



REPÚBLICA DEL PERÚ

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

**MARCO MACROECONÓMICO
MULTIANUAL 2016-2018 REVISADO**

**APROBADO EN SESIÓN DE CONSEJO DE MINISTROS DEL
29 DE AGOSTO DEL 2015**

ÍNDICE

1	RESUMEN EJECUTIVO	3
2	PANORAMA MACROECONÓMICO INTERNACIONAL	10
3	PANORAMA MACROECONÓMICO LOCAL	19
4	FINANZAS PÚBLICAS.....	30
5	CUADROS ESTADÍSTICOS	46

1 RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento revisa las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018, aprobado en sesión de Consejo de Ministros del 28 de abril del presente año, con las cuales se elabora el proyecto de presupuesto público para el año fiscal 2016.

Panorama Macroeconómico Internacional

Las perspectivas económicas mundiales se han deteriorado significativamente en un contexto de mayor incertidumbre respecto del desempeño futuro de la economía china: precio de materias primas en niveles mínimos de los últimos 6 años, abruptas depreciaciones de monedas de países emergentes, volatilidad y ajustes en mercados bursátiles no vistos desde la crisis griega del 2011 o la crisis de crédito sub-prime en EE.UU. del 2008. Si bien no se ha modificado la proyección de crecimiento de PBI de China del MMM de abril (2015: 6,8%; 2016: 6,3%), los datos recientes de menor actividad manufacturera e industrial y los ajustes abruptos en el mercado bursátil sugieren que los riesgos a futuro son a la baja.

Esta mayor incertidumbre proveniente de China, junto con el fortalecimiento del dólar debido a la aparente proximidad del primer incremento de la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de los EE.UU., han originado una fuerte revisión a la baja de los precios de las materias primas que exportamos: en el caso del cobre se ha revisado la proyección de niveles de cUS\$ 270 por libra para el 2015-2016 a niveles de cUS\$ 250 - 245 por libra, mientras que en el caso del oro se ha revisado de US\$ 1 230 por onza troy a US\$ 1 150 - 1 000 por onza troy para el mismo periodo.

En este contexto, la región más afectada será América Latina y el Caribe cuya proyección de crecimiento se revisa de 1,1% en abril a 0,4% (FMI: 0,5%), acumulando cinco años consecutivos de desaceleración económica. Adicionalmente, el deterioro en las condiciones internacionales, junto con factores internos, ha impactado adversamente en las expectativas de inversión y consumo de los agentes económicos en la región. De acuerdo al FMI, en la actualidad tanto el índice de confianza de consumidores como el de empresarios para la región se encuentra en el tramo pesimista y es 25% inferior al registrado en el 2011. De la misma manera, las perspectivas de crecimiento, tanto para el 2015 como 2016, han continuado corrigiéndose a la baja.

Es importante destacar que el choque externo se está absorbiendo de forma heterogénea entre las economías de la región. Mientras países como Argentina, Brasil y Venezuela se contraerán, la desaceleración es más marcada en las economías exportadoras de materias primas y financieramente integradas que en el resto de países: países exportadores de materias primas como Colombia, México y Chile crecerán 2,5% en el 2015, y 3,2% en el periodo 2016-2018, mientras que las economías de América Central y el Caribe, en especial, registrarían un crecimiento de 3,8% en el periodo 2015-2018, explicado por el dinamismo del sector turismo, la reducida dependencia de materias primas, el abaratamiento de las importaciones de energía, y el mayor vínculo comercial con EE.UU.

Panorama Macroeconómico Local

En la primera mitad del año la economía peruana creció 2,4%, acelerando su ritmo de expansión por dos trimestres consecutivos (1,8% en 1T2015 y 3,0% en 2T2015) y se espera que esta tendencia continúe en los próximos trimestres sustentada, principalmente, en un mayor impulso del gasto público, en especial, del Gobierno Nacional y la consolidación en la recuperación de los sectores primarios.

En este contexto, la proyección de crecimiento de la economía peruana para el 2015 se revisa de 4,2% a 3,0%, dentro de un intervalo de [2,5% - 3,3%], con lo cual se registraría una brecha del producto negativa de -2,9% del PBI potencial (2014: -1,5%). Cabe señalar que este proceso de revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento es parte de una tendencia regional, en la que la economía peruana mantiene su posición de liderazgo entre los países LA6. Así, entre marzo y agosto 2015, la proyección de crecimiento del PBI del consenso de mercado (encuesta de Consensus Forecasts) con respecto a Brasil se ha revisado de -0,7% a -1,9%; Chile de 2,8% a 2,2%; Colombia de 3,6% a 2,9%; México de 3,0% a 2,4% y Uruguay de 3,3% a 2,9%. Incluso, se espera que la economía peruana sea la economía que más acelere su ritmo de expansión respecto del 2014. Por ejemplo, Perú se aceleraría en 0,5 p.p., de 2,4% en el 2014 a 2,9% en el 2015, seguido por Chile (0,3 p.p., de 1,9% en el 2014 a 2,2%) y México (0,3 p.p., de 2,1% en el 2014 a 2,4%). Caso contrario, Colombia se desaceleraría en -1,7 p.p., de 4,6% en el 2014 a 2,9% en el 2015.

El principal factor que explica la revisión a la baja de la proyección de crecimiento 2015 es la menor inversión privada (de 1,5% a -4,5%), que resta 1,3 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento del PBI, como reflejo de un menor crecimiento de nuestros socios comerciales, mayor caída de precios de materias primas, mayores costos financieros, presiones depreciatorias y deterioro de las expectativas de inversión: los términos de intercambio caerían -3,7% en el 2015, casi el triple de la caída proyectada en el MMM de abril¹, la depreciación esperada para el 2015, de acuerdo a la última encuesta del BCRP, es de 11,3% (MMM abril: 10,2%) mientras que las expectativas de inversión para los siguientes 6 meses, medidas por el indicador de APOYO Consultoría, se encuentran en niveles mínimos desde junio del 2011.

Asimismo, en un contexto de menor demanda externa por parte de América Latina y EE.UU. (65% de la demanda de los productos no tradicionales peruanos de mayor valor agregado), se revisa a la baja la proyección de crecimiento real de las exportaciones no tradicionales (de 4,5% a -2,5%). En el 1S2015, las exportaciones no tradicionales se contrajeron -7,5% (volumen: -4,9%) ante menores envíos, principalmente, de productos textiles y prendas de vestir (-27,2%), maderas y papeles (-13,4%), químicos (-7,6%) y sidero-metalúrgicos (-6,7%), por una menor demanda de los socios comerciales de la región y de EE.UU. Para el mismo periodo, ocurrió un caso similar con las exportaciones no tradicionales de nuestros principales pares de la región como Colombia (-5,2% textiles, -8,9% agropecuarios y -0,2% químicos), México (-16,9% plásticos y -11,1% químicos), Chile (-14,7% alimentos, -12,3% celulosa y papel y -11,7% químicos) y Brasil (-7,8% químicos)². En este contexto de menor demanda externa, la manufactura no primaria exportable (40% de la manufactura no primaria total) mostrará una importante desaceleración respecto de lo esperado en el MMM (de 0,2% a -2,8%).

A pesar de la desaceleración económica, un aspecto positivo a resaltar es la resiliencia que ha mostrado el consumo privado, en comparación a otros países de la región exportadores de materias primas y financieramente integradas. Así, mientras en el 2011 el consumo privado de la región crecía a tasas de 4,0% - 5,0%, en la actualidad ésta variable se ha desacelerado a tasas de 3,0% - 3,5% en el caso peruano mientras que en países como Chile, Colombia, Brasil o México la desaceleración ha sido más marcada registrando tasas de crecimiento en torno a 1,0% - 2,0%. Esto se explicaría por una demanda laboral (urbana) que crece en torno a 1,0%, similar al crecimiento de la fuerza laboral o Población Económicamente Activa. A esto se añaden otros factores como: i) crecimiento del ingreso real proveniente del trabajo (2,7% en lo que va del año, reflejando cierta inercia en la fijación de las condiciones laborales); ii) expansión del crédito a personas (consumo, vehiculares, tarjetas de crédito e hipotecario) que, a julio, crece 12,0%, muy por encima del consumo privado y con un ratio de morosidad bancaria bajo de 2,6% (promedio histórico 2001-2014: 3,4%); iii) reducción de impuestos a trabajadores; y iv) exoneración del pago de Essalud en las gratificaciones y mayor disponibilidad de la CTS.

Para el próximo año se espera que se mantenga la senda de recuperación, con una economía creciendo 4,3%, liderada por una política fiscal moderadamente expansiva, adoptada de forma preventiva a través del Decreto de Urgencia 003-2015, que contempla fortalecer la respuesta del Estado frente al Fenómeno El Niño, así como maximizar su efecto multiplicador sobre la actividad económica, a través de una mayor inversión pública. Adicionalmente, se espera un incremento significativo en la inversión en infraestructura de envergadura mediante la modalidad de Asociaciones Público Privadas (APP), una mayor demanda externa que impulsará las exportaciones no tradicionales y un mayor volumen de producción minera.

- La inversión pública crecerá 15,3% mientras que la inversión pública a través de la modalidad de Asociaciones Público Privadas casi duplicaría su nivel de ejecución en proyectos como Línea 2 del Metro de Lima, el Aeropuerto Internacional de Chinchero, los proyectos de irrigación Chavimochic III y Majes Siguanas II (destrabado mediante adenda), la Red Dorsal Nacional de Fibra Óptica y la carretera Longitudinal de la Sierra (Tramo 2); a la vez que, continuará desarrollándose la Modernización de la Refinería de Talara (obra pública). Asimismo, los niveles de inversión de las APP auto sostenibles serán mayores en el 2016, gracias a la ejecución del Gasoducto Sur Peruano, el Nodo Energético del Sur (Centrales Termoeléctricas de Ilo y Puerto Bravo), la línea de transmisión Mantaro-Montalvo, entre otros.

¹ Para el caso peruano, el reciente episodio de caída de precios de exportación es el más severo y persistente de los últimos 65 años; si bien el impacto negativo de esta caída pudo haber sido mitigado parcialmente por la contracción en el índice de precios de importación (1S2015: -9,3%), dicha contracción también ha generado efectos adversos en la economía: en el 1S2015, la producción de petróleo cayó -15,5%, mientras que la inversión en el sector hidrocarburos cayó -7,0%.

