neta de dólares que se observó en los primeros cuatro meses del año fue de US\$ 6 730 millones, menor que la demanda de US\$ 8 759 millones observada en los últimos cuatro meses de 2014. La mayor demanda provino del sector privado no minero, que demandó US\$ 5 849 millones en el periodo, agentes no residentes US\$ 1 860 millones, y AFPs por US\$ 1 215 millones. De otro lado, la oferta en el mercado se generó por parte del sector minero y del BCRP.
69. En este contexto, el BCRP intervino a través de la venta de dólares en el mercado *spot* por US\$ 4 677 millones, de los cuales US\$ 693 millones fueron ventas asociadas a operaciones repo de monedas de sustitución. En el periodo también se continuó interviniendo en el mercado *forward* a través de *swaps* cambiarios. Se realizaron colocaciones netas de *swaps* cambiarios por US\$ 2 848 millones, que se compensaron en parte con los vencimientos netos de CDR por US\$ 785 millones.

Las medidas de encaje a los derivados cambiarios implementadas desde enero de 2015 han contribuido a mantener el saldo de ventas *forward* de la banca por debajo de los niveles observados en diciembre de 2014, con lo que éstos requerimientos han contribuido a reducir la volatilidad y la presión al alza sobre el tipo de cambio provenientes de las transacciones de *swaps* y *forwards*.



70. El índice de tipo de cambio real multilateral aumentó 1,3 por ciento entre diciembre de 2014 y abril de 2015. El nivel actual del tipo de cambio real se ubica dentro del rango alrededor del nivel estimado de equilibrio de largo plazo, lo que refleja fundamentos que aseguran la sostenibilidad de las cuentas externas.





Liquidez y crédito

71. El circulante promedio creció 9 por ciento en abril de 2015 respecto a los últimos doce meses, menor al crecimiento del cuarto trimestre de 2014, en línea con el menor nivel de actividad económica en los últimos trimestres. Para el 2015 se espera un crecimiento anual de alrededor de 10 por ciento, reflejo de una recuperación del dinamismo de la actividad económica.

Los depósitos en moneda nacional continuaron mostrando un menor dinamismo (crecieron 7,6 por ciento en abril de 2015 frente a 9,5 por ciento en diciembre de 2014), al igual que la liquidez que redujo su tasa de crecimiento a 7,9 por ciento en abril de 2015 frente a 10,1 por ciento en diciembre de 2014.

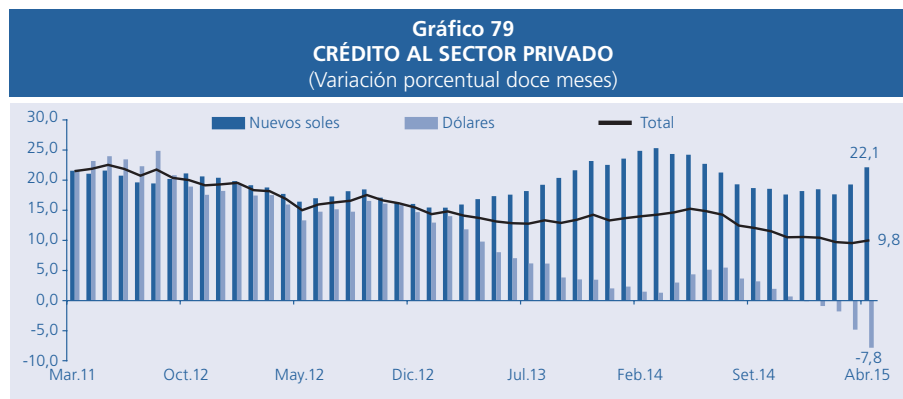
Cuadro 39
AGREGADOS MONETARIOS (FIN DE PERIODO)
(Variación porcentual doce meses)

	Dic.09	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Abr.15
Circulante	11,0	25,4	13,0	18,3	9,0	11,5	9,0
Depósitos en moneda nacional	16,7	32,3	17,7	28,6	11,3	9,5	7,6
Liquidez en moneda nacional	14,4	30,7	16,6	23,1	10,9	10,1	7,9
Liquidez total ^{1/}	10,9	23,2	16,8	13,7	11,5	6,5	5,7
Crédito en moneda nacional al sector privado	17,9	21,2	20,4	16,0	22,3	18,2	22,1
Crédito total al sector privado	8,9	21,2	19,3	15,4	12,9	10,4	9,8

^{1/} Incluye moneda extranjera.

72. Por su parte, el crédito al sector privado creció 9,8 por ciento en abril de 2015, tasa menor al 10,4 por ciento de diciembre de 2014. Este menor ritmo de crecimiento del crédito refleja principalmente el menor dinamismo de la actividad económica observada en el último trimestre. Por monedas, el crédito en moneda nacional

siguió siendo más dinámico, con un crecimiento anual de 22,1 por ciento, mientras que crédito en moneda extranjera se contrajo en 7,8 por ciento, reflejando el proceso de desdolarización del crédito impulsado por las medidas adoptadas por el BCRP a fines de 2014. Para el 2015 se espera un mayor ritmo de crecimiento del crédito al sector privado, en línea con la proyección de crecimiento de la economía.



73. Por tipo de crédito, dentro del crédito a empresas, el segmento corporativo y gran empresa se expandió 14,7 por ciento en abril; en tanto que los segmentos de mediana empresa y pequeña y microempresa crecieron a niveles de 2,9 por ciento y 1,9 por ciento, respectivamente.

La marcada desaceleración en la expansión del crédito a pequeña y micro empresa refleja en parte una menor oferta de crédito por parte de las sociedades financieras no bancarias para este segmento de crédito, lo que fue parcialmente compensado por un mayor ritmo de expansión del crédito por parte de la banca. En ambos casos, el crédito en moneda extranjera a este segmento de crédito se siguió contrayendo.

Cuadro 40
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variaciones porcentuales doce meses)

	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Abr.15
Empresas	13,4	12,6	9,7	8,4
Corporativo y Gran empresa	8,7	20,2	11,6	14,7
Mediana empresa	18,4	10,1	13,7	2,9
Pequeña y Micro empresa	16,6	2,4	1,6	1,9
Personas	19,4	13,4	11,8	12,4
Consumo	15,4	11,8	11,4	13,3
Vehicular	25,8	14,3	6,7	1,6
Tarjeta	13,4	8,3	15,0	19,9
Hipotecario	25,4	15,7	12,4	11,3
Total	15,4	12,9	10,4	9,8





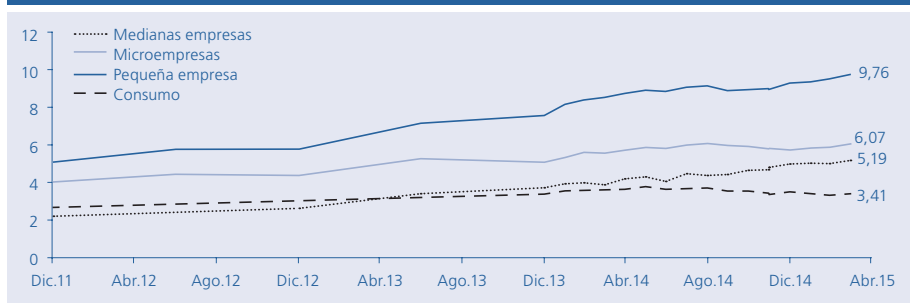
Cuadro 41
CRÉDITOS A PEQUEÑAS Y MICRO EMPRESAS

	Variaciones porcentuales doce meses	
	Dic.14	Abr.15
PEQUEÑA y MICROEMPRESA		
<u>Bancos</u>	-8,4	11,0
Moneda Nacional	-7,1	19,4
Moneda Extranjera	-14,4	-27,1
<u>Resto</u>	10,4	-5,6
Moneda Nacional	11,5	-5,5
Moneda Extranjera	-1,6	-6,5
<u>Total</u>	1,6	1,9
Moneda Nacional	3,4	5,1
Moneda Extranjera	-10,2	-20,1

74. Por otro lado, el crédito a personas naturales continuó creciendo a tasas similares a las observadas en diciembre de 2014. El segmento más dinámico dentro de este tipo de crédito fueron los de tarjetas de crédito, que crecieron 19,9 por ciento. Por el contrario, el crédito vehicular continuó desacelerándose.

En abril, el ratio de morosidad del crédito a empresas aumentó de 3,14 por ciento en diciembre de 2014 a 3,30 por ciento. Dentro de este segmento, el crédito a empresas pequeñas y medianas registraron los mayores incrementos en sus tasas de morosidad. El primero se elevó en 80 puntos básicos, llegando a 9,76 por ciento de la cartera de estos créditos; mientras que en el segundo caso, el incremento fue de 37 puntos básicos, registrándose un ratio de cartera morosa de 5,19 por ciento. Por su parte, el ratio de morosidad del crédito a personas también se incrementó en 8 puntos básicos, ubicándose en 2,54 por ciento en abril, reflejo del incremento de 35 puntos básicos en los créditos de tarjeta de crédito. La morosidad de los créditos hipotecarios subió en 10 puntos básicos.

Gráfico 80
MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(Porcentaje de la cartera)

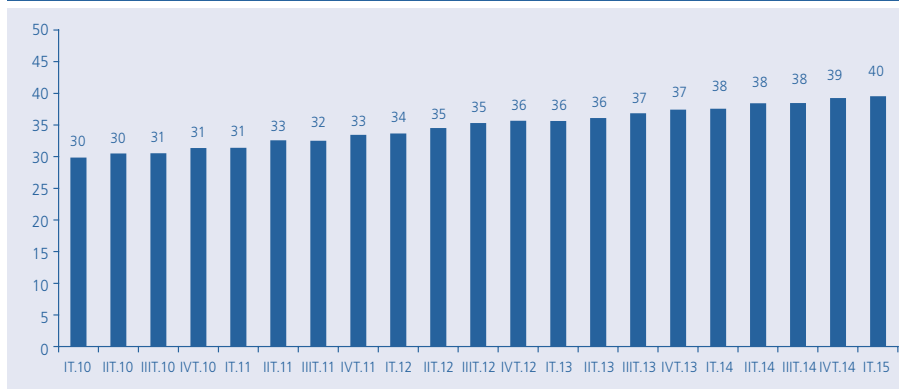


Cuadro 42
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO

	Dic.13	Dic.14	Abr.15
Empresas	2,70	3,14	3,30
Corporativo	0,00	0,00	0,02
Gran empresa	0,38	0,68	0,88
Mediana empresa	3,72	4,82	5,19
Pequeña empresa	7,56	8,97	9,76
Microempresa	5,08	5,83	6,07
Personas	2,32	2,46	2,54
Consumo	3,39	3,37	3,41
Vehiculares	3,37	4,23	4,20
Tarjeta	4,71	4,25	4,60
Hipotecario	1,04	1,44	1,54
Morosidad Promedio	2,57	2,96	3,04

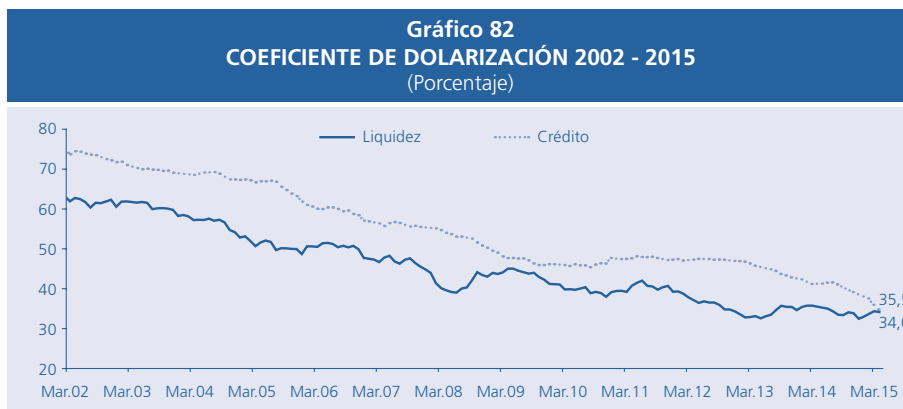
75. Para el 2015, se proyecta un crecimiento del crédito de 10,5 por ciento, que toma en cuenta un ritmo de expansión del crédito en soles de 23,8 por ciento, y una contracción del crédito en dólares de 11 por ciento, consistente con la mayor preferencia por crédito en soles y el efecto de las medidas para impulsar la desdolarización del crédito por parte del BCRP. Los depósitos en moneda nacional crecerían 8,1 por ciento en el año. Con ello, se prevé que el ratio de crédito sobre PBI continuará incrementándose durante 2015.