² Información extraída de los Banco Centrales de México, Colombia, Chile y del TradeMap para Brasil.

- El mayor crecimiento de los principales socios comerciales, en especial, de América Latina y EE.UU. impulsará la demanda por las exportaciones no tradicionales, que crecerían 5,8% en el 2016 (volumenes: 6,7%).
- Un mayor crecimiento de la minería metálica dado el inicio de la producción del proyecto Las Bambas, Ampliación de Cerro Verde, mayor producción de proyectos como Toromocho y Constancia, así como por la recuperación de la producción de Antamina.

En el frente externo, el déficit en cuenta corriente para el 2015 se ha revisado a la baja de 4,6% a 4,0% del PBI en un contexto de menor actividad económica, para ir reduciéndose gradualmente a niveles de 2,0% del PBI en el 2018, como reflejo del inicio de producción de nuevos proyectos mineros de cobre como Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde, y la estabilización de los precios de metales que exportamos.

Finanzas Públicas

En este entorno de desaceleración económica, la posición fiscal es moderadamente expansiva en el 2015, con un déficit fiscal de 2,7% del PBI, por encima del previsto en el MMM de abril (2,0% del PBI) y del déficit registrado en el año 2014 (0,3% del PBI); sin embargo, la subejecución de inversión pública regional y local limita el efecto multiplicador de esta política fiscal expansiva. En el 2016 se proyecta un mayor déficit fiscal transitorio (3,0% del PBI), de forma de darle soporte a la recuperación económica, para converger gradualmente a 2,2% del PBI hacia el 2018.

Dada la fuerte subejecución regional y local en el 1S2015, se han adoptado medidas para acelerar el impulso del gasto público en el 2S2015:

- El Poder Ejecutivo, en el marco de la delegación de facultades otorgadas por el Congreso de la República, publicó el pasado 4 de julio el Decreto Legislativo N° 1176 que busca agilizar la inversión pública y el gasto en mantenimiento y equipamiento, a través de la reasignación de recursos desde las entidades públicas con alta subejecución (oferta de fondos) hacia las entidades públicas con una demanda efectiva de ejecución. Esta medida permitirá, en primer lugar, impulsar la inversión pública y, en segundo lugar, expandir el gasto en equipamiento y mantenimiento, que es de más rápida ejecución que la inversión, en lo que resta del año.
- A esto se añadiría una aceleración en el ritmo de ejecución respecto del 1S2015 de la inversión del Gobierno Nacional, como reflejo de la puesta en ejecución de importantes proyectos de infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima.

Como se ha señalado previamente, durante el 2016, de forma preventiva, el sesgo de la política fiscal será moderadamente expansivo para darle soporte a la recuperación económica esperada, tomando en cuenta la elevada probabilidad de materialización y el fuerte impacto de algunos riesgos como el Fenómeno El Niño de magnitud extraordinaria, una desaceleración abrupta de la economía china, entre otros. A pesar de la caída de ingresos fiscales, este mayor impulso al gasto público tiene el objetivo de evitar una política fiscal procíclica en caso se materialicen los escenarios de riesgo contemplados y reduzcan los ingresos fiscales proyectados. Asimismo, en los siguientes años se reducirá gradualmente el déficit fiscal estructural hasta que converja a la guía ex ante de -1% del PBI, manteniendo el compromiso con la disciplina fiscal, la estabilidad del marco macro fiscal vigente y el restablecimiento del espacio fiscal para ser utilizado cuando sea necesario.

El Perú viene haciendo uso de su fortaleza fiscal, la cual es reconocida por los agentes del mercado, sin afectar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por ejemplo, el 28 de agosto pasado, la agencia calificadora de riesgo Standard & Poor's mantuvo la perspectiva y calificación crediticia de la economía peruana y señaló que "...Perú mantiene buenas condiciones para conducir una política contracíclica moderada dado los niveles de deuda neta de menos de 10% del PBI"³. Por su parte, esta buena percepción de los agentes económicos se vio reflejada en la exitosa emisión de deuda en dólares para pre financiar las necesidades de financiamiento en moneda extranjera del 2016, realizada el pasado 18 de agosto: se emitió el Bono Global 2027 por un monto de US\$ 1 250 millones a una tasa de rendimiento de 4,15%, convirtiéndose así en la referencia líquida para la parte media de la curva de rendimiento del Perú. A pesar de la turbulencia financiera existente en esos días, la emisión tuvo una demanda total de aproximadamente

³ Research Update, 28 de agosto 2015. Standard & Poor's.

US\$ 5 400 millones, 4,3 veces la oferta, demostrando la confianza de los inversionistas en la economía peruana. Cabe resaltar que el Gobierno Peruano no emitía una nueva referencia en dólares americanos desde el año 2010, por lo que esta emisión contribuye a contar con una curva de rendimientos más completa y eficiente.

En un contexto de reducción gradual del déficit fiscal en los próximos años, el nivel de endeudamiento 2015 se ha revisado al alza de 20,7% (MMM de abril) a 22,9% del PBI para estabilizarse en niveles promedio de 25% del PBI para el periodo 2016-2018. Así, se mantendrá como uno de los niveles más bajos entre las economías emergentes y entre aquellas con similar calificación crediticia. Es necesario un manejo eficiente de los activos financieros del sector público en el marco de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, con el objetivo de estabilizar la trayectoria del ratio de deuda pública sobre PBI, manteniendo un perfil de riesgo bajo, y mitigando parcialmente el menor espacio fiscal en el horizonte del MMR.

En cuanto a la política de financiamiento, en el marco de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, el Ministerio de Economía y Finanzas ha venido implementando una política de financiamiento orientada a profundizar el mercado de capitales doméstico, incrementar la participación de la moneda local en el portafolio de deuda pública y optimizar su perfil de vencimientos, minimizando el costo financiero y el riesgo de refinanciamiento. En este sentido, durante el último año, se implementaron varias operaciones en el mercado de capitales internacional, destinadas a financiar necesidades futuras y mejorar el perfil de deuda. Al respecto, se realizaron intercambios de instrumentos de deuda en soles y dólares, por emisiones en soles, las cuales se han convertido en las referencias más líquidas de la curva de rendimientos de bonos soberanos. De otro lado, tácticamente se emitieron bonos globales ya existentes de largo plazo, con la finalidad de aprovechar las favorables condiciones de tasas en dólares en niveles mínimos. De ser necesario y ante un contexto donde se prevé mayores tasas de interés y presiones depreciatorias, se continuará aprovechando las condiciones favorables en los mercados financieros para prefinanciar necesidades de financiamiento de años posteriores.

Riesgos

Tal como se señaló en el MMM de abril, el contexto internacional plantea múltiples riesgos a la baja:

- Desaceleración abrupta de China y caída de precios de materias primas,
- Incertidumbre respecto del inicio y la magnitud del incremento de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal,
- Salida súbita y masiva de capitales desde economías emergentes activada por una mayor caída de precios de materias primas y/o retiro del estímulo monetario en EE.UU.,
- Contagio de un menor crecimiento de Japón, Zona Euro y China sobre la economía de EE.UU., y
- Posible burbuja bursátil en EE.UU.

Cabe señalar que se ha incrementado la probabilidad de ocurrencia de escenarios de riesgos como una desaceleración abrupta de China y una salida masiva de capitales desde economías emergentes activada por una mayor caída de precios de materias primas y/o retiro del estímulo monetario en EE.UU. A esto se suman nuevos riesgos:

- Un mayor deterioro en el desempeño económico de Brasil y el efecto que podría tener sobre la región la reciente reducción de su calificación crediticia. El gobierno brasileño recientemente anunció un ajuste en la meta fiscal para el 2015 de US\$ 20,5 mil millones a US\$ 2,7 mil millones, que resultaría en un superávit primario de 0,15% del PBI, inferior al estimado por el FMI de 1,2% del PBI en abril último. Esta revisión también reduciría el resultado primario en aproximadamente 1% del PBI para el 2016 y 2017, generando incrementos en la deuda pública. Como resultado de lo anterior, el pasado 28 de julio la agencia calificador de riesgo Standard & Poor's revisó la perspectiva de la calificación crediticia de "estable" a "negativa", y el 11 de agosto 2015, Moody's redujo la calificación crediticia en moneda extranjera de Brasil en una escala de "Baa2" a "Baa3", solo a un peldaño de perder el grado de inversión.
- Deterioro en las expectativas de inversión y consumo de los agentes económicos en América Latina que golpean aún más el ya debilitado círculo virtuoso de inversión-empleo-consumo. En lo que va del 2015, la confianza empresarial se ha deteriorado en la región. En julio, Chile el indicador de confianza empresarial se mantiene en el tramo pesimista por 16 meses consecutivos alcanzando 42,6 puntos; en Colombia, registró 50,1 puntos, desacelerándose desde 54,7 puntos

del año anterior; en México, continúa ubicándose por 8 meses consecutivos en zona pesimista con 49,4 puntos; y en Brasil, bajó a 37,2 puntos, ubicándose por 16 meses consecutivos en zona pesimista.

En cuanto a los riesgos internos presentados en el MMM de abril, se ha incrementado la probabilidad de ocurrencia de un escenario de deterioro de expectativas del sector privado, así como de un Fenómeno de El Niño de magnitud fuerte o extraordinaria. Respecto a éste último, el Comité Multisectorial encargado del Estudio Nacional del Fenómeno "El Niño" (ENFEN) menciona, en su Nota Técnica N° 02-2015 del 28 de agosto, que existe un 95% de probabilidad que El Niño costero continúe durante el verano 2015-16, con una probabilidad de 55% que alcance una magnitud fuerte o extraordinaria. Asimismo, con información al 19 de agosto, la temperatura superficial del mar se encuentra en niveles ligeramente menores a los registrados en 1997. Así, tal como se señaló en el MMM de abril, la materialización de un FEN de magnitud fuerte o extraordinaria (similar a 1997-1998) podría desviar el crecimiento de la economía hasta en 3 puntos porcentuales respecto del escenario base, debido a una menor producción de sectores primarios y destrucción de infraestructura.

Además, existen dos nuevos riesgos que podrían generar un sesgo a la baja en la proyección de crecimiento presentada en el presente MMM Revisado:

- Mayor incertidumbre de cara a las elecciones presidenciales del próximo año que podría acrecentar la persistencia que suelen tener los choques de expectativas. Al respecto, cabe indicar que, según el último sondeo de APOYO Consultoría, el deterioro en el escenario político constituía el factor de mayor riesgo para el entorno de negocios en los próximos 12 meses. La materialización de este escenario de riesgo reduciría la inversión privada, la generación de empleo y el consumo privado. En cuanto al consumo privado, se suma otro riesgo: alza de precios que limite la capacidad de gasto de las familias. Así, de acuerdo a APOYO Consultoría⁴, "en los últimos doce meses, algunos precios de bienes y servicios clave en la canasta de consumo como alimentos, tarifas eléctricas y pasajes, registraron incrementos importantes. Por eso, el alza de precios ha sido la mayor causa de deterioro en la confianza para consumir durante los últimos meses. En agosto, esta preocupación se mantuvo y cerca de 20% de las familias considera que los precios son más altos que hace doce meses (menos de 10% hace un año). Esto sugiere que la inflación ha seguido afectando la capacidad de consumo de las familias. En particular, esto impacta más a los Niveles Socioeconómicos de menores ingresos, porque estos productos clave representan una mayor proporción de su canasta de consumo y no tienen ahorros a los que recurrir para compensar la subida de precios".
- Mayor desaceleración del crédito, en especial, a empresas, a pesar de los esfuerzos del BCRP por inyectar liquidez al sistema financiero.

Implicancias de política económica

El entorno macroeconómico descrito contempla múltiples riesgos por lo que la respuesta de política económica tiene que atacar diversos frentes.

Por un lado, la delegación de facultades busca apuntalar las expectativas del sector privado mediante la adopción de medidas de alcance orientadas a lograr una mayor transparencia y predictibilidad en el despliegue de infraestructura pública a través de asociaciones público privadas y obras por impuestos, además de medidas de corte sectorial que permitan desplegar el plan de diversificación productiva orientada a cerrar brechas de productividad, el impulso al mercado inmobiliario, el comercio de servicios, entre otros. Además, como se ha mencionado, la delegación de facultades ha permitido atacar la subejecución de la inversión pública regional y local a través de la reasignación de recursos desde las entidades públicas con alta subejecución (oferta de fondos) hacia las entidades públicas con una demanda efectiva de ejecución.

Otro riesgo existente es la ocurrencia de un Fenómeno de El Niño de magnitud fuerte o extraordinaria. Así, esta administración, de forma preventiva, ha venido adoptando medidas. Entre el 2011-2015, se han tomado medidas para reducir la vulnerabilidad ante desastres y mejorar la atención de emergencias por alrededor de S/. 7 300 millones. Así, destaca el Programa Presupuestal de Reducción de la Vulnerabilidad

⁴ Informe Sae, 28 de agosto.

y Atención de Emergencias por Desastres, en el Marco del Presupuesto por Resultados, el cual ha dado un impulso significativo en materia de prevención, así como las medidas adoptadas mediante la Ley N° 30191 de mayo 2014 (crédito suplementario por S/. 3 100 millones). Este impulso se ha incrementado en los últimos años, sobre todo en materia de prevención de posibles terremotos y en especial para prevenir contingencias de un FEN. Es así que en el 2011 se inició el Programa Presupuestal de Reducción de Vulnerabilidad y Atención de Emergencias por Desastres con un presupuesto de S/. 63 millones y para el 2015 (Presupuesto Institucional Modificado actual) viene cubriendo acciones de prevención por S/. 2 120 millones (33 veces más que lo programado para el año 2011). De la misma manera, las reasignaciones presupuestales contempladas en el Decreto Legislativo N° 1176, además de la alta capacidad de ejecución, tienen como criterio la atención de acciones de prevención y mitigación de desastres naturales.

Bajo un escenario en el cual se materialicen riesgos como una desaceleración abrupta de China o Fenómeno El Niño de magnitud fuerte o extraordinaria, la posición de la política fiscal sería más expansiva, a través de una mayor inversión pública en proyectos priorizados y de rápida ejecución, gasto de mantenimiento y equipamiento. Ante ello, el Ejecutivo ha dispuesto un impulso fiscal moderadamente expansivo para el caso de un Fenómeno El Niño de magnitud fuerte o extraordinaria, asignando S/. 3 000 millones. Cabe señalar que, de acuerdo al proyecto de ley de presupuesto público 2016, dichos recursos se encuentran asignados a la reserva de contingencia y, por lo tanto, su uso es exclusivamente para dar respuesta al Fenómeno El Niño. De no materializarse esta contingencia, estos recursos no serían utilizados. En caso el impacto del Fenómeno El Niño fuese mayor al esperado y se requiriesen de mayores recursos, cabe señalar que el Estado cuenta, adicionalmente, con líneas de crédito contingentes para acciones específicas de atención de desastres naturales (Terremoto o un Fenómeno de El Niño) por alrededor de US\$ 1 200 millones (0,7% del PBI). El tercer frente de defensa, en caso las líneas contingentes no fuesen suficientes, es el Fondo de Estabilización Fiscal.

Finalmente, en un entorno macroeconómico de mediano plazo con múltiples riesgos de corto como de largo plazo, es imprescindible asegurar el financiamiento de estas respuestas de política de forma sostenible en el tiempo, a través de la generación de ingresos fiscales permanentes. Por tanto, y sin distorsionar las decisiones de inversión y consumo, el reto está en implementar medidas tributarias orientadas a impulsar la equidad y eficiencia del sistema tributario, ampliando la base tributaria, racionalizando las exoneraciones tributarias, mejorando la tributación municipal y alineando el sistema de impuestos selectivos en función a la externalidad negativa.

Principales Indicadores Macroeconómicos

	Datos Históricos	MMM 2016-2018				MMMR 2016-2018			
	2014	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PBI SOCIOS COMERCIALES									
Mundo (Variación porcentual real)	3,4	3,4	3,6	3,8	3,9	3,2	3,5	3,7	3,8
EE.UU. (Variación porcentual real)	2,4	3,3	3,0	3,0	3,0	2,4	2,8	2,8	2,8
Zona Euro (Variación porcentual real)	0,8	0,9	1,4	1,5	1,6	1,3	1,5	1,5	1,6
China (Variación porcentual real)	7,4	6,8	6,3	6,3	6,3	6,8	6,3	6,3	6,3
Socios Comerciales (Variación porcentual real)	2,4	2,4	2,5	2,6	2,7	1,9	2,3	2,6	2,7
PRECIOS DE COMMODITIES									
Oro (US\$/oz.tr.)	1 266	1230	1230	1250	1250	1150	1000	1000	1000
Cobre (¢US\$/lb.)	311	270	270	270	270	250	245	245	245
Plomo (¢US\$/lb.)	95	96	97	98	99	89	90	91	92
Zinc (¢US\$/lb.)	98	99	99	99	99	99	99	99	99
Petróleo (US\$/bar.)	93	50	60	60	60	50	60	60	60
PRECIOS									
Precios (Variación porcentual acumulada) ¹	3,2	2,7	2,5	2,5	2,0	3,2	2,9	2,7	2,0
Tipo de Cambio Promedio (Nuevos Soles por US dólar) ²	2,84	3,13	3,23	3,24	3,24	3,16	3,30	3,37	3,38
Términos de Intercambio (Variación porcentual)	-5,4	-1,4	-1,9	0,3	0,4	-3,7	-4,9	-0,6	-0,3
Índice de Precios de Exportación (Variación porcentual)	-6,9	-10,0	1,7	1,0	0,9	-12,8	-1,4	0,3	0,4
Índice de Precios de Importación (Variación porcentual)	-1,5	-8,8	3,7	0,7	0,5	-9,5	3,7	0,9	0,7
PRODUCTO BRUTO INTERNO									
Producto Bruto Interno (Miles de millones de nuevos soles)	575	615	660	713	769	608	644	695	742
Producto Bruto Interno (Variación porcentual real)	2,4	3,5 - 4,5	5,5	5,5	5,5	2,5 - 3,3	4,3	5,3	4,5
Demanda Interna (Variación porcentual real)	2,2	4,3	3,9	4,7	5,0	2,5	3,1	3,9	4,1
Consumo Privado (Variación porcentual real)	4,1	4,5	4,5	4,8	4,8	3,5	3,6	4,5	4,5
Consumo Público (Variación porcentual real)	10,1	6,2	2,9	1,4	2,1	6,5	5,3	0,8	1,5
Inversión Privada (Variación porcentual real)	-1,7	1,5	3,0	4,5	5,0	-4,5	2,0	4,0	4,5
Inversión Pública (Variación porcentual real)	-2,4	9,3	7,2	3,9	4,4	1,5	15,3	5,0	4,5
Inversión Privada (Porcentaje del PBI)	20,3	19,9	19,5	19,4	19,3	19,1	18,9	18,7	18,7
Inversión Pública (Porcentaje del PBI)	5,6	5,8	6,0	5,9	5,8	5,5	6,2	6,2	6,2
SECTOR EXTERNO									
Cuenta Corriente (Porcentaje del PBI)	-4,0	-4,6	-3,3	-2,5	-2,0	-4,0	-3,5	-2,4	-2,0
Balanza comercial (Millones de US dólares)	-1 276	-2 302	355	1 830	2 758	-2 743	-2 719	- 798	- 429
Exportaciones (Millones de US dólares)	39 533	35 848	40 018	42 840	45 146	33 614	35 951	39 388	41 382
Importaciones (Millones de US dólares)	-40 809	-38 150	-39 664	-41 009	-42 388	-36 358	-38 670	-40 186	-41 811
Financiamiento externo de largo plazo (Porcentaje del PBI)	4,1	4,1	3,8	3,4	3,0	3,8	3,1	2,6	2,2
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO									
Ingresos del GG (Porcentaje del PBI)	22,4	20,7	20,7	20,4	20,1	20,2	20,3	20,0	20,0
Ingresos corrientes del GG (Porcentaje del PBI)	22,3	20,6	20,6	20,3	20,1	20,0	20,2	19,9	19,9
Resultado primario (Porcentaje del PBI)	0,7	-1,0	-0,6	-0,2	0,2	-1,6	-1,8	-1,3	-0,9
Resultado económico (Porcentaje del PBI)	-0,3	-2,0	-1,7	-1,4	-1,0	-2,7	-3,0	-2,6	-2,2
SALDO DE DEUDA PÚBLICA									
Externa (Porcentaje del PBI)	8,8	8,7	9,0	8,8	8,1	11,1	12,8	13,2	12,3
Interna (Porcentaje del PBI)	11,3	12,0	12,5	12,4	12,7	11,8	12,0	12,3	12,7
Total (Porcentaje del PBI)	20,1	20,7	21,5	21,2	20,8	22,9	24,8	25,5	25,0

1/ 2015-2017, tomado de la Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas: julio 2015 - BCRP, publicado el 10 de agosto del 2015. Para el 2018 consistente con el punto medio del rango meta del BCRP.