Gráfico 81
RATIO CRÉDITO/PBI
(Porcentaje)



76. Como resultado de las medidas adoptadas por el BCRP para desdolarizar el crédito, la dolarización del crédito se ha reducido de 38,3 por ciento en diciembre de 2014 a 35,5 por ciento en abril de 2015.





77. Por tipo de crédito, se puede apreciar una disminución de la dolarización en cada segmento de crédito. En el caso del crédito hipotecario la reducción fue de 33,9 a 31,7 por ciento a abril de 2015. Ello estaría reflejando en parte las medidas de encaje condicionales a la expansión del crédito hipotecario y vehicular en moneda extranjera que el BCRP implementó en febrero de 2013. Las nuevas medidas de encaje en función a la reducción del crédito en moneda extranjera establecidas a partir de este año buscan consolidar este proceso de desdolarización.

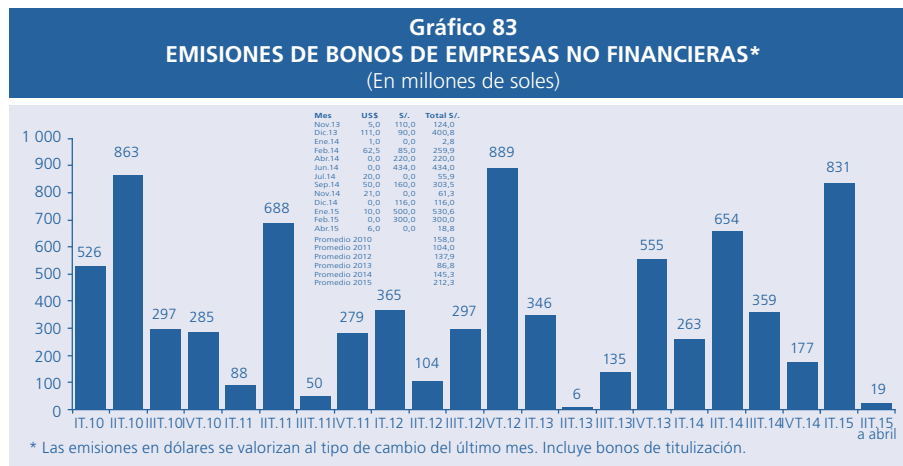
Cuadro 43
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Dic.13	Dic.14	Abr.15
Empresas	52,9	48,5	44,9
Corporativo y Gran Empresa	67,4	59,9	54,8
Mediana Empresa	63,7	59,3	54,1
Pequeña y Microempresa	13,0	11,5	10,2
Personas	23,1	20,0	18,7
Consumo	10,5	9,5	8,9
Vehiculares	75,9	68,9	61,8
Tarjeta	7,2	6,6	6,5
Hipotecario	40,0	33,9	31,7
TOTAL	42,4	38,3	35,5

Emisiones de bonos del sector privado

78. En el primer trimestre de 2015, las empresas no financieras realizaron emisiones de valores en el mercado local por S/. 831 millones, el mayor nivel observado desde 2012. La volatilidad en el mercado cambiario en los últimos meses ha

motivado que las empresas no financieras decidan emitir en nuevos soles. Así, en el primer trimestre alrededor del 96 por ciento del total emitido corresponde a valores en moneda local. En términos anuales, el promedio de emisiones de los primeros cuatro meses de 2015 es superior al de los últimos cinco años.



79. Las emisiones de empresas en el mercado internacional ascendieron a US\$ 2 555 millones entre enero y abril, monto superior al del último trimestre. Las empresas peruanas aprovecharon las señales de la Reserva Federal sobre la postergación del alza en la tasa de interés de política monetaria para obtener financiamiento de largo plazo a tasas de interés bajas. Los principales emisores en el mercado internacional fueron las empresas no financieras, emisiones cuyos montos representaron el 86 por ciento del total, entre las cuales destaca la emisión de Southern Copper Corporation que emitió US\$ 2 000 millones. En términos de monedas, la moneda preferida de emisión fue el dólar (88 por ciento), seguido del nuevo sol VAC (8 por ciento) y nuevo sol (4 por ciento).

En el mismo periodo, las empresas del sector corporativo en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Paraguay y Perú emitieron en total US\$ 6 455 millones en lo que va del año, destacando el Perú como el principal emisor con el 40 por ciento del total, seguido de Chile y Argentina con el 23 por ciento cada uno. En el 2014 la región emitió US\$ 25 536 millones en el mercado internacional, siendo los principales participantes las compañías chilenas (40 por ciento del total) y brasileñas (28 por ciento del total).





Cuadro 44
EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

Empresa	Fecha de Emisión	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
AÑO 2014		5 510		
Sector no Financiero		3 306		
Compañía Minera Ares	15-ene	350	7	7,75%
Minsur	31-ene	450	10	6,25%
Abengoa Transmisión Sur	08-abr	432	29	6,88%
Camposol	24-abr	75	3	9,88%
Rutas de Lima**	27-jun	370	22	8,38%
Rutas de Lima***	27-jun	150	25	5,25%
InRetail Shopping Mall	01-jul	350	7	6,50%
InRetail Consumer	07-oct	300	7	5,25%
Unión Andina de Cementos	28-oct	625	7	5,88%
Energía Eólica	15-dic	204	20	6,00%
Sector Financiero		2 204		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>1 025</u>		
Banco de Crédito	15-ene	200	13	6,13%
Interbank	11-mar	300	15	6,63%
Banco de Crédito	01-jul	225	4	2,75%
BBVA Banco Continental	15-sep	300	15	5,25%
<u>Sector Financiero Público</u>		<u>1 179</u>		
Fondo MiVivienda	26-mar	300	5	3,38%
Fondo MiVivienda*	15-may	279	4	1,25%
COFIDE	08-jul	300	5	3,25%
COFIDE	08-jul	300	15	5,25%
AÑO 2015		2 555		
Sector no Financiero		2 206		
GyM Ferrovias***	03-feb	206	25	4,75%
Southern Copper Corporation	17-abr	500	10	3,88%
Southern Copper Corporation	17-abr	1 500	30	5,88%
Sector Financiero		349		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>349</u>		
Intercorp	03-feb	250	10	5,88%
Interbank**	03-feb	99	15	7,66%
* Emisión en Francos suizos. ** Emisión en Nuevos Soles. *** Emisión en Nuevos Soles VAC.				

Recuadro 5
AVANCES DEL PROGRAMA DE DESDOLARIZACIÓN

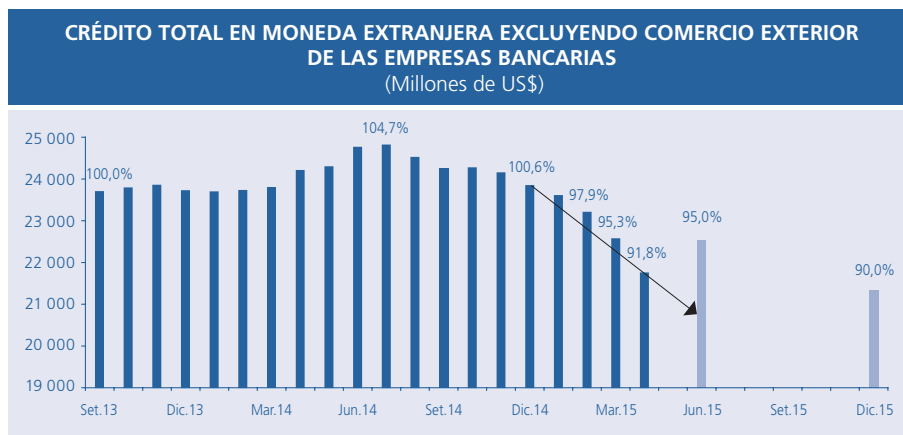
Un elevado nivel de dolarización del crédito representa un riesgo para el sistema financiero, ya que una depreciación significativa de la moneda doméstica puede generar, en aquellas empresas y hogares con descalses cambiarios entre sus obligaciones y activos, un incremento insostenible en el servicio de dichas obligaciones. De esta forma, se generaría una situación de insolvencia para ellos, que se podría extender a otros agentes (bancos, proveedores, acreedores) aún cuando estos últimos no estuvieran descalzados.

Con la finalidad de reducir esta vulnerabilidad de la economía peruana, en diciembre de 2014 el BCRP implementó un programa para consolidar el proceso de desdolarización del crédito mediante la introducción de encajes adicionales en moneda extranjera sujetos a la evolución del crédito en dicha moneda.

Los encajes adicionales en dólares entran en vigencia a partir de junio de 2015. El primero de ellos consiste en un encaje del 30 por ciento del desvío respecto al monto mayor entre el 95 por ciento del saldo de setiembre de 2013 y el 92 por ciento del saldo de diciembre de 2014 para los créditos totales en moneda extranjera, excluyendo comercio exterior y créditos cuyos montos excedan los US\$ 3 millones y a plazos mayores a 10 años; el segundo es un encaje adicional de 15 por ciento del desvío respecto al monto mayor entre el 90 por ciento del saldo de febrero de 2013 y el 85 por ciento del saldo de diciembre de 2014 para los créditos vehiculares e hipotecarios.