2/ 2015-2017, consistente con el tipo de cambio fin de periodo de la Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas: julio 2015 - BCRP, publicado el 10 de agosto del 2015. Para el 2018 se asume el mismo valor del 2017.

Fuente: INEI, BCRP, Proyecciones MEF.

2 PANORAMA MACROECONÓMICO INTERNACIONAL

La proyección de crecimiento mundial 2015 se revisa a 3,2% desde el 3,4% del Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018 (MMM) de abril, en un contexto de menor crecimiento en EE.UU. durante el 1T2015 respecto de lo esperado. Sin embargo, lo más llamativo de la revisión es el marcado deterioro que se registra en la región de América Latina y el Caribe, cuya proyección de crecimiento para el 2015 se revisa a la baja de 1,1% en abril a 0,4% (FMI: 0,5%), con lo cual acumula cinco años consecutivos de desaceleración económica. Además, el contexto internacional de caída de precios de materias primas y mayores costos financieros esperados, junto con factores idiosincráticos, ha generado un significativo deterioro en las expectativas de inversión y consumo de los agentes económicos en la región. En cuanto a los precios de materias primas, se ha revisado a la baja el precio del cobre y oro para todo el horizonte de proyección respecto del MMM de abril, en un contexto de aparente proximidad del primer incremento de la tasa de interés de política monetaria de la Reserva Federal de los EE.UU., la volatilidad que esta genera, el consiguiente fortalecimiento del dólar y la salida de flujos de capital desde materias primas hacia activos en dólares de bajo riesgo, con un impacto mayor al que había anticipado el mercado; además, el aumento de la incertidumbre respecto a la evolución futura de la economía china presiona a la baja los precios de materias primas. Se ha incrementado la probabilidad de ocurrencia de riesgos señalados en el MMM de abril como, por ejemplo, una desaceleración abrupta de China o salida masiva de capitales desde emergentes activada por una mayor caída de precios de materias primas. A esto se suman nuevos riesgos: i) un mayor deterioro en el desempeño económico de Brasil sumado el efecto que podría tener sobre la región la reciente reducción en su calificación crediticia; y, ii) un mayor deterioro en las expectativas de inversión y consumo de los agentes económicos en América Latina que debilite aún más el círculo virtuoso de inversión-empleo-consumo.

Crecimiento del PBI Mundial y Socios ¹										Términos de Intercambio y Materias Primas											
(Var. % anual)										(Var. % anual)											
	MMM 2016-2018					MMMR 2016-2018						MMM 2016-2018					MMMR 2016-2018				
	2014	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2014		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018		
Mundo	3,4	3,4	3,6	3,8	3,9	3,2	3,5	3,7	3,8	Términos de intercambio	-5,4	-1,4	-1,9	0,3	0,4	-3,7	-4,9	-0,6	-0,3		
Socios	2,4	2,4	2,5	2,6	2,7	1,9	2,3	2,6	2,7	Precios de exportación (IPX)	-6,9	-10,0	1,7	1,0	0,9	-12,8	-1,4	0,3	0,4		
EE.UU.	2,4	3,3	3,0	3,0	3,0	2,4	2,8	2,8	2,8	Cobre (cUS\$/libra)	311	270	270	270	270	250	245	245	245		
América Latina y el Caribe	1,3	1,1	1,6	2,2	2,5	0,4	1,5	2,1	2,4	Oro (US\$/onza troy)	1 266	1 230	1 230	1 250	1 250	1 150	1 000	1 000	1 000		
Zona Euro	0,8	0,9	1,4	1,5	1,6	1,3	1,5	1,5	1,6	Plomo (cUS\$/libra)	95	96	97	98	99	89	90	91	92		
China	7,4	6,8	6,3	6,3	6,3	6,8	6,3	6,3	6,3	Precios de importación (IPM)	-1,5	-8,8	3,7	0,7	0,5	-9,5	3,7	0,9	0,7		
										Petróleo (US\$/Barril)	93	50	60	60	60	50	60	60	60		
										Trigo (US\$/TM)	243	230	235	235	235	200	215	235	235		
										Maíz (US\$/TM)	155	150	160	170	170	140	150	160	170		

1/ Socios comerciales: 20 principales economías.

Fuente: FMI, Bloomberg, Estimaciones y Proyecciones MEF.

Actividad Económica Mundial

La proyección de crecimiento mundial 2015 se revisa a la baja, de 3,4% en abril a 3,2%, en un contexto de menor crecimiento en EE.UU. durante el 1T2015 respecto de lo esperado y una marcada desaceleración en las economías emergentes, principalmente, América Latina. Hacia adelante, periodo 2016-2018, se espera una lenta aceleración en torno a un crecimiento anual de 3,6%. Con esta revisión a la baja para el crecimiento del 2015, se registraría el menor ritmo de expansión mundial desde el 2009, muy por debajo del promedio histórico (2000-2014: 3,9%). Aunque luego del año 2011, la economía mundial se había estabilizado en un crecimiento económico anual de 3,4%, el 2015 sería el primer año en el que se registraría una desaceleración. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI)⁵ redujo su proyección de crecimiento mundial para el 2015 de 3,5% (en PPP⁶) en abril pasado a 3,3% en julio y para el 2016 espera un crecimiento en torno a 3,8%, manteniendo su proyección de abril.

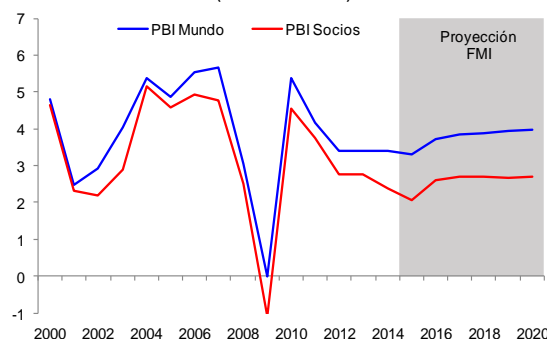
En este contexto de reducción del crecimiento mundial para este año, se ha revisado significativamente a la baja el desempeño económico de los principales socios comerciales de Perú de 2,4% a 1,9%, en medio de una fuerte desaceleración económica en América Latina y el Caribe como resultado de menores precios de materias primas, menor dinamismo en EE.UU., el proceso de desaceleración con mayor incertidumbre en China, y un deterioro en las expectativas de los

⁵ Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial, julio 2015.

⁶ Paridad de poder de compra, en inglés PPP.

agentes económicos. Tal como se señaló en el MMM de abril, la economía peruana se encuentra expuesta a una submuestra de la economía mundial que se está viendo más afectada por el entorno internacional desfavorable; principalmente, América Latina que representa el 40% de las exportaciones no tradicionales. Asimismo, la revisión a la baja del crecimiento de EE.UU. (25% de las exportaciones no tradicionales) afecta la proyección de crecimiento de nuestros socios comerciales.

PBI Mundo vs. Socios Comerciales de Perú
(Var. % anual)



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estimaciones y Proyecciones MEF.

El crecimiento proyectado para el 2015 de Estados Unidos se revisa de 3,3% en abril a 2,4%, debido a que el crecimiento del 1T2015 estuvo por debajo de lo esperado. Esto fue reflejo de factores puntuales, como un severo invierno y el cierre de puertos, que vinieron acompañados de una fuerte apreciación del dólar americano y caída del precio del petróleo que afectó la inversión en el sector energético; sin embargo, en lo que resta del año se espera una aceleración en el crecimiento sobre la base de un mayor dinamismo del consumo e inversión privada. Según la revisión oficial anual en julio⁷, el PBI en el 1T2015 aumentó 0,6% en términos anualizados, la tasa más baja en cuatro trimestres. Para los siguientes trimestres se espera que la economía estadounidense se dinamice. De hecho, de acuerdo al segundo avance oficial, en el segundo trimestre creció 3,7% T/T anualizado, por la mejora del gasto en consumo personal (3,1%), en un contexto en el que la tasa de desempleo oficial (U3) y aquella que considera una definición de desempleo más amplia (U6) han alcanzado tasas mínimas desde mayo y agosto 2008, registrándose 5,3% y 10,4% en julio 2015, respectivamente. Cabe señalar que en este contexto, el FMI redujo su proyección de crecimiento de EE.UU. para el 2015 de 3,1% en abril último a 2,5% en julio.

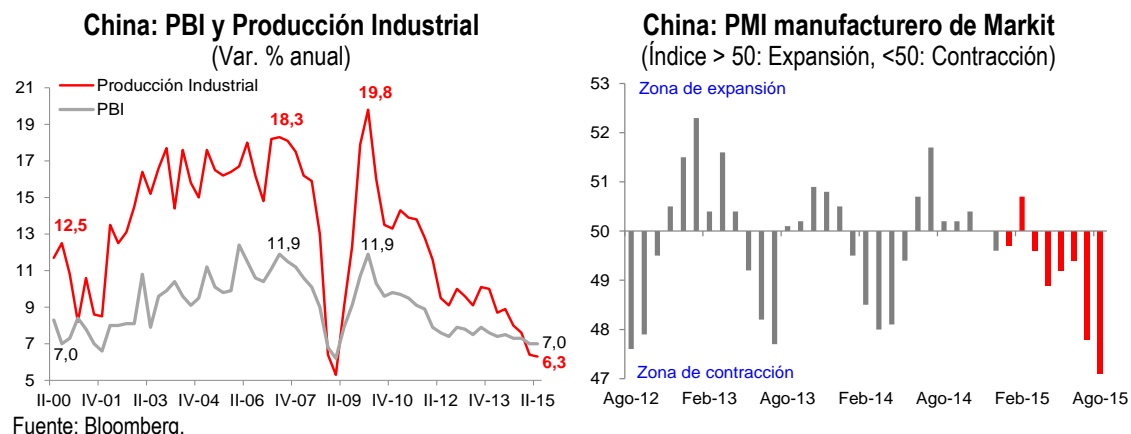
La revisión a la baja del crecimiento proyectado para el 2015 evidencia la dificultad que aún tiene la economía de los EE.UU. para alcanzar tasas de crecimiento por encima de 3,0% desde el 2004-2005, por lo que se revisa a la baja el crecimiento proyectado para el mediano plazo (2016-2018) de 3,0% a 2,8%, en un contexto de mayores costos financieros y menor competitividad cambiaria. Actualmente el Comité de la Reserva Federal de EE.UU.⁸, estima un crecimiento para el 2016 en un rango de [2,4%-2,7%]; y para el 2017, de [2,1%-2,5%] que, con un crecimiento potencial de alrededor de 1,7%, permitirá cerrar la brecha del PBI en el año 2017.

Si bien se mantiene la proyección para China de 6,8% para el 2015 y 6,3% para el periodo 2016-2018, se ha incrementado la incertidumbre respecto del desempeño futuro de la economía debido al menor dinamismo del sector industrial que crece por debajo del crecimiento total. Los datos del sector real confirman un debilitamiento en el dinamismo económico chino: la producción industrial, intensiva en metales, creció 6,3% en el 1S2015, la tasa más baja desde el 1S2009 (7,2%), y por debajo del crecimiento de 7,0% de toda la economía. Por su parte, los indicadores adelantados muestran que la desaceleración continuaría en los próximos meses: el PMI manufacturero preliminar de Markit disminuyó a 47,1 en agosto, ubicándose por sexto mes consecutivo en zona de contracción y es el nivel más bajo en seis años y medio. Con información al 26 de agosto, la bolsa de Shanghai ha disminuido -43,3%, desde su nivel "pico" (13 de junio del 2015), luego de subir 135% desde agosto del año anterior. Esto ha generado fuertes dudas sobre la estabilidad del mercado bursátil y preocupaciones sobre el sistema financiero en general. En respuesta a estas debilidades, desde el 11 de agosto pasado, el Banco Popular de China

⁷ La revisión de los datos de crecimiento estimados se realizó desde el año 2012 hasta el 1T2015.

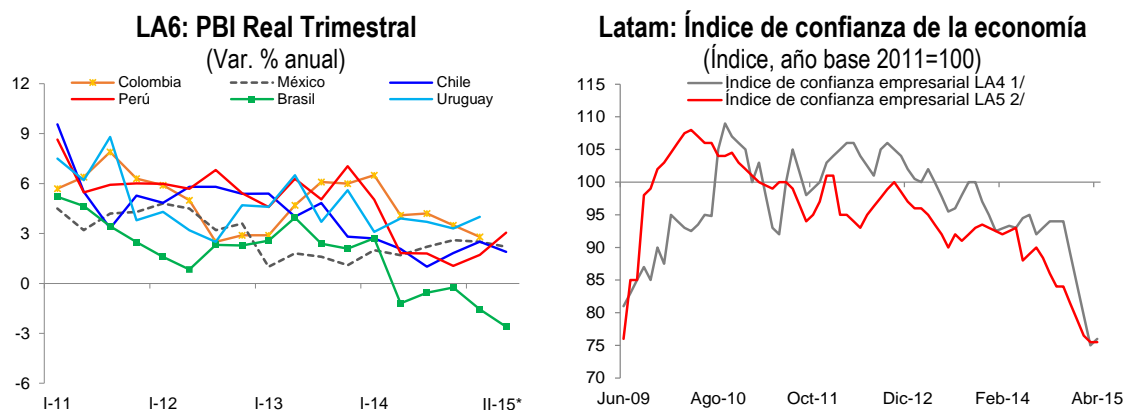
⁸ Minutas de la Reserva Federal de EE.UU., del 16 y 17 de junio del 2015.

devaluó el Yuan en tres jornadas consecutivas, la mayor en dos décadas. Este cambio en la política cambiaria también refuerza la percepción de elevada incertidumbre respecto del desempeño futuro chino.



La región de América Latina y el Caribe es la más afectada en el actual contexto internacional de caída de precios de materias primas e incremento de los costos financieros, afectando principalmente la inversión privada. La proyección de crecimiento para el 2015 se revisa a la baja de 1,1% en abril a 0,4%, con lo cual acumula cinco años consecutivos de desaceleración económica. En el periodo 2006-2011 la región crecía a un ritmo de 4,2% anual, se desaceleró a 2,4% anual en el periodo 2012-2014 y, con la proyección actual (0,4%) para el 2015, dicha desaceleración se profundizaría, como reflejo de la caída de los precios de las materias primas que exporta. En lo que va del año continúa la desaceleración económica con cierta heterogeneidad entre los países: Colombia está en plena fase de convergencia a un ritmo de menor crecimiento, registrando una tasa de 2,8% en el 1T2015; Chile se desaceleró a 1,9% en el 2T2015, luego de tres trimestres de aceleración consecutiva; asimismo, México creció 2,2% en el 2T2015, el menor crecimiento en los últimos tres trimestres; en tanto que Brasil registró una contracción de -2,6% en el 2T2015, sumando cinco trimestres de caídas consecutivas.

Adicionalmente, el deterioro en las condiciones internacionales, junto con factores internos, ha impactado adversamente en las expectativas de inversión y consumo de los agentes económicos en la región. De acuerdo al FMI⁹, en la actualidad tanto el índice de confianza de consumidores como el de empresarios para la región se encuentra en el tramo pesimista y es 25% inferior al registrado en el 2011. De la misma manera, las perspectivas de crecimiento, tanto para el 2015 como 2016, han continuado corrigiéndose a la baja. El FMI revisó a la baja su proyección de crecimiento del 2015 para América Latina y el Caribe de 0,9% en abril a 0,5% (el menor registro desde el 2009), y también prevé un repunte más débil en el 2016 (de 2,0% a 1,7%).



LA6= Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

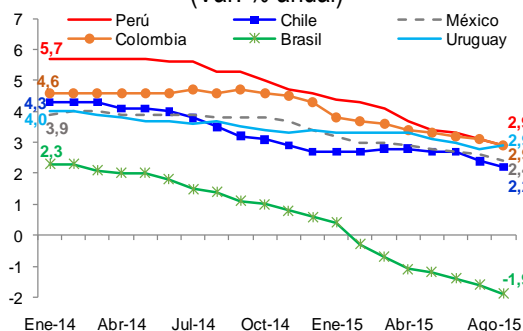
(*) Datos de Colombia y Uruguay al 1T2015.

1/Promedio ponderado por el PBI en función de la PPA de Brasil, Chile, Colombia y México. 2/ Similar cálculo más Perú.

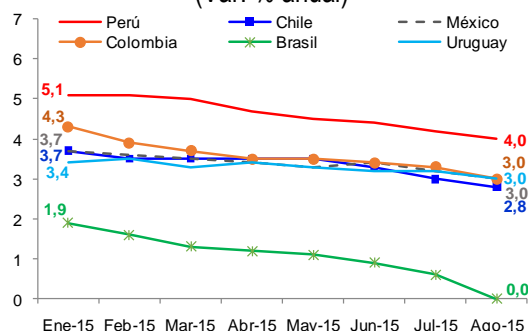
Fuente: Bloomberg, FMI - Artículo de Alejandro Werner "El crecimiento se desacelera: Perspectivas para América Latina y el Caribe", del 15 de julio del 2015.

⁹ Artículo "El crecimiento se desacelera: Perspectivas para América Latina y el Caribe", del 15 de julio del 2015, en el blog Diálogo a Fondo, página web del FMI.

Consensus Forecasts LA6: Proyección del Crecimiento del PBI 2015 (Var. % anual)



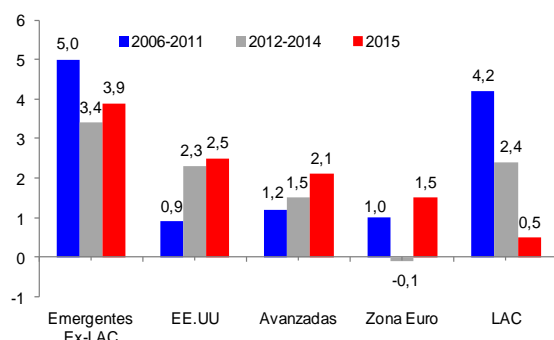
Consensus Forecasts LA6: Proyección del Crecimiento del PBI 2016 (Var. % anual)



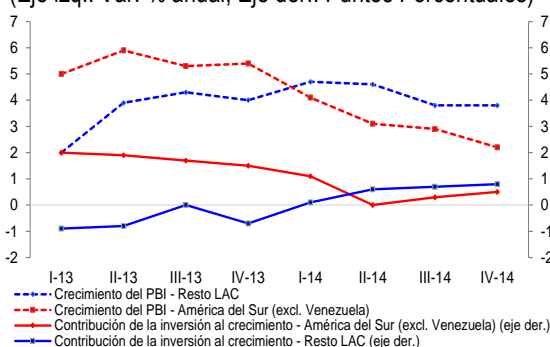
LA6: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

Fuente: Latin American Consensus Forecasts - LACF (agosto 2015).

FMI: Crecimiento del PBI Real (Var. % anual)



Exportadores e importadores de materias primas en LAC: Crecimiento del PBI y contribución de la inversión al crecimiento^{1/} (Eje izq.: Var. % anual, Eje der.: Puntos Porcentuales)



1/ Resto LAC: Países de América Latina y el Caribe (LAC, en inglés) que excluyen a los países de América del Sur.

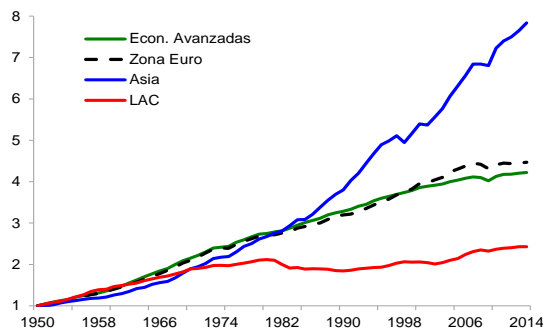
Fuente: FMI WEO (Actualización julio 2015), Presentación de A. de La Torre "Latin America Adjusting to A New Equilibrium: Macroeconomic and Distributional Challenges" en evento "Promoting Growth through Effective Policy".