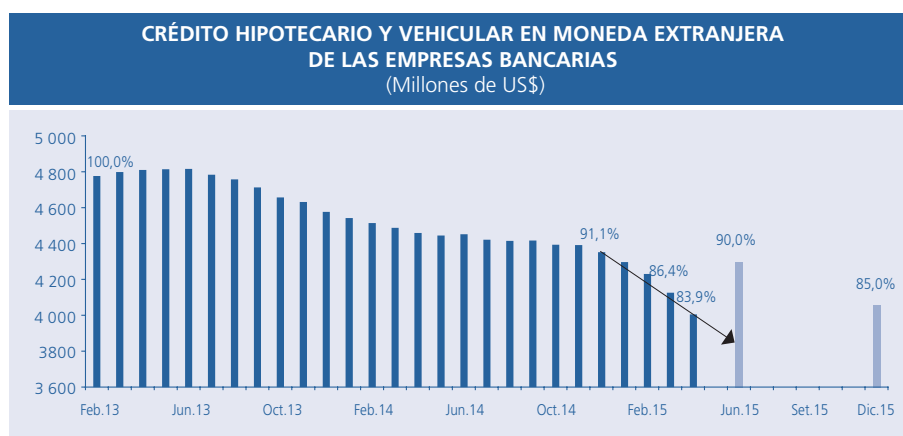
Luego del anuncio del Programa de Desdolarización, las entidades financieras han acelerado el ritmo de reducción de la dolarización del crédito, lo que se ha reflejado en una rápida reducción del saldo de crédito en dólares. A abril de 2015, el saldo del crédito en moneda extranjera, excluyendo las operaciones de comercio exterior, fue de US\$ 21 763 millones, equivalente al 91,8 por ciento del saldo de setiembre de 2013, acumulando una disminución de US\$ 2 087 millones en los primeros cuatro meses del año. (US\$ 522 millones por mes, en promedio).

De mantenerse este ritmo de reducción (2 puntos porcentuales en promedio por mes), al cierre de junio el saldo de estos créditos estaría en un nivel alrededor de 88 por ciento del saldo de setiembre de 2013, debajo del saldo requerido a diciembre de 2015. A la fecha todos los bancos ya han cumplido con el programa de desdolarización para junio de 2015.





Por el lado del crédito vehicular e hipotecario, este sumó US\$ 4 005 millones en abril, equivalente al 83,9 por ciento del saldo de febrero de 2013 (el saldo requerido a junio es del 90 por ciento del saldo de febrero 2013), acumulando una disminución de US\$ 346 millones en los primeros 4 meses de 2015. Con este ritmo de 1,8 puntos porcentuales de disminución en promedio por mes, al cierre de junio el saldo de estos créditos estaría en un nivel alrededor de 80 por ciento del saldo de febrero de 2013, 5 puntos porcentuales por debajo del saldo requerido a diciembre de 2015 (85 por ciento del saldo de febrero 2013). A la fecha todos los bancos ya han cumplido con el programa de desdolarización planteado para junio de 2015.



Es así que la dolarización del crédito disminuyó 2,8 puntos porcentuales en los últimos 4 meses (pasó de 38,3 por ciento en diciembre de 2014 a 35,5 por ciento al cierre de abril), lo que representa un logro significativo tomando en cuenta que la reducción prevista del ratio de dolarización del crédito al inicio del Programa de Desdolarización era de alrededor de 7 puntos porcentuales durante todo el año 2015.

DOLARIZACIÓN DE CRÉDITOS DE LAS EMPRESAS BANCARIAS				
Sector Económico	Set. 13	Dic. 14	Mar. 15	Abr. 15
CRÉDITOS A EMPRESAS	58,0	53,5	49,5	47,8
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	64,9	64,2	60,5	60,0
Pesca	93,0	87,5	86,8	87,5
Minería	86,6	74,6	70,7	69,3
Industria Manufacturera	65,5	55,4	51,2	49,0
Electricidad, Gas y Agua	86,6	86,4	88,2	82,9
Construcción	60,2	59,8	51,2	50,9
Comercio	48,7	46,9	40,7	39,7
Hoteles y Restaurantes	46,4	43,7	39,5	38,3
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	60,6	53,9	49,7	46,9
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	59,4	58,5	57,6	53,9
Administración Pública y Defensa	5,2	1,9	1,7	2,1
Servicios Sociales y Salud	32,5	26,1	23,6	23,1
Otras Actividades de Servicios Comunitarios	34,8	37,2	37,9	36,8
Hogares Privados c/Serv. Doméstico y Órganos Extraterritoriales	24,3	27,2	29,2	26,2
CRÉDITOS HIPOTECARIOS	41,7	34,7	33,3	32,4
CRÉDITOS DE CONSUMO	11,5	10,4	9,6	9,3
TOTAL CRÉDITOS - EMPRESAS BANCARIAS	47,1	42,9	40,0	38,6
TOTAL CRÉDITOS - SOCIEDADES DE DEPÓSITO	41,8	38,3	36,6	35,5

Por el lado sectorial, a abril los sectores no transables de la economía (sector construcción, comercio, transporte, actividades inmobiliarias, entre otros) han ido disminuyendo su nivel de dolarización, aunque aún existe espacio para una mayor reducción. Por el lado de hogares, la desdolarización del crédito hipotecario ha sido importante, entre setiembre de 2013 y abril de 2015 se ha reducido alrededor de 9 puntos porcentuales; en tanto que el nivel de dolarización de los créditos de consumo no es muy alto, excepto el destinado a la adquisición de vehículos, pero que ha ido disminuyendo 7 puntos porcentuales en los últimos 4 meses.

Por otro lado los créditos de los sectores pesca y minería se mantienen altamente dolarizados (87,5 y 69,3 por ciento, respectivamente); sin embargo, estas empresas, al estar orientadas al comercio exterior, no se esperaría que presenten problemas de descalces cambiarios.

La menor dolarización del crédito, en particular, en los sectores no transables de la economía es un logro importante que, de continuar en los próximos meses, va a contribuir de manera significativa a reducir la vulnerabilidad de la economía ante una mayor volatilidad en el tipo de cambio. Con ello no solo se hace más resistente la economía a escenarios externos adversos, sino también se reduce la percepción de riesgo país.

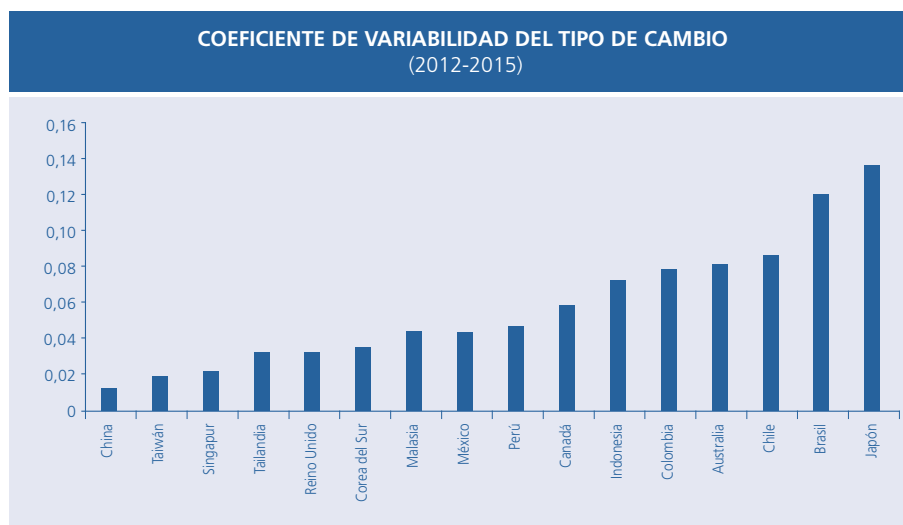




Recuadro 6

INTERVENCIÓN CAMBIARIA Y VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN EL PERÚ

El régimen cambiario en Perú es uno de flotación en el que el Banco Central interviene para reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio. Con ello se limitan los efectos negativos de un ajuste abrupto en el tipo de cambio en la solvencia de empresas y familias que no tienen un perfecto calce de monedas. Producto de esta intervención es que el sol tiende a fluctuar menos que otras monedas de la región, que en periodos de elevada incertidumbre en los mercados internacionales tienden a sobre reaccionar. Si se analizan los coeficientes de variabilidad de diversas monedas a nivel global entre 2012 y 2015, se observa un nivel medio de volatilidad en comparación con otras monedas.



Esta menor volatilidad no solo se observa en las variaciones diarias del tipo de cambio, sino que también en la evolución a plazos mayores. A diferencia de las monedas de otros países que tienden a depreciarse más rápido en periodos de volatilidad y luego se aprecian, el sol no tiende a mostrar el mismo patrón. Así, si uno analiza los tipos de cambio del peso chileno, el peso colombiano, el real brasileño o el peso mexicano, estos tienen variaciones muy diferentes a las del Nuevo Sol en algunos momentos del ciclo. Sin embargo, estas diferencias se reducen drásticamente cuando se observa el ciclo completo. Un ejemplo de esto son los episodios de depreciación y apreciación luego de la crisis financiera global del 2008-2009.

VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO ENTRE 31/07/2008 Y 31/07/2011						
	TC inicial	TC máximo	TC final	Depreciación máxima	Apreciación	Depreciación Total
Perú	2,81	3,26	2,74	16%	16%	-3%
Chile	505	683	458	35%	33%	-9%
Brasil	1,57	2,51	1,55	61%	38%	-1%
México	10,0	15,6	11,7	55%	25%	17%
Colombia	1797	2609	1778	45%	32%	-1%

La depreciación máxima de Perú luego de la crisis fue de tan solo 16 por ciento, muy diferente a la de los demás países de la región, que llegaron hasta el 61 por ciento en el caso de Brasil o 45 por ciento en el caso de Colombia.

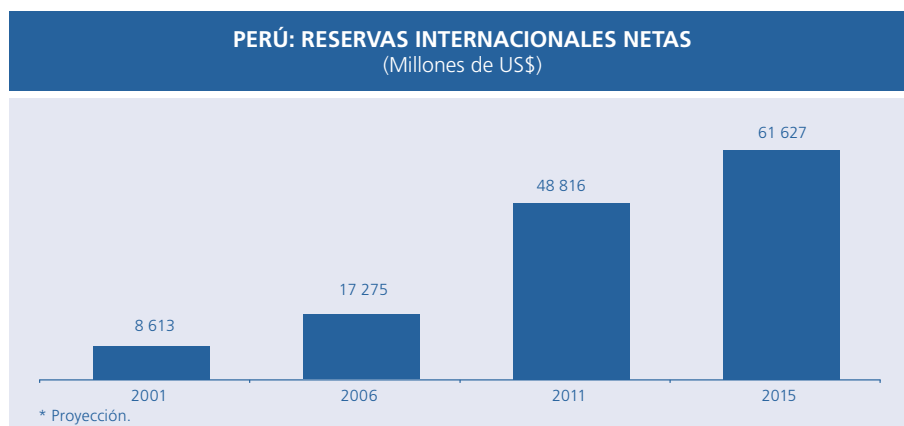
Sin embargo, luego estas monedas se apreciaron significativamente (38 por ciento por ejemplo para el caso del Brasil). Al final del periodo, el sol se apreció en un nivel similar al de otras monedas. Esto indica que en Perú se moderó la volatilidad cambiaria producto del efecto de la elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales, sin afectar su tendencia de largo plazo.

Un comportamiento similar se observa en las monedas de la región a partir de 2013. La depreciación del Nuevo Sol en este periodo ha sido, junto a la del Peso Mexicano, una de las más bajas de la región. Esto llevó a que, en los últimos meses, el Nuevo Sol no se aprecie como si lo han hecho las demás monedas de la región, especialmente aquellas que tuvieron las mayores depreciaciones en los dos años anteriores como el Peso Colombiano y el Real.

VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO ENTRE 31/12/2012 Y 13/05/2015						
	TC inicial	TC máximo	TC final	Depreciación máxima	Apreciación	Depreciación Total
Perú	2,55	3,15	3,15	19%	0%	19,0%
Chile	479	643	602	25%	7%	20,4%
Brasil	2,05	3,29	3,04	38%	8%	32,5%
México	12,9	15,6	15,3	18%	2%	15,8%
Colombia	1767	2688	2389	34%	12%	26,0%

Esta menor volatilidad del tipo de cambio no afecta la flexibilidad del tipo de cambio, por lo que éste permite absorber choques externos negativos, como caídas en los términos de intercambio o cambios en la dirección de los flujos de capitales. Tal como se detalla en el recuadro correspondiente, el tipo de cambio real se encuentra alrededor de su nivel de equilibrio, consistente con sus determinantes fundamentales.

La capacidad de los bancos centrales en general de moderar esta volatilidad depende de los recursos con los que cuenta, básicamente de su nivel de reservas. El BCRP tiene una amplia disponibilidad de reservas internacionales. En la región, el Perú es el país que cuenta con el mayor volumen de reservas internacionales en comparación con el tamaño de su economía y en relación con sus necesidades de liquidez por importaciones y deuda externa de corto plazo. Ello permite, en caso se requiera, usar los excedentes de reservas internacionales para mitigar presiones de liquidez en dólares en el sistema financiero de manera efectiva, tal como se hizo durante el año 2008 y 2009 para enfrentar la crisis financiera internacional.





INDICADORES DE RESERVAS INTERNACIONALES ^{1/}
(Porcentajes)

	Deuda Corto Plazo / RIN^{2/}	RIN / PBI	Meses de Importaciones
Perú	10,5	30,4	19
Chile	44,7	15	7
Colombia	25,5	12,3	9
México	55,3	15,2	6

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco Mundial.

1/ Datos de abril 2015 en el caso de RIN, importaciones a marzo de 2015.

2/ No incluye las deudas que se colocaron originalmente a largo plazo.

Este nivel de reservas refleja las compras de dólares que realizó el BCRP de manera preventiva. Así, el BCRP compró dólares en el mercado cambiario por US\$ 17 mil millones entre el 2006 y el 2009. En neto y luego de la crisis, entre 2010 y el 2012 compró otros US\$ 26 mil millones, habiendo vendido entre 2014 y 2015 alrededor de US\$ 9 mil millones, y mantiene un saldo de reservas internacionales netas de US\$ 61,6 mil millones. Esto le da una amplia disponibilidad de liquidez internacional que da mayor solidez a la economía en particular frente a escenarios de riesgo en los mercados financieros internacionales.

Recuadro 7 ACTUALIZACIÓN DE LA ESTIMACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO

En el Reporte de Inflación de enero de 2015, se presentó los resultados de la estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) con la metodología de modelos de comportamiento del Tipo de Cambio Real (BEER, por sus siglas en inglés) con información al IV trimestre de 2014. En este Reporte se presenta una actualización de estas estimaciones que toman en cuenta información hasta el I trimestre de 2015.

Como presentamos en el Reporte de inflación de enero, en la literatura existe cierto consenso en la elección de las variables fundamentales del TCRE sobre la base de distintos modelos teóricos (se puede ver Caputo y otros (2007) para un revisión bibliográfica completa). En este artículo se consideran 4 fundamentos del TCRE para Perú: Productividad Relativa, Términos de Intercambio, Apertura Comercial y Gasto Público.

- Productividad relativa: una mejora en la productividad doméstica en relación a la exterior conduciría a un aumento en la demanda de trabajo y, por ende, a mayores salarios reales. Los mayores salarios conducirían a un incremento en la demanda de bienes locales que aumentaría los precios domésticos. Como resultado se daría una apreciación real.
- Términos de intercambio: en una economía primario exportadora, un incremento en los términos de intercambio se traduce en mayores ingresos que tienden a aumentar la demanda agregada. Ello presiona al alza el precio de los productos domésticos y, dados los precios de los bienes externos, se produce una apreciación real.
- Apertura comercial: el efecto de este fundamento es también ambiguo. Primero, un incremento de la apertura comercial por una reducción de aranceles genera un incremento en la demanda por bienes importables y por ende, una presión al alza sobre su precio. Dado que los precios de estos bienes se determinan en los mercados externos, se produciría una depreciación real. Segundo, puede ser que la elasticidad precio por importaciones sea baja, entonces se produciría un efecto ingreso positivo que incrementaría la demanda por bienes domésticos que inducirían a una apreciación real.
- Gasto público: las compras del sector público típicamente se encuentran orientadas a bienes producidos dentro del país. Así, una expansión fiscal generaría presiones de demanda por estos bienes, aumentaría su precio y tendería a apreciar la moneda.

Evolución reciente del Tipo de Cambio Real Equilibrio

Dada la incertidumbre propia de estimaciones econométricas, para calcular el impacto medio de los determinantes fundamentales en el TCRE, y con fines de robustez, se estiman varias especificaciones del modelo de TCRE. Los resultados que se observan en el siguiente cuadro son promedios de las estimaciones de todas las especificaciones usadas.

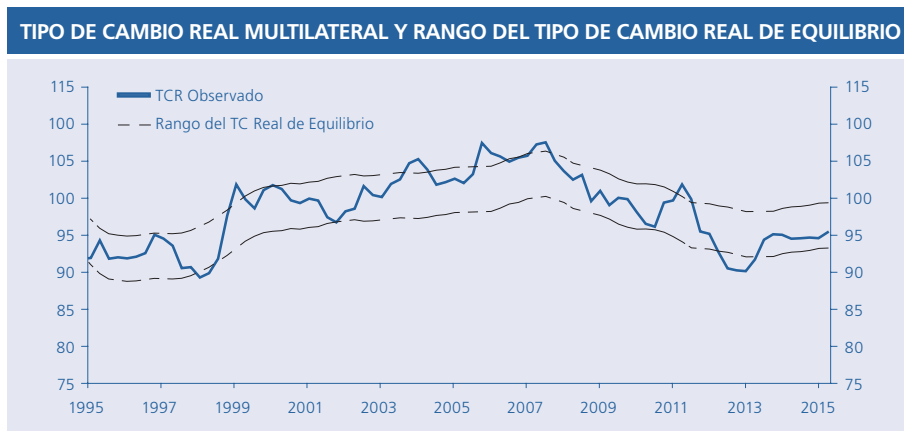
ELASTICIDADES PROMEDIO ESTIMADAS DE LOS DETERMINANTES DEL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO (TCRE) ^{1/}		
Variable	Elasticidades estimadas al	
	RI Ene.15	RI May.15
Productividad Relativa Perú/Socios ^{2/}	-0,63	-0,61
Términos de Intercambio	-0,09	-0,08
Apertura Comercial ^{3/}	-0,04	-0,03
Ratio Gasto Público / PBI	-0,08	-0,08

1/ Estos coeficientes se obtienen al promediar las estimaciones de todos los modelos evaluados.
2/ Productividad Relativa Perú/Socios: Ratio de PBI por persona empleada de Perú sobre socios comerciales.
3/ Indicador arancelario efectivo como Impuestos a las Importaciones / Importaciones Totales. Entonces, un incremento de la apertura comercial sería una caída del indicador arancelario.





Las elasticidades estimadas no muestran cambios relevantes respecto a los presentados en el Reporte de Inflación anterior. La productividad relativa es el fundamento que tiene mayor impacto sobre el TCRE seguido por los términos de intercambio y el gasto público aunque sus impactos son menores. Por ejemplo, un crecimiento de un punto porcentual en la productividad relativa de nuestra economía indica una reducción del TCRE de 0,61 por ciento. Tal como se observa en el gráfico, el Tipo de Cambio Real (TCR) se encontraba por debajo de su nivel de equilibrio durante el 2012. Sin embargo, desde el 2013, el TCR se ha incrementado convergiendo a su nivel de equilibrio. La estimación para los años 2014 y 2015 muestra que el TCR está dentro de las bandas de confianza del TCRE estimado.

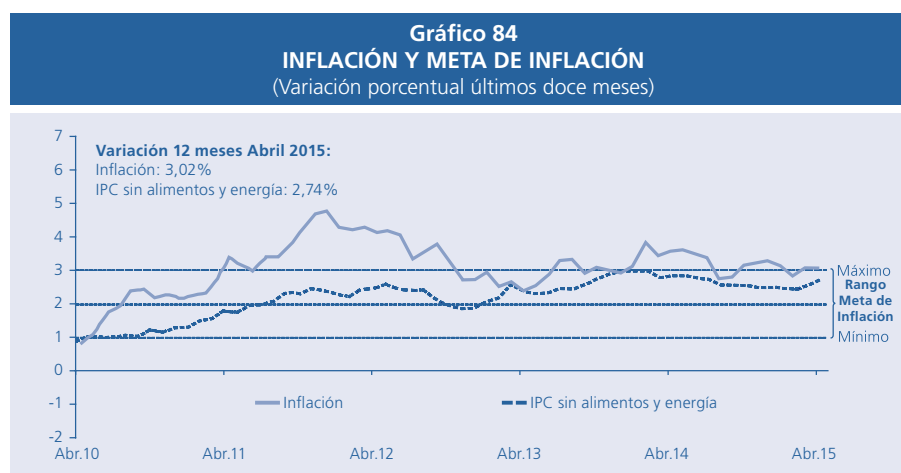


VI. Inflación

Ejecución

80. La inflación acumulada en los últimos doce meses pasó de 3,22 por ciento en diciembre de 2014 a 3,02 por ciento en abril de 2015.

La inflación reflejó principalmente alzas en los precios de alimentos y tarifas eléctricas. El componente de alimentos y energía se incrementó en 3,35 por ciento. La inflación sin alimentos y energía, es decir descontando el impacto de estos rubros de alta volatilidad de precios, ascendió a 2,74 por ciento.



Cuadro 45
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2010	2011	2012	2013	2014	Abril 2015	
							Acum.	12 meses
IPC	100,0	2,08	4,74	2,65	2,86	3,22	1,64	3,02
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,38	2,42	1,91	2,97	2,51	1,42	2,74
a. Bienes	21,7	1,07	2,37	1,60	2,62	2,43	1,37	2,82
b. Servicios	34,8	1,58	2,45	2,10	3,18	2,55	1,45	2,69
2. Alimentos y energía	43,6	2,98	7,70	3,55	2,73	4,08	1,90	3,35
a. Alimentos y bebidas	37,8	2,41	7,97	4,06	2,24	4,83	2,37	4,90
b. Combustibles y electricidad	5,7	6,80	6,01	0,22	6,09	-0,85	-1,37	-6,63
Combustibles	2,8	12,21	7,54	-1,48	5,95	-5,59	-8,43	-16,44
Electricidad	2,9	1,36	4,30	2,19	6,23	4,37	5,69	3,93





81. Al mes de abril de 2015 los rubros que contribuyeron a la inflación de los últimos 12 meses son aquellos influenciados por el tipo de cambio, demanda, costos y clima.



Las **matrículas y pensiones de enseñanza** aumentaron 4,2 por ciento, reflejando principalmente los reajustes registrados en el mes de marzo en las pensiones de los colegios particulares (6,4 por ciento) y de las universidades privadas (3,6 por ciento).