Existe heterogeneidad en la dinámica de crecimiento de las economías de la región. Mientras países como Argentina, Brasil y Venezuela se contraerán, la desaceleración es más marcada en las economías exportadoras de materias primas y financieramente integradas que en el resto de países. Los países exportadores de materias primas como Colombia, México y Chile crecerán 2,5% en el 2015, y 3,2% en el periodo 2016-2018. De manera opuesta, las economías de América Central y el Caribe, en especial, registrarían un crecimiento de 3,8% en el 2015, explicado por el mayor dinamismo del sector turismo, la reducida dependencia de materias primas, el abaratamiento de las importaciones de energía, y el mayor vínculo comercial con EE.UU. Para el periodo 2016-2018, se proyecta un crecimiento similar.

Tal como se señaló en el MMM de abril, el entorno internacional actual plantea desafíos para América Latina y el Caribe tanto en el corto plazo (ciclo económico) como en el largo plazo (potencial de crecimiento). Así, para el periodo 2016-2018 se espera un crecimiento de 2,0% por debajo tanto de la proyección de 2,1% de abril como del potencial de crecimiento de la región (2,3%)¹⁰. En este contexto, la región muestra importantes brechas por cerrar respecto de economías de mayores ingresos, como es el caso del capital humano, infraestructura y diversificación productiva.

¹⁰ FMI (World Economic and Market Development – Presentación de Oliver Blanchard, 16 de enero 2015).

Productividad Laboral por regiones (Índice = 1950)

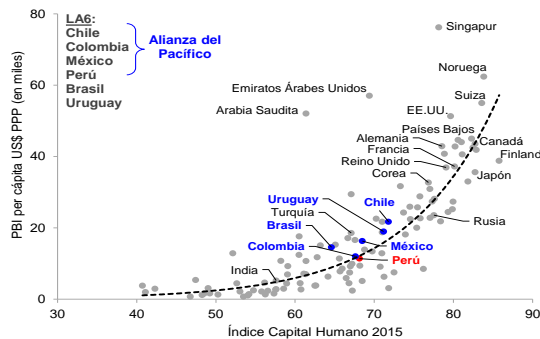


Infraestructura y PBI per cápita



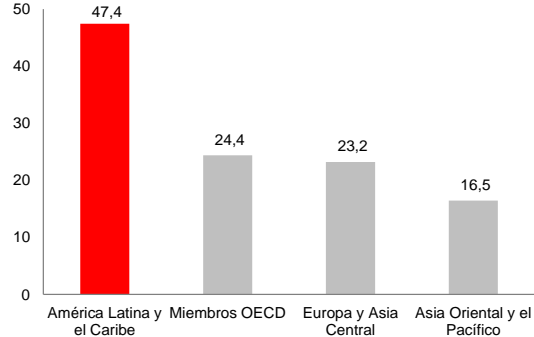
Fuente: The Conference Board, WEF-The Global Competitiveness Report 2014-2015, Banco Mundial.

Capital Humano 2015 y PBI per cápita (Puntaje: escala 1-100; US\$ 2011 constante)



Fuente: WEF-The Human Capital Report 2015 (mayo 2015), Banco Mundial.

Exportaciones de Materias Primas (% de las exportaciones de bienes, 2014)



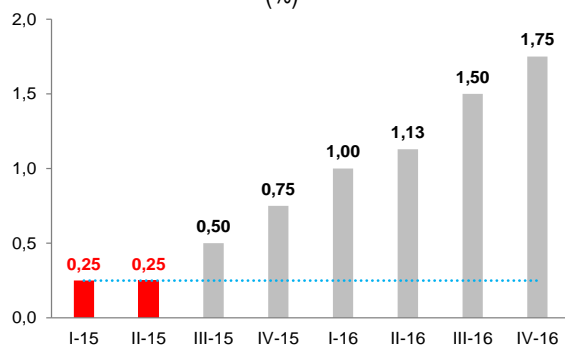
Precio de materias primas

Se ha revisado a la baja el precio del cobre y oro para todo el horizonte de proyección respecto del MMM de abril, en un contexto de mayor incertidumbre respecto de la evolución futura de la economía china y la aparente proximidad del primer incremento de la tasa de interés de política monetaria de la Reserva Federal de los EE.UU., la volatilidad que esta genera, el consiguiente fortalecimiento del dólar y la salida de flujos de capital desde materias primas hacia activos en dólares de bajo riesgo. El consenso de mercado¹¹ espera un incremento en las tasas de interés a partir de setiembre del 2015 a 0,33%, y en diciembre a 0,53%. La presidenta de la Reserva Federal de EE.UU., Janet Yellen¹², recientemente manifestó que el aumento de la tasa de política monetaria podría darse a más tardar en el 2S2015. En el caso de China, si bien la economía creció 7,0% en el 1S2015, en línea con la meta del gobierno; la producción industrial, que es intensiva en uso de metales, sólo creció 6,3%. El PMI manufacturero preliminar chino de Markit disminuyó a 47,1 en agosto, el nivel más bajo en seis años y medio. Además, entre el 11-13 de agosto 2015, el Banco Popular de China devaluó el Yuan en 3,04% respecto al dólar, la mayor en dos décadas, con el fin de impulsar el crecimiento vía exportaciones, pero encareciendo las importaciones de materias primas.

¹¹ Consensus Forecasts, de agosto 2015.

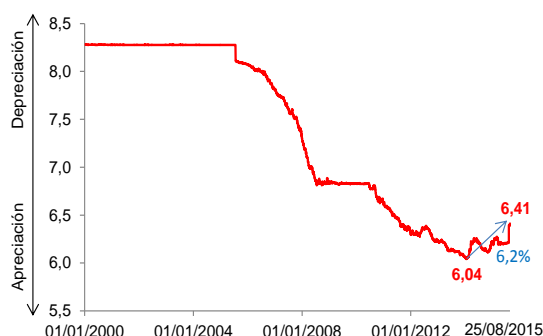
¹² Informe semestral al Congreso sobre las perspectivas económicas, julio 2015.

EE.UU.: Mediana de las expectativas de aumento de las tasas de interés de la FED (%)



Fuente: Bloomberg - Analistas Encuestados en agosto 2015.

Cotización del Yuan Chino (Yuan internacional por 1 US\$)

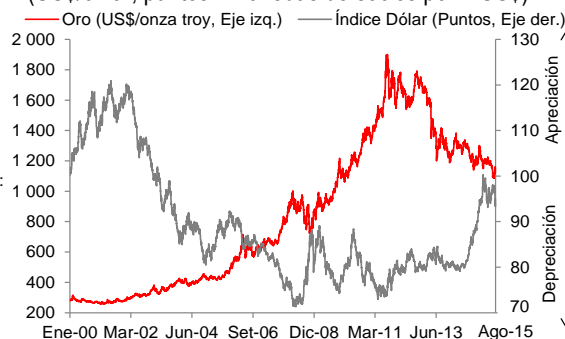


Cotización del Cobre (cUS\$ por libra)



Fuente: Bloomberg.

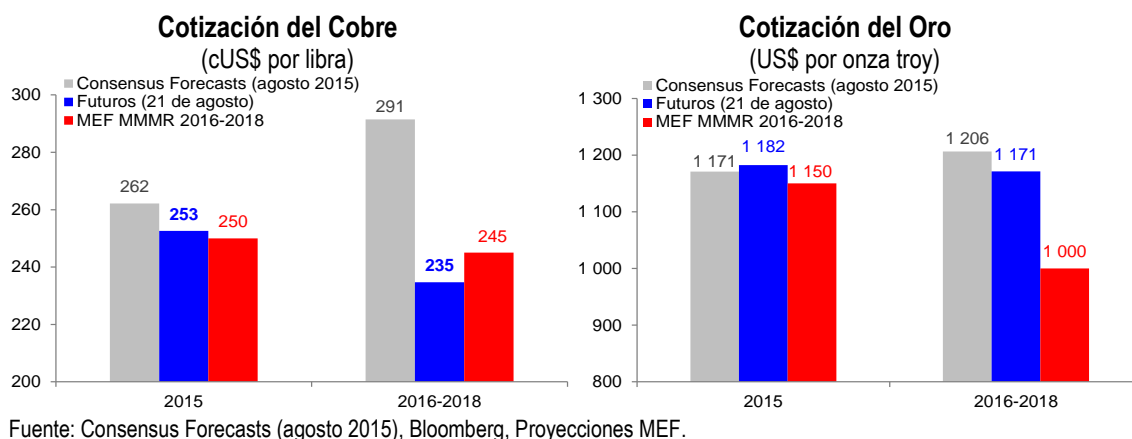
Cotización del Oro e Índice del Dólar (US\$/oz.tr., puntos - monedas de socios por 1 US\$)



El precio del cobre se revisa a la baja para el 2015 de cUS\$ 270 por libra de abril a cUS\$ 250, y para el 2016-2018 de cUS\$ 270 a cUS\$ 245, en un contexto de expectativa de subida de la tasa de interés de la Fed, consiguiente fortalecimiento del dólar, riesgo de menor crecimiento de China (y otros emergentes) y mayor oferta cuprífera en Chile, China y Perú. Entre el 01 de enero del 2015 y 24 de agosto del 2015, el precio del cobre cayó -23,1%, mientras que el dólar estadounidense se apreció 3,3% y los precios de los bonos del Tesoro Estadounidenses a 10 años aumentaron 3,4% (desde el 26 de junio del 2015). En China, aunque la economía creció 7,0% en el 1S2015, la producción industrial, intensiva en metales, sólo creció 6,3%. Al mismo tiempo, las importaciones de cobre de China registraron una caída por segundo semestre consecutivo de -10,7% anual (vs. +37,2% del 1S2014), lo que podría deteriorarse aún más luego de la devaluación del yuan y el consiguiente encarecimiento de las importaciones. En cuanto a la mayor producción cuprífera, según la Comisión Chilena del Cobre (Cochilco)¹³, esta aumentaría en 3,7% en el 2015 (Chile: 2,3%, China: 2,0% y Perú: 10%) y en 4,9% en el 2016 (Chile: 2,9%, China: 1,3% y Perú: 25%), tras aumentar en el 2014 sólo 1,2%. Es importante señalar que, al 21 de agosto pasado, los futuros del precio del cobre señalan un valor de cUS\$ 253 por libra para el 2015 y un promedio de cUS\$ 235 para el 2016-2018.