El alza del rubro **comida fuera del hogar** (2,3 por ciento) estuvo relacionada al mayor precio de los alimentos (2,4 por ciento).

Las **tarifas eléctricas** aumentaron 5,7 por ciento. Ello respondió principalmente a la actualización de los componentes de generación y distribución afectados por el incremento del tipo de cambio. También contribuyó a este resultado el aumento de los costos asociados a los peajes de transmisión, así como la liquidación trimestral realizada en febrero del mecanismo de compensación a los usuarios regulados frente a los contratos entre empresas distribuidoras y generadoras.

El rubro de **compra de vehículos** aumentó 5,2 por ciento, resultado asociado a la depreciación del tipo de cambio (5,3 por ciento).

Los precios de la **gasolina y lubricantes** disminuyeron 7,9 por ciento ante el menor precio internacional del petróleo. La cotización WTI pasó de US\$ 59 por barril en

diciembre de 2014 a US\$ 47,6 por barril en enero, subiendo a US\$ 54,2 en abril, aún por debajo del precio registrado en abril de 2014 (US\$ 102,2 por barril).

Asimismo el precio del **gas** de uso doméstico (GLP envasado) disminuyó 9,5 por ciento. Este producto se encuentra comprendido dentro de los alcances del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles. En enero se procedió a actualizar la banda de precios considerando la rebaja del precio del petróleo. Ello determinó una caída del precio ex planta de 20,5 por ciento con respecto a diciembre, lo que se trasladó parcialmente al precio del consumidor.

Alimentos

82. En el período enero-abril la oferta de los alimentos agrícolas perecibles como papa, tomate, cebolla y zanahoria estuvieron afectados por anomalías climatológicas.

El precio de la **papa** aumentó 20,5 por ciento. Las condiciones más cálidas en la costa y los bajos precios en chacra desincentivaron las siembras en Lima, lo que repercutió negativamente en el abastecimiento a principios del año. Posteriormente, las intensas lluvias en la sierra central dieron lugar a una oferta irregular. A ello se sumaron los problemas en la comercialización debido a las interrupciones del tránsito en la carretera central por efecto de los huaycos.

El precio del **tomate** registró un incremento de 40,3 por ciento. En el período enero-abril el abastecimiento en Lima Metropolitana cayó 10 por ciento. En los meses de enero y febrero el aumento de la temperatura y la presencia de plagas en los valles de Lima e Ica dieron lugar a una menor oferta. En el caso de Ica también se registró una menor siembra en respuesta a una menor demanda de la industria de la región. En marzo y abril, la irregularidad de las cosechas ante los cambios climáticos y la menor calidad del producto continuaron afectando el abastecimiento.

En el caso de la **cebolla**, el aumento de 20,6 por ciento estuvo asociado a las fuertes lluvias en Arequipa, principal región abastecedora, lo que dio lugar a una cosecha irregular. La mayor humedad afectó el cultivo, disminuyendo la oferta del producto de primera calidad.

El precio de la **zanahoria** aumentó 38,2 por ciento, debido a menores siembras en Junín, principal región abastecedora, durante el primer semestre del año. Influyó en este resultado que el cultivo se encuentre afectado por la enfermedad royal cuyo tratamiento eleva los costos de producción.

Las condiciones térmicas más cálidas en los valles de Lima afectaron la producción de **otras hortalizas** con la consiguiente alza de su precio en 15,3 por ciento en promedio. Los mayores aumentos se registraron en productos como brócoli, lechuga





y poro. El aumento de la temperatura también dio lugar a mayores mermas en la comercialización.

En contraposición a estas alzas se registraron caídas en los rubros de cítricos, palta y uva, productos en los que las condiciones térmicas habrían sido favorables para su desarrollo. A ello se sumaron las buenas prácticas agrícolas y la mayor demanda externa.

En el caso de los **cítricos** (-9,7 por ciento), las anomalías positivas de la temperatura en la costa norte dieron lugar a una maduración más rápida del limón, aumentando su oferta, con la consiguiente caída de su precio (-25,8 por ciento). El precio de la mandarina también disminuyó (-16,6 por ciento) por un aumento de su oferta, la que registró un incremento de 7,0 por ciento en el período enero-marzo. Ello no sólo por factores estacionales, sino también por las campañas de erradicación de plagas en los valles de Lima.

Cuadro 46
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN ENERO - ABRIL 2015

	Peso	Var. %	Contr. pond.
INFLACIÓN	100,0	1,6	1,64
Alimentos	37,8	2,4	0,95
Efecto de precios internacionales	10,0	0,8	0,08
<i>Del cual</i>			
Carne de pollo	3,0	1,5	0,05
Choques de oferta interna	4,95	8,3	0,44
<i>Del cual</i>			
Papa	0,9	20,5	0,17
Tomate	0,2	40,3	0,07
Otras hortalizas	0,4	15,3	0,07
Cebolla	0,4	20,6	0,06
Zanahoria	0,1	38,2	0,05
Comidas fuera del hogar	11,7	2,3	0,30
Resto de alimentos	11,1	1,1	0,13
Combustibles, pasaje urbano y electricidad	14,3	-0,6	-0,09
Combustibles	2,8	-8,4	-0,24
Pasaje urbano	8,5	-0,2	-0,01
Electricidad	2,9	5,7	0,16
Asociados al tipo de cambio	4,5	3,0	0,12
<i>Del cual</i>			
Compra de vehículos	1,6	5,2	0,08
Alquiler de vivienda	2,4	1,5	0,03
Educación	9,85	4,3	0,45
<i>Del cual</i>			
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,2	0,39
Resto	33,58	0,7	0,21

Cuadro 47
IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES
 (Variación promedio anualizada)

	Enero - Abril	Mayo - Diciembre	Año
2001-2014			
IPC	4,1	1,8	2,6
Alimentos agrícolas perecibles	15,6	-1,3	4,0
2014			
IPC	5,6	2,0	3,2
Alimentos agrícolas perecibles	23,9	1,7	8,6
2015			
IPC	5,0		
Alimentos agrícolas perecibles	21,4		

Proyección

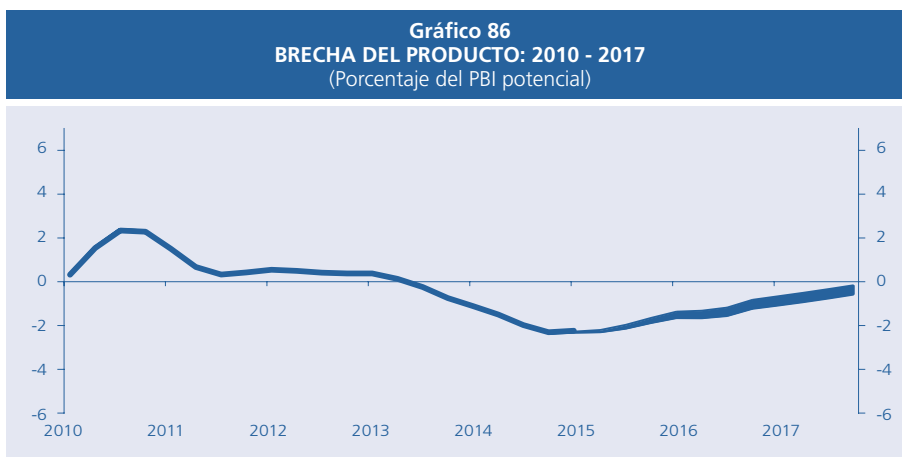
83. Las acciones de política monetaria del BCRP responden a las proyecciones de la inflación y sus determinantes elaboradas con la información macroeconómica disponibles al momento de la toma de decisiones. Estas proyecciones se presentan junto con un intervalo de confianza, el cual cuantifica la incertidumbre asociada a tales pronósticos. Entre los determinantes de la inflación destacan la evolución de las expectativas de inflación, la inflación importada y las presiones inflacionarias de demanda que se cuantifican a través de la brecha del producto (diferencia entre el PBI y su nivel potencial). Este indicador anticipa la evolución de la inflación por demanda y por ende es un indicador que permite ajustar la posición de política monetaria de manera oportuna.
84. En este contexto, se proyecta que la inflación se aproxime gradualmente a 2,0 por ciento en el horizonte 2015-2017, mostrando una convergencia más lenta que la proyectada en el Reporte de Inflación de enero. Esta trayectoria de convergencia más lenta refleja principalmente una mayor inflación importada, producto de una depreciación nominal mayor a la esperada y mayores precios externos. Estos efectos se verán parcialmente compensados por una brecha del producto que se mantiene negativa y se recupera más lentamente que lo contemplado en el Reporte de Inflación de enero. La reducción de la inflación en el horizonte de proyección está acompañada por una reversión de las expectativas de inflación hacia 2 por ciento.
85. Los detalles de los determinantes de la proyección de inflación se discuten a continuación:
- La **brecha producto** se ha mantenido negativa en el primer trimestre de 2015 y se prevé que se recupere gradualmente, aunque a un menor ritmo que el contemplado en el Reporte de Inflación de enero. La menor brecha del producto se explicaría por el efecto de menores términos de intercambio, menor confianza empresarial (que se refleja en una menor inversión y consumo privado)



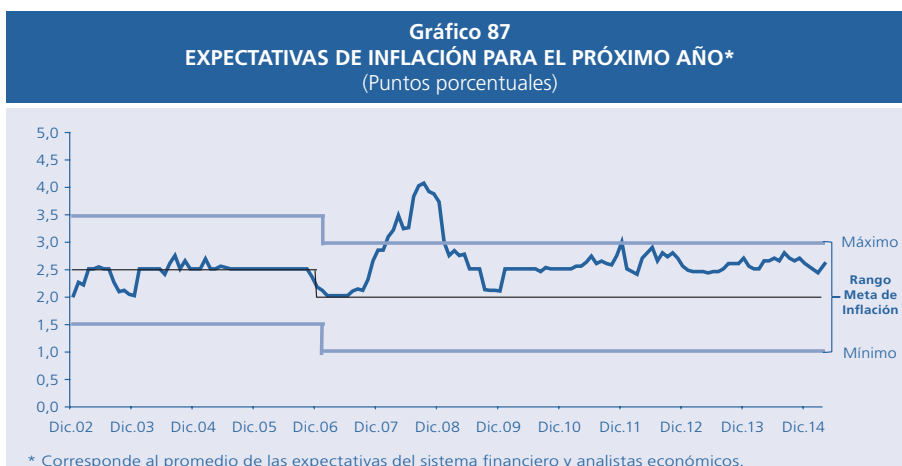


y menor crecimiento de los socios comerciales (que afecta el desempeño de las exportaciones no tradicionales).

Los factores que incidirán positivamente en la brecha producto durante 2015 son condiciones monetarias en soles expansivas y un impulso fiscal ligeramente menor que el observado en 2014. Se espera que estos efectos, acompañados por la recuperación del PBI primario (principalmente minería y pesca), favorezcan una recuperación gradual en la confianza empresarial, y con ello de la inversión en los siguientes trimestres.