El precio del oro se revisa a la baja para el 2015 de US\$ 1 230 onza troy de abril a US\$ 1 150, y para el 2016-2018 de US\$ 1 243 a US\$ 1 000 ante las expectativas de incremento en la tasas de interés de la Fed y un exceso de oferta del oro en el mercado. El precio del oro, entre el 22 de enero del 2015 y el 05 de agosto bajo -16,3%, registrando su menor valor en 5 años el 24 de julio (US\$ 1 080,8 onza troy) por la venta de las posiciones del metal debido a la restructuración de los portafolios de los inversionistas institucionales en bonos del tesoro y dólares americanos. Los futuros de los precios del oro, del 21 de agosto último, esperan un valor de US\$ 1 182 onza troy para el 2015 y de US\$ 1 171 onza troy para el 2016-2018 en promedio. Asimismo, bancos de inversión como Goldman Sachs y Morgan Stanley sostienen que los precios del oro podrían caer por debajo de US\$ 1 000 por onza troy a fines de este año.

¹³ Informe de Tendencias del Mercado del Cobre - Segundo Trimestre de 2015, del 2 de julio del 2015.

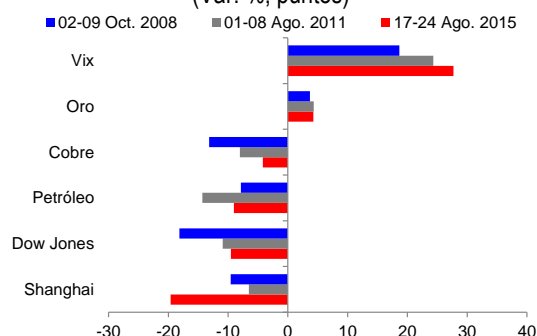


Mercados Financieros

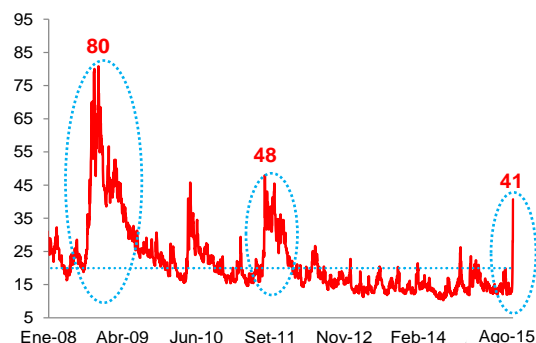
En las últimas semanas se ha observado un incremento de la volatilidad financiera global no vistas desde la crisis griega del 2011 o la crisis de crédito sub-prime en EE.UU. del 2008 ante la significativa caída de bolsas mundiales y precios de materias primas, la depreciación de monedas de economías emergentes, y vaivenes del dólar estadounidense, que conducen a que los flujos de capital se refugien en mercados de renta fija, principalmente bonos del Tesoro americano, y oro: (i) El 24 de agosto del 2015, la volatilidad financiera (VIX) de EE.UU. subió a 41 puntos, el mayor nivel desde octubre 2011, duplicando respecto al promedio de julio 2015. (ii) Entre el 1 de enero del 2015 y el 25 de agosto del 2015, el Dow Jones bajó 12,1% registrando 15 666 puntos, el nivel más bajo desde febrero 2014, el FTSE100 -7,4%, el Hang Seng -9,3%, el SGX -14,2% y el IBEX -1,60%. Por su parte, con información al 26 de agosto, la bolsa de Shanghai cayó -43,3% desde su nivel “pico” el 13 de junio del 2015, la caída bursátil más alta desde el año 2011 a nivel global y, según Bloomberg¹⁴, se ha perdido US\$ 5 billones en el mercado chino en solo dos meses; (iii) El precio del cobre, entre el 05 de mayo del 2015 y el 24 de agosto del 2015 cayó -23,7% y acumula una caída de -51,8% desde su pico el 14 de febrero del 2011, registrando cUS\$ 222 por libra, el valor mínimo en 6 años. El precio del oro, entre el 22 de enero del 2015 y el 05 de agosto último bajó -16,3% y acumula una caída de -41,4% desde su pico el 05 de setiembre del 2011, registrando su menor valor en 5 años el 24 de julio (US\$ 1 080,8 onza troy). El petróleo WTI cayó a US\$ 38,1 por barril al 24 de agosto, a su menor cotización desde febrero 2009. (iv) Entre el 1 de enero del 2015 y el 24 de agosto del 2015, el índice del dólar estadounidense (Bloomberg) se apreció 3,27%, y acumula una apreciación de 21,8% desde el 04 de mayo del 2011, al igual que el Franco Suizo 6,40%, y la libra esterlina 1,22%. En contraste, las monedas de las economías emergentes se han visto afectadas por las salidas de capitales. Según Barclays (reporte del 21 de agosto del 2015), solo en las últimas dos semanas se registró una salida masiva de capitales en economías emergentes por renta fija de alrededor de US\$ 4 mil millones y renta variable de US\$ 9 mil millones, los valores más altos desde el 2T2013. Así, en lo que va del año las monedas de la región se han depreciado: Brasil 33,7%, Colombia 36,2%, México 16,4%, Chile 15,8%, y Perú 10,0%.

¹⁴ Ye Xie y Belinda Cao en su Artículo “China Doesn't Look That Bad Compared With Past Market Meltdowns” del 26 de agosto 2015.

Mercados Financieros 2008, 2011 y 2015¹: Variación Semanal más Alta como Punto Referencia el Dow Jones (Var. %, puntos)



EE.UU.: Índice de Volatilidad Financiera VIX (Puntos)



1/ El VIX está dado en puntos, el resto de indicadores en variación porcentual.

Fuente: Bloomberg (actualizado al 24 de agosto).

China: Bolsa de Shanghái (Puntos)



Fuente: Bloomberg (actualizado al 26 de agosto).

Riesgos

Tal como se señaló en el MMM de abril, el contexto internacional plantea múltiples riesgos a la baja: i) desaceleración abrupta de China y caída de precios de materias primas, ii) incertidumbre respecto del inicio y la magnitud del incremento de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal, iii) salida súbita y masiva de capitales desde economías emergentes activada por una mayor caída de precios de materias primas y/o retiro del estímulo monetario en EE.UU., iv) contagio de un menor crecimiento de Japón, Zona Euro y China sobre la economía de EE.UU., el único motor de crecimiento y, v) posible burbuja bursátil en EE.UU.

Cabe señalar que se ha incrementado la probabilidad de ocurrencia de escenarios de riesgos como una desaceleración abrupta de China y una salida masiva de capitales desde economías emergentes activada por una mayor caída de precios de materias primas y/o retiro del estímulo monetario en EE.UU. A esto se suman nuevos riesgos:

1. **Un mayor deterioro en el desempeño económico de Brasil y el efecto que podría tener sobre la región la reciente reducción de su calificación crediticia.** El gobierno brasileño¹⁵ recientemente anunció un ajuste en la meta fiscal para el 2015 de US\$ 20,5 mil millones a US\$ 2,7 mil millones, que resultaría en un superávit primario de 0,15% del PBI, inferior al estimado por el FMI de 1,2% del PBI en abril último. Esta revisión también reduciría el resultado primario en aproximadamente 1% del PBI para el 2016 y 2017, generando incrementos en la deuda pública. Como resultado de lo anterior, el pasado 28 de julio la agencia calificadora de riesgo Standard & Poor's revisó la perspectiva de la calificación crediticia de "estable" a "negativa", y el 11 de agosto 2015, Moody's redujo la calificación crediticia en moneda extranjera de Brasil en una escala de "Baa2" a "Baa3", solo a un peldaño de perder el grado de inversión.

¹⁵ 22 de julio del 2015.

- 2. Deterioro en las expectativas de inversión y consumo de los agentes económicos en América Latina que golpean aún más el ya debilitado círculo virtuoso de inversión-empleo-consumo.** En lo que va del 2015, la confianza empresarial se ha deteriorado en la región. En julio, el indicador de confianza empresarial de Chile se mantuvo en el tramo pesimista por 16 meses consecutivos alcanzando 42,6 puntos; en Colombia, registró 50,1 puntos, desacelerándose desde 54,7 puntos del año anterior; en México, continúa ubicándose por 8 meses consecutivos en zona pesimista con 49,4 puntos; y en Brasil, bajó a 37,2 puntos, ubicándose por 16 meses consecutivos en zona pesimista.

3 PANORAMA MACROECONÓMICO LOCAL

La proyección de crecimiento de la economía peruana para el 2015 se revisa de 4,2% a 3,0%, dentro de un intervalo de [2,5% - 3,3%]. A pesar de la revisión a la baja, la economía peruana se mantendrá entre los líderes de crecimiento de la región, particularmente, entre las economías financieramente integradas, de acuerdo a las últimas proyecciones del FMI y del consenso de mercado. El principal factor que explica la revisión a la baja de la proyección de crecimiento 2015 es la menor inversión privada (de 1,5% a -4,5%), que resta 1,3 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento del PBI. En la primera mitad del año la economía creció 2,4%, acelerando su ritmo de expansión por dos trimestres consecutivos (1,8% en 1T2015 y 3,0% en 2T2015); se espera una mayor aceleración del crecimiento en lo que resta del año, sustentado, principalmente, en un mayor impulso del gasto público. Dada la fuerte subejecución de la inversión pública regional y local (63% de la inversión pública total) durante el 1S2015, y en el marco de la delegación de facultades otorgadas por el Congreso de la República, la respuesta de política económica ha sido agilizar la inversión pública y el gasto en mantenimiento y equipamiento, a través de la reasignación de recursos desde las entidades públicas con alta subejecución (oferta de fondos) hacia las entidades públicas con una demanda efectiva de ejecución. A esto se añadiría una aceleración en el ritmo de ejecución respecto del 1S2015 de la inversión del Gobierno Nacional, como reflejo de la puesta en ejecución de importantes proyectos de infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima. La proyección de crecimiento del PBI para el 2016 también se revisa a la baja respecto del MMM de abril, de 5,5% a 4,3%, en un contexto de mayor caída de los términos de intercambio y menor crecimiento de los socios comerciales. No obstante, se espera que se acelere respecto del 2015, liderada por una política fiscal moderadamente expansiva, adoptada de forma preventiva a través del DU 003-2015, que permitirá un crecimiento de 15,3% de la inversión pública así como una mayor respuesta del Estado frente al FEN; asimismo, se espera una mayor inversión en infraestructura bajo la modalidad de Asociaciones Público Privadas (casi duplicando su nivel de ejecución del 2015). Un factor de riesgo a la proyección es el impacto que pudiese tener el Fenómeno El Niño (FEN) de magnitud fuerte o extraordinaria, extendiéndose hasta el próximo verano. Tal como se señaló en el MMM de abril, la materialización de un FEN de magnitud fuerte o extraordinaria desviaría el crecimiento de la economía hasta en 3 puntos porcentuales respecto del escenario base, debido a una menor producción de sectores primarios y destrucción de infraestructura. En este contexto y con el objetivo de impulsar la actividad económica y las expectativas, así como continuar fortaleciendo la competitividad y productividad, se ha venido legislando en materia administrativa, económica y financiera, al amparo de las facultades delegadas solicitadas al Congreso de la República; estos esfuerzos sumados a una política macroeconómica contracíclica y responsable, apuntan a impulsar la recuperación de las tasas de crecimiento de la economía. Actualmente se estima el crecimiento potencial de la economía cercano a 4,5%, y a fin de retomar tasas de crecimiento potencial por encima de 6,0% en los próximos años, la actual administración viene implementando reformas orientadas a fortalecer el capital humano, diversificar la estructura productiva, impulsar la infraestructura y reducir la "tramitología" y los sobrecostos. Este esfuerzo reformador deberá continuar y profundizarse en el próximo quinquenio.