- b) Las **expectativas de inflación** se mantienen dentro del rango meta, aunque se han elevado ligeramente para este año con un patrón decreciente en el horizonte de proyección (2015-2017). Cabe señalar que el Banco Central se mantendrá vigilante a los cambios en las expectativas de inflación de largo plazo para adoptar las correspondientes medidas de política monetaria que contribuyan a mantener las expectativas inflacionarias dentro del rango meta.



Cuadro 48
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN
 (Porcentajes)

	Expectativas del:		
	RI Oct.14	RI Ene.15	RI May.15
Sistema Financiero			
2015	2,6	2,5	2,9
2016	2,5	2,5	2,8
2017			2,9
Analistas Económicos			
2015	2,8	2,7	2,9
2016	2,6	2,5	2,6
2017			2,5
Empresas No Financieras			
2015	3,0	3,0	3,0
2016	3,0	3,0	3,0
2017			3,0

- c) La **inflación importada** recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. Con relación a los **precios internacionales**, se proyecta una reversión parcial en los precios de los principales bienes importados, respecto a la caída observada en el primer trimestre, en particular para el caso del petróleo. Asimismo, la evolución reciente del tipo de cambio tendría un efecto al alza sobre la inflación, por el efecto traspaso. Este efecto es mayor en el caso de depreciación que en el caso de apreciación del tipo de cambio.

La encuesta de expectativas de tipo de cambio muestra que todos los agentes económicos esperan una depreciación moderada del Nuevo Sol para lo que resta este año y el próximo; indicando que la depreciación realizada es un evento transitorio y constituye una anticipación del mercado al retiro del estímulo monetario de la Reserva Federal en los Estados Unidos.

Cuadro 49
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO
 (Nuevos soles por US Dólar)

	RI Dic.13	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Ene.15	RI May.15
Sistema Financiero					
2015	2,83	2,88	2,90	3,10	3,25
2016	2,85	2,90	2,95	3,15	3,30
2017					3,30
Analistas Económicos					
2015	2,87	2,88	2,95	3,10	3,22
2016	2,90	2,90	2,95	3,15	3,25
2017					3,25
Empresas No Financieras					
2015	2,85	2,85	2,90	3,00	3,20
2016	2,86	2,90	2,90	3,10	3,25
2017					3,30
Promedio					
2015	2,85	2,87	2,92	3,07	3,22
2016	2,87	2,90	2,93	3,13	3,27
2017					3,28



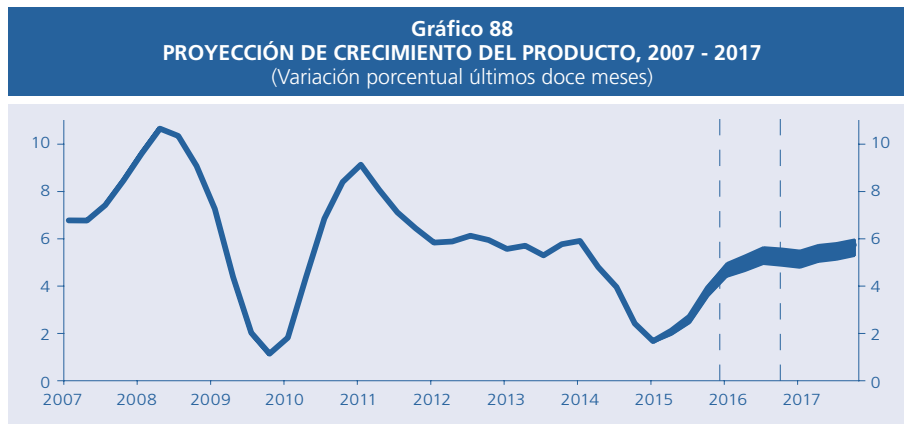


- d) Entre los **choques de oferta** que afectan a la inflación se pueden mencionar: i) la recuperación en los precios del petróleo, ii) la revisión anual de las tarifas eléctricas y iii) el efecto del fenómeno del Niño. La conjugación de estos factores contribuirían a un mayor incremento en el promedio de los **precios de alimentos y energía**, que se estima en 3,2 por ciento en 2015; explicado principalmente por la evolución de los precios de energía (4,6 por ciento), que incluye combustibles y tarifas de electricidad, en tanto que el precio de los alimentos aumentaría 3,0 por ciento.
86. La evolución de la **brecha producto** está determinada por la evolución de condiciones externas, la posición de política monetaria, el impulso fiscal y la confianza de los agentes económicos en la marcha de la economía. En 2014 los factores que incidieron negativamente en la brecha producto fueron externos, principalmente caída de los términos de intercambio, un menor crecimiento de nuestros socios comerciales y condiciones monetarias en dólares menos expansivas.

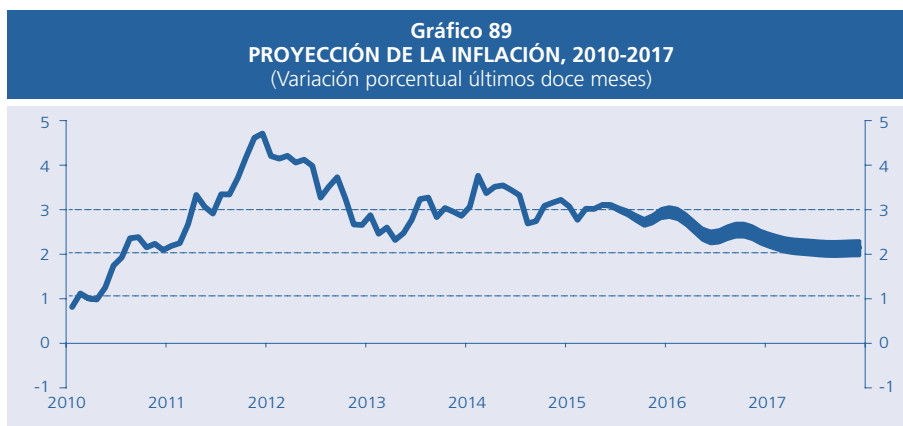
En el horizonte de proyección 2015-2017 se estima una gradual reversión de la brecha producto. Los principales determinantes de esta proyección son:

- a) **Confianza empresarial:** se prevé una recuperación más lenta de la confianza empresarial sustentada en la incertidumbre sobre la evolución de los factores externos, y el menor dinamismo de la inversión pública y privada.
- b) **Condiciones externas:** se prevé una corrección más acompasada del crecimiento mundial, explicado principalmente por un débil desempeño de la actividad económica de los Estados Unidos, Eurozona y las economías emergentes. Asimismo, en línea con la evolución reciente de las materias primas se toma en cuenta términos de intercambio más bajos que los contemplados en el Reporte de Inflación de enero.
- c) **Impulso fiscal:** el impulso fiscal estimado para el presente año sería de 0,4 por ciento del PBI (en contraste con 1,4 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación de enero) debido principalmente a la demora en la ejecución de la inversión pública por parte de los gobiernos subnacionales.
- d) **Condiciones monetarias:** Las condiciones monetarias en soles se mantienen como uno de los factores que contribuyen positivamente al nivel de la brecha del producto. Por otra parte, se espera hacia 2015 una contracción en las condiciones monetarias en dólares, producto del retiro del programa de estímulo monetario de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el inicio de una sucesión de incrementos anticipados en su tasa de política monetaria.

87. La proyección de crecimiento económico para el horizonte 2015-2017 (3,9, 5,3 y 5,8 por ciento) es consistente con la recuperación gradual de la brecha del producto y del PBI potencial.



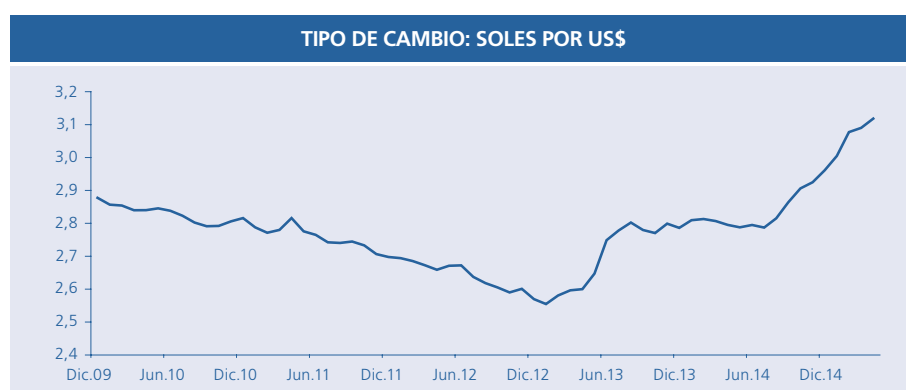
88. Los factores de riesgo que implican una mayor inflación se han ido materializando; en particular mayores precios de alimentos por factores externos, así como una reversión más rápida en el precio internacional del petróleo, y un mayor efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación. Con ello, se prevé que la inflación muestre una convergencia más lenta a 2 por ciento en el horizonte de proyección.





Recuadro 8 TIPO DE CAMBIO E INFLACIÓN

El tipo de cambio viene aumentando desde 2013, acumulando una variación de 21,6 por ciento entre enero de 2013 y abril de 2015. En el mismo período, la inflación acumulada es de 7,9 por ciento. Este recuadro muestra evidencia sobre la relación entre el tipo de cambio y la inflación en nuestro país. En primer lugar se calculan las correlaciones entre el tipo de cambio y los diferentes rubros del Índice de Precios al Consumidor (IPC), a nivel desagregado. En segundo lugar, se muestran estimaciones econométricas recientes de los efectos traspaso del tipo de cambio sobre la inflación total.



Análisis de correlaciones entre tipo de cambio y los rubros del IPC

En primer lugar, para aproximar el impacto directo de la variación del tipo de cambio en los precios al consumidor, se calcularon las correlaciones entre las variaciones porcentuales mensuales del tipo de cambio y de los índices de precios de los diferentes rubros de la canasta del IPC. Se consideró el período enero de 1995 - abril de 2015. Las correlaciones se calcularon para ventanas móviles de 24 meses. De esta forma, se comienza con el período de enero de 1995 a diciembre de 1997, luego desde febrero de 1995 a enero de 1998 y así sucesivamente hasta incorporar el período entre mayo de 2013 y abril de 2015. Este método capta los cambios en el tiempo de la relación entre las variaciones del tipo de cambio y los precios.

RUBROS DE MAYOR CORRELACIÓN CON EL TIPO DE CAMBIO

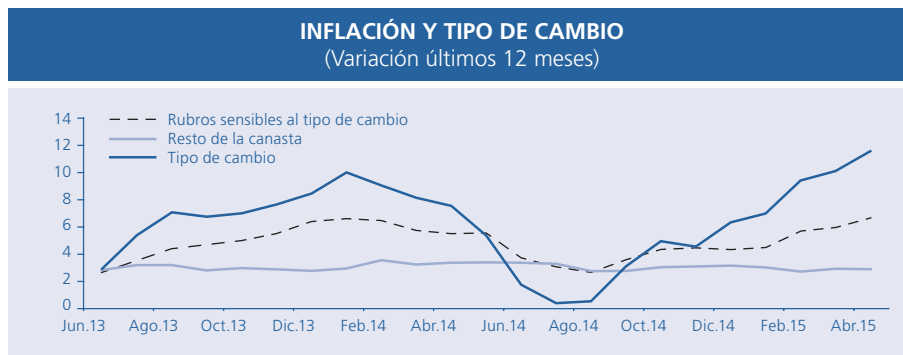
	Peso	Correlación máxima ^{1/}	Correlación may.13-abr.15
Bienes			
Aparatos electrodomésticos	1,3	0,96	-0,23
Aparatos de recreo y cultura	0,9	0,93	-0,18
Artículos de joyería	0,1	0,92	0,08
Compra de vehículos	1,6	0,89	0,60
Artículos recreativos	0,7	0,86	-0,16
Repuestos de vehículos	0,2	0,69	-0,09
Servicios			
Alquileres	2,4	0,99	0,90
Gastos en hoteles	0,1	0,74	0,13
Pasaje de avión	0,4	0,71	0,49
Gira turística	0,0	0,72	0,24

^{1/} Correlación más alta tomando ventanas móviles de 24 meses de enero de 1995 a abril de 2015.

Los rubros que presentan las correlaciones más altas en los últimos 24 meses entre las variaciones de sus precios y las del tipo de cambio son alquileres, compra de vehículos, pasajes en avión y giras turísticas. En total, estos rubros representan el 4,5 por ciento de la canasta del IPC.

La apreciación del nuevo sol desde enero de 2013 hasta abril de 2015 fue 21,6 por ciento. En este período, el conjunto de rubros altamente sensibles a la variación del tipo de cambio registró un aumento de precios promedio de 14,4 por ciento, contribuyendo con 0,56 puntos porcentuales a la inflación del período (7,9 por ciento). En 2013 y 2014 estos rubros contribuyeron con 0,25 y 0,18 puntos porcentuales a la inflación, respectivamente. En los primeros cuatro meses de 2015 el nuevo sol se apreció 5,3 por ciento, en tanto que los precios de estos rubros subieron en promedio 3,0 por ciento, contribuyendo con 0,12 puntos porcentuales a la inflación del período (1,6 por ciento).

INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO (Variación porcentual)					
	Peso	2013	2014	Ene.-Abr. 2015	Total
IPC	100,0	2,9	3,2	1,6	7,9
Rubros más sensibles a variaciones del tipo de cambio	4,5	6,5	4,3	3,0	14,4
Resto de rubros	95,5	2,7	3,2	1,6	7,7
Tipo de cambio		8,5	6,4	5,3	21,6



Cabe indicar que el análisis de las correlaciones se limita a calcular el impacto directo de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios, por lo que existen diferentes canales de transmisión indirectos no captados por este método. Además, no considera el efecto del tipo de cambio sobre los precios de los productos que dependen significativamente de terceras variables, tales como cotizaciones internacionales.

Estimaciones del efecto traspaso

En segundo lugar, se realizaron estimaciones econométricas del efecto traspaso del tipo de cambio a precios (TTCP) a nivel agregado. En economías pequeñas y abiertas, variaciones en el tipo de cambio afectan la evolución de la inflación por el efecto que estos cambios generan en los precios de bienes e insumos importados. Este es un tema relevante tanto para la proyección de la inflación como para el diseño de política monetaria, dado que cambios en el TTCP pueden modificar el efecto de las acciones de política monetaria destinadas al control de la inflación en el corto plazo.

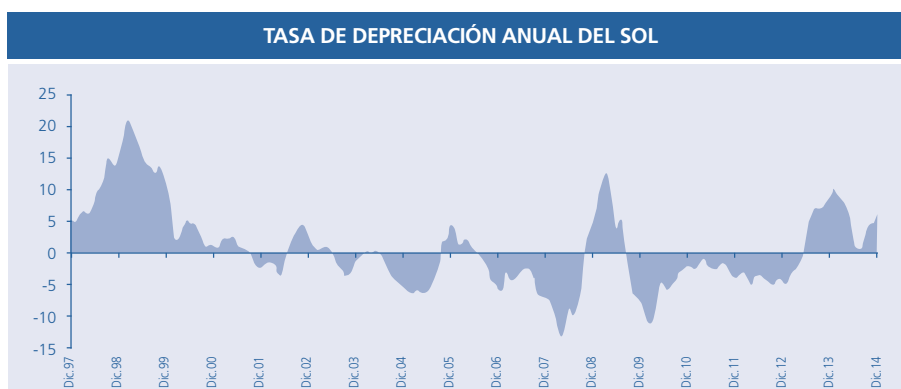




Al ser el TTCP dinámico, éste se estima utilizando modelos de Vectores Autorregresivos (VAR). Existe evidencia para Perú de un TTCP estadísticamente significativo utilizando modelos VAR, aunque de baja magnitud¹¹. El efecto TTCP puede ser asimismo cambiante e importante en economías con dolarización parcial como la peruana, en donde no sólo los bienes importados son afectados por el tipo de cambio, sino también los bienes domésticos con precios en dólares.

A continuación se presenta evidencia complementaria a la existente sobre la estimación del efecto traspaso del tipo de cambio a precios (TTCP) en el Perú, considerando la posibilidad que éste sea asimétrico. En particular se busca responder a la siguiente pregunta: ¿responden los precios igual ante depreciaciones que ante apreciaciones? Dicha pregunta surge luego de notar que la evidencia de un TTCP bajo, e inclusive decreciente, se basa principalmente en episodios de apreciación persistente, con eventuales períodos de depreciación. Este tipo de asimetría presente en la reacción de precios es discutida por Ball (1994) y también Pollard y Coughlin (2004). Así por ejemplo, fuertes depreciaciones pueden afectar negativamente el margen de ganancia de las empresas al tener insumos importados, lo que generaría incentivos a subir los precios, dependiendo del poder de mercado de la firma. Sin embargo, una apreciación produciría un incremento en el margen de ganancia, por lo que no necesariamente la firma decidirá cambiar sus precios a la baja. Ello dependerá también de la elasticidad de la demanda en cada mercado. De otro lado, otros estudios para Perú asocian la asimetría a períodos de expansión y recesión y la caracterizan mediante modelos de transición suave, ver Winkelried (2003); Bigio y Salas (2006).

El siguiente gráfico muestra que en los últimos 18 años se han observado períodos de fuerte depreciación, como por ejemplo en 1998 o en 2008, y períodos de persistente apreciación, como el período comprendido entre 2002 y 2005, o el período entre 2009 y mediados de 2013. Por tanto se cuenta con suficiente información para realizar un análisis diferenciado entre estos dos escenarios.

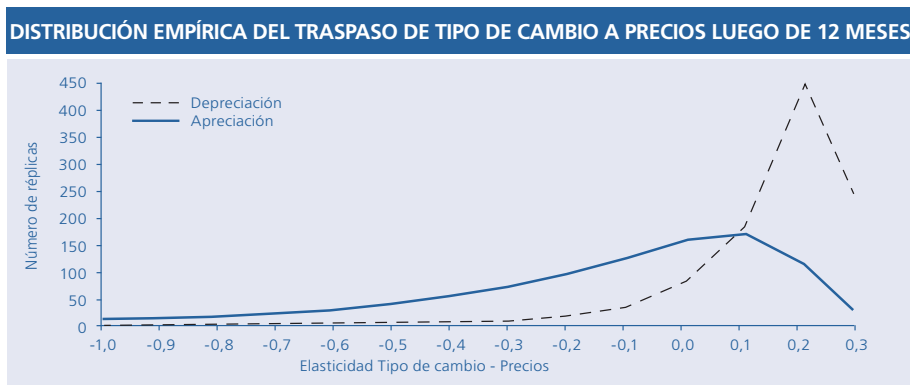


Estimación del efecto traspaso asimétrico

Existen modelos de series de tiempo que tienen en cuenta respuestas dinámicas asimétricas en función a si una variable es positiva o negativa. Así, en la literatura de precios de petróleo se calculan funciones de Impulso Respuesta no lineales a través de proyecciones condicionadas.

11 Ver por ejemplo Winkelried (2013) así como Miller (2003), Maertens Odría y otros (2012).

El siguiente gráfico muestra la distribución del efecto traspaso del tipo de cambio a precios luego de 12 meses. En particular, se observa que el valor más probable o modal es diferente para el caso de depreciaciones (0,2) del caso de apreciaciones (0,1). Cabe señalar que este análisis se basa en choques cambiarios transitorios (de una sola vez) y, con ello, no implican una secuencia futura de choques. Coincidentemente, el valor de 0,1 está asociado a la evidencia previa, que justamente se basa en la muestra de apreciación persistente. Así, se puede concluir que los valores más probables en ambos escenarios difieren y además mantienen una relación de 2 a 1. Con ello, se concluye que los precios responden de manera diferenciada ante depreciaciones y apreciaciones, donde en particular, para el caso peruano, la reacción es más fuerte en el caso de una depreciación.



Asimismo, es importante señalar que en el caso de una depreciación la distribución se encuentra mucho más concentrada en el valor modal respecto al caso de apreciación. Con ello, no sólo se trata de un desplazamiento, sino de un cambio de la distribución de probabilidades. Este resultado es relevante para el diseño de la Política Monetaria, en el marco del Esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI), pues brinda mayor luz respecto a cuál es la reacción de los precios en distintos escenarios de evolución del tipo de cambio. En particular, en episodios de depreciación rápida el efecto en la inflación sería mayor que en períodos de apreciación.





Recuadro 9 SISTEMA DE LA FRANJA DE PRECIOS AGRÍCOLAS

El Sistema de la Franja de Precios (SFP) se creó con la finalidad de ser un mecanismo de estabilización de precios de naturaleza simétrica, que minimiza los efectos de las fluctuaciones de los precios internacionales de productos agrícolas seleccionados:

- En caso de que el precio internacional de referencia supere al precio techo se aplicaría una rebaja arancelaria.
- En caso de que fuese menor al precio piso se aplicaría un derecho arancelario.

El SFP afecta a 4 grupos de productos: el maíz, el arroz, la azúcar y la leche¹². En total incluye a 47 partidas arancelarias, de las cuales 26 partidas son de productos lácteos, 10 de productos relacionados al maíz, 7 partidas de azúcar y vinculados y 4 partidas de arroz.

Sin embargo, en los últimos años las reducciones arancelarias dirigidas a mejorar la competitividad de la economía han generado que el SFP se convierta en un mecanismo asimétrico ya que solo se activa en episodios en los que se debe pagar derechos específicos.

En la actualidad, casi la totalidad de estas partidas tienen un arancel de 0 (44 de las 47 partidas) por lo que no es posible una reducción arancelaria cuando los precios superen el precio techo¹³.

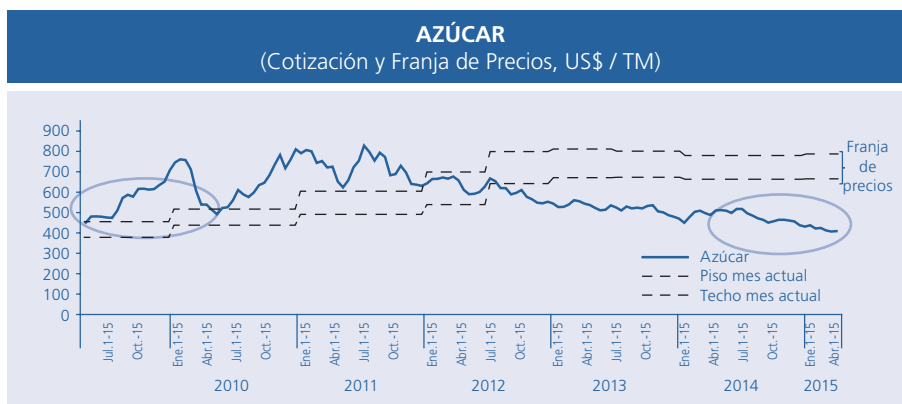
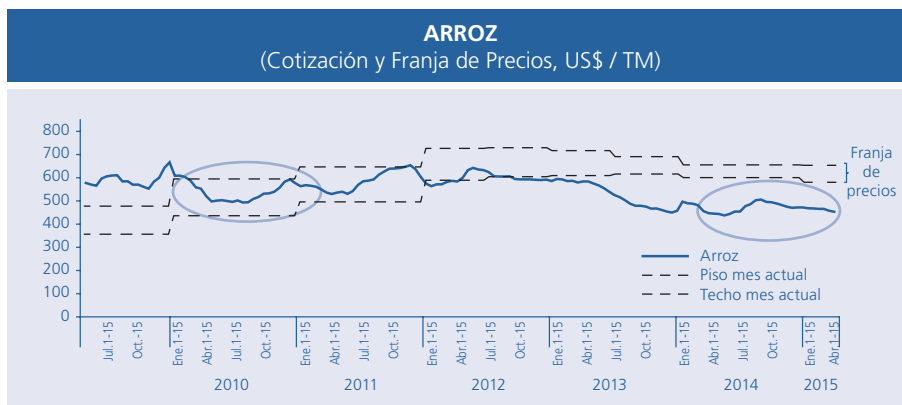
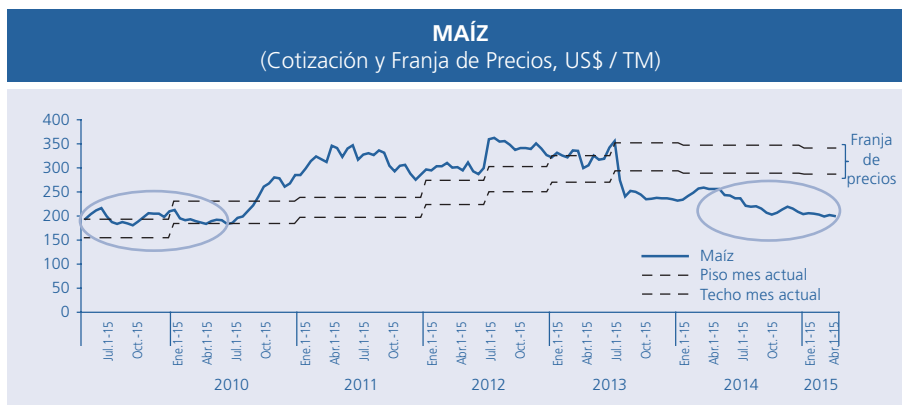
En términos nominales el SFP implica la aplicación de derechos arancelarios elevados, generando pérdidas de bienestar a los consumidores. Así, para la primera quincena de abril, el maíz tuvo un derecho específico de 46 por ciento, el arroz de 32 por ciento, el azúcar de 70 por ciento y la leche de 43 por ciento, como se muestra en la siguiente tabla.

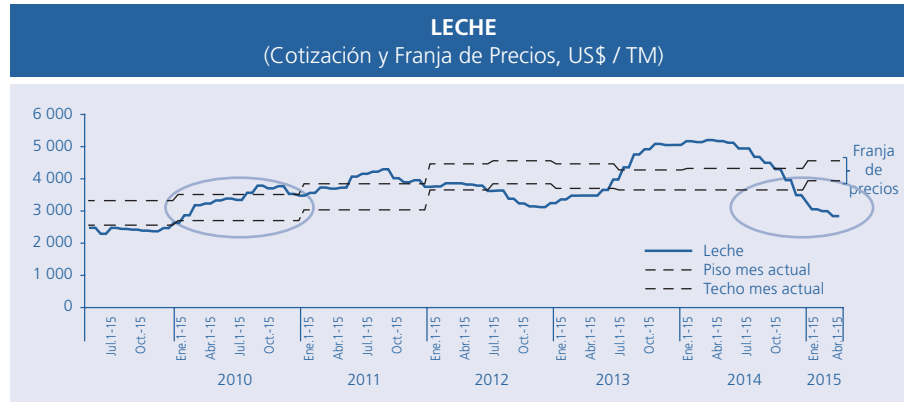
FRANJA DE PRECIOS - DERECHOS ESPECIFICOS VARIABLES (US \$ /TM)				
	Maíz	Arroz*	Azúcar	Leche
Cotización Referencial**	197	441	393	2 769
Banda Vigente (Nov. 2014 - May. 2015)				
Piso = Promedio (5 años)	287	582	668	3 949
Techo = Promedio + 1 D.E.	342	658	795	4 600
Derecho Arancelario Adicional	90	141	275	1 180
Derecho Arancelario Adicional (% Precio CIF)	46	32	70	43

* Arroz Pilado. También existe una tabla para el arroz en cáscara.
 ** Precios CIF de referencia para el periodo del 1 al 15 de abril de 2015. Productos marcadores: Arroz (Arroz blanco de grado 100% B), Maíz (Maíz amarillo USA N° 2), Leche (Leche entera en polvo sin azucarar) y Azúcar (Contrato N° 5).
 D.E: Desviación Estándar.

- La franja de precios tiene un espectro amplio para cada producto: el marcador que es el producto agropecuario cuyo precio internacional es utilizado para el cálculo de la franja y los productos vinculados que son productos obtenidos mediante transformación o mezcla de productos marcadores o que pueden reemplazar en el uso industrial o en el consumo a un producto marcador.
- Sólo 3 partidas del maíz tienen un arancel de 6 por ciento: almidón de maíz (1108 12 00 00), fécula de papa (1108 13 00 00) y dextrina y demás almidones y féculas modificadas (3505 10 00 00).

Cabe mencionar que la metodología de cálculo que promedia los últimos 5 años de precios como piso de la franja, ha determinado que se apliquen derechos arancelarios aun cuando los precios actuales son similares a los que se registraron hace 5 años, periodo en el cual el mecanismo determinó que los precios internacionales estaban por encima del precio piso, y por tanto no se aplicaban derechos arancelarios.





Sin embargo, la aplicación de los derechos específicos no es uniforme al presentarse diferencias de acuerdo al país de origen. Este tratamiento diferenciado introduce incentivos al desvío del comercio. Así, los países de la Comunidad Andina y EEUU¹⁴ se encuentran excluidos de la aplicación de la franja, lo cual genera impactos en el caso del maíz y el azúcar.

Modificación al SFP

El D.S. N° 103-2015-EF promulgado el 1 de mayo de 2015 determina que para 43 partidas de lácteos, azúcar y maíz pertenecientes al SFP, la suma de los derechos variables adicionales del SFP y los derechos ad valorem CIF no debe superar el 20 por ciento del valor CIF de la mercadería.

Por tanto, los nuevos derechos arancelarios adicionales serían sustancialmente menores a los previos por lo que el precio implícito más arancel sería también menor, excepto para el arroz que no se ha modificado (ver siguiente tabla), lo que tendría un beneficio directo para los consumidores.

MODIFICACIÓN AL SISTEMA DE FRANJA DE PRECIOS (US\$ /TM)				
	Maíz	Arroz	Azúcar	Leche
I. Precios de Referencia* (1)	197	441	393	2 769
Precio Piso	287	582	668	3 949
Precio Techo	342	658	795	4 600
II. Derechos específicos anteriores (2)	90	141	275	1 180
Porcentaje implícito	46	32	70	43
III. Derechos específicos nuevos** (3)	39	141	79	554
Precio y derecho específico				
Situación anterior (1) + (2)	287	582	668	3 949
Situación actual (1) + (3)	236	582	472	3 323
Var. %	-18	0	-29	-16

* Primera quincena de abril 2015.
** Derecho máximo de 20 por ciento según D.S. N° 103-2015-EF.

14 Las importaciones provenientes de la Comunidad Andina no están sujetas a la franja de precios y las provenientes de EEUU tienen cuotas y aranceles máximos. Así, para el 2015 la cuota de importación de maíz es de 709 mil Tm y el arancel máximo es de 10,4 por ciento.

VII. Balance de Riesgos

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

Balance de riesgos en el horizonte 2015 - 2017

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

a. Menor crecimiento mundial.

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

b. Desaceleración de la demanda interna.

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

c. Volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Este riesgo podría materializarse si el retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos generara volatilidad en los mercados financieros internacionales. En tal caso, se podrían generar salidas de capitales desde los países emergentes y presiones depreciatorias en las monedas de estas economías.

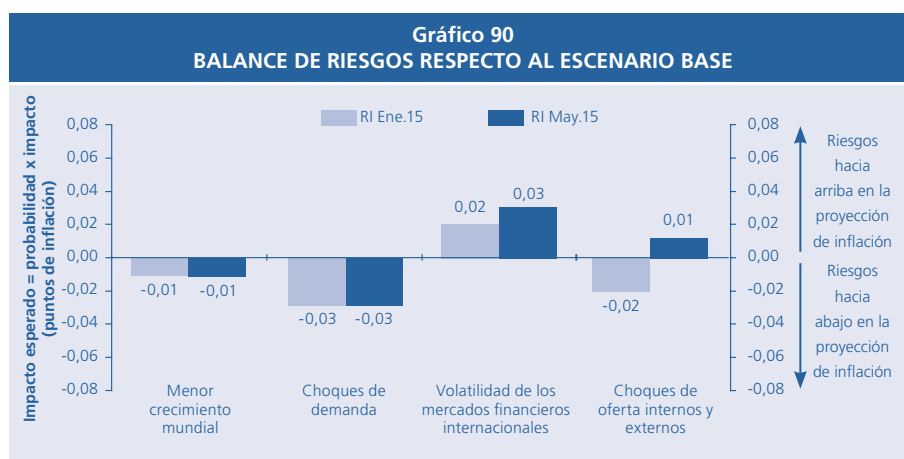




d. Choques de oferta.

Se viene observando una mayor incertidumbre en el mercado internacional por tensiones geopolíticas en medio oriente. Un alza de las cotizaciones internacionales del petróleo significativamente por encima de los niveles contemplados en el escenario base podría generar presiones inflacionarias. Del mismo modo, un Fenómeno del Niño más severo que el contemplado podría presionar los precios de algunos alimentos al alza.

91. El balance de los riesgos antes mencionados genera un sesgo neutral en la proyección de la inflación. Ello contrasta con el sesgo a la baja del Reporte de enero. Esta revisión se explica principalmente por un incremento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales y de los precios de los combustibles.



Conclusiones

92. Se mantiene la previsión que la inflación continuaría reduciéndose en los próximos meses hasta alcanzar la tasa de 2 por ciento en el horizonte de proyección 2015-2017; lo que es consistente con expectativas de inflación con tendencia a la baja, menores choques de oferta y una brecha de producto negativa que se va cerrando gradualmente en el horizonte de proyección.

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

BANCO DE RESERVA DEL PERU

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

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