Demanda Interna y PBI (Var. % anual)

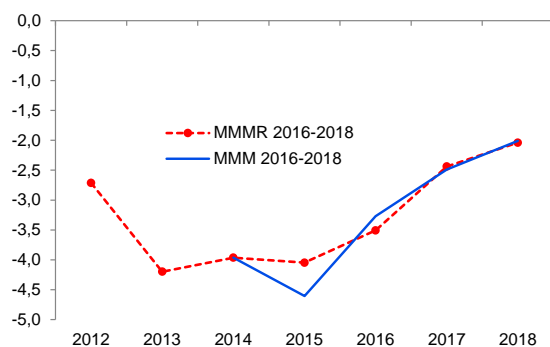
	Estructura % del PBI 2013	2014	MMM 2016-2018					MMM 2016-2018				
			2015	2016	2017	2018	1S2015	2015	2016	2017	2018	
1. Demanda interna	100,6	2,2	4,3	3,9	4,7	5,0	2,8	2,5	3,1	3,9	4,1	
a. Consumo privado	61,6	4,1	4,5	4,5	4,8	4,8	3,3	3,5	3,6	4,5	4,5	
b. Consumo público	11,2	10,1	6,2	2,9	1,4	2,1	7,5	6,5	5,3	0,8	1,5	
c. Inversión privada	20,9	-1,7	1,5	3,0	4,5	5,0	-6,4	-4,5	2,0	4,0	4,5	
d. Inversión pública	5,8	-2,4	9,3	7,2	3,9	4,4	-18,6	1,5	15,3	5,0	4,5	
2. Exportaciones ¹	24,1	-1,0	2,7	9,5	6,5	5,2	-1,2	1,5	8,0	9,2	5,0	
3. Importaciones ¹	24,7	-1,5	3,3	3,3	3,5	3,5	0,6	0,0	3,0	3,5	3,3	
4. PBI	100,0	2,4	4,2	5,5	5,5	5,5	2,4	3,0	4,3	5,3	4,5	
Memo:												
Gasto público	17,0	5,9	7,2	4,3	2,3	2,9	0,4	4,9	8,4	2,2	2,5	

PBI por Sectores (Var. % anual)

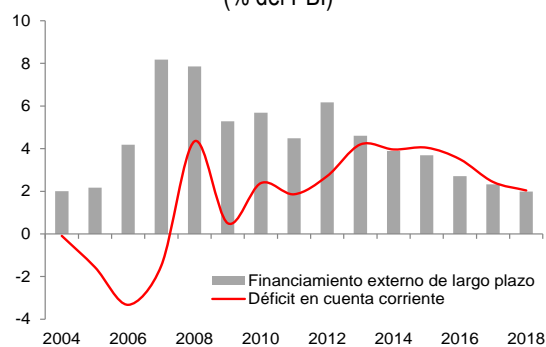
	Estructura % Año Base 2007	2014	MMM 2016-2018					MMM 2016-2018				
			2015	2016	2017	2018	1S2015	2015	2016	2017	2018	
Agropecuaria	6,0	1,6	2,5	3,3	3,5	3,9	1,9	2,2	1,8	3,3	3,3	
Agrícola	3,8	0,4	2,1	3,4	3,8	4,3	0,1	0,7	1,5	3,5	3,5	
Pecuario	2,2	5,9	2,9	3,0	3,0	3,2	5,3	3,7	2,5	3,0	3,0	
Pesca	0,7	-27,9	13,1	17,5	7,2	6,6	19,2	17,3	15,3	8,5	6,6	
Minería e hidrocarburos	14,4	-0,8	4,3	10,8	7,7	5,0	5,5	4,3	9,3	11,3	2,9	
Minería metálica	12,1	-2,1	4,9	12,7	8,6	5,7	10,1	7,5	10,5	13,0	3,1	
Hidrocarburos	2,2	4,0	2,5	4,4	4,2	2,4	-9,4	-6,2	4,8	4,4	2,3	
Manufactura	16,5	-3,6	2,2	3,7	4,3	4,7	-2,6	-0,7	1,8	3,3	3,5	
Manufactura Primaria	4,1	-9,7	5,0	6,5	5,5	5,2	1,1	4,0	5,7	5,6	4,2	
Manufactura No Primaria	12,4	-1,0	1,2	2,8	3,8	4,5	-3,8	-2,2	0,6	2,4	3,2	
Electricidad y agua	1,7	4,9	5,2	5,4	5,6	5,8	5,1	5,1	5,0	5,6	5,6	
Construcción	5,1	1,6	3,0	4,2	5,5	5,5	-7,9	-3,3	4,2	4,2	4,5	
Comercio	10,2	4,4	4,7	5,1	5,3	5,5	3,7	3,7	3,8	4,5	4,5	
Servicios	37,1	5,9	5,5	5,5	5,7	5,8	5,1	5,1	5,1	5,2	5,4	
PBI	100,0	2,4	4,2	5,5	5,5	5,5	2,4	3,0	4,3	5,3	4,5	
PBI Primario	25,2	-2,3	4,1	8,4	6,3	4,8	4,1	4,0	7,0	8,5	3,3	
PBI No Primario ²	66,5	4,1	4,4	4,9	5,4	5,6	2,3	2,9	4,1	4,6	4,9	

1/ De bienes y servicios no financieros. 2/ No incluye derechos de importación y otros impuestos.
Fuente: BCRP, Proyecciones MEF.

Balanza en Cuenta Corriente (% del PBI)



Cuenta Corriente y Financiamiento Externo Privado de Largo Plazo¹ (% del PBI)



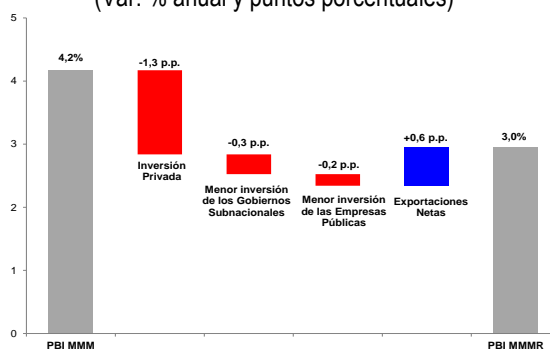
1/. Financiamiento externo de largo plazo es la suma de la inversión extranjera directa y préstamos de largo plazo.

Fuente: BCRP, Proyecciones MEF.

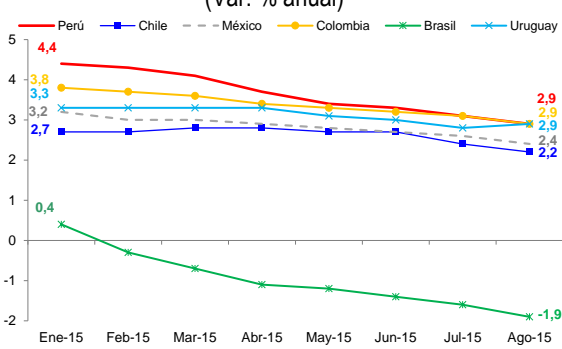
La proyección de crecimiento de la economía peruana para el 2015 se revisa de 4,2% a 3,0%, dentro de un intervalo de [2,5% - 3,3%], con lo cual se registraría una brecha negativa del PBI de -2,9% del PBI potencial (2014: -1,5%). El principal factor que explica esta revisión a la baja es el deterioro en las expectativas de los agentes económicos, en especial, de los inversionistas que ha venido acompañado de un entorno internacional más adverso, una menor inversión pública regional y local, y menor producción petrolera. En los últimos meses, el consenso de mercado ha continuado revisando a la baja sus perspectivas de crecimiento para el 2015, de 4,1%¹⁶ en marzo 2015 a 2,9%¹⁷ en agosto. Por su parte, en julio, el FMI revisó su proyección de crecimiento 2015 de 3,8% en abril a 3,2%.

Este proceso de revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento es parte de una tendencia regional, en la que la economía peruana mantiene su posición de liderazgo entre los países LA6¹⁸. Entre marzo y agosto 2015, la proyección de crecimiento del PBI del consenso de mercado (encuesta de *Consensus Forecasts*) con respecto a Brasil se ha revisado de -0,7% a -1,9%; Chile de 2,8% a 2,2%; Colombia de 3,6% a 2,9%; México de 3,0% a 2,4% y Uruguay de 3,3% a 2,9%. Incluso, se espera que la economía peruana sea la economía que más acelere su ritmo de expansión respecto del 2014. Por ejemplo, Perú se aceleraría en 0,5 p.p., de 2,4% en el 2014 a 2,9% en el 2015, seguido por Chile (0,3 p.p., de 1,9% en el 2014 a 2,2%) y México (0,3 p.p., de 2,1% en el 2014 a 2,4%). Caso contrario, Colombia se desaceleraría en -1,7 p.p., de 4,6% en el 2014 a 2,9% en el 2015. Asimismo, considerando las recientes proyecciones del FMI, la economía peruana también lideraría el crecimiento en LA6: Perú (3,2%), Colombia (3,0%), Uruguay (2,8%), Chile (2,5%), México (2,4%) y Brasil (-1,5%).

Cambio en la Proyección del PBI Gasto 2015 respecto del MMM (Var. % anual y puntos porcentuales)



Consensus Forecasts LA6: Proyecciones del Crecimiento del PBI 2015 (Var. % anual)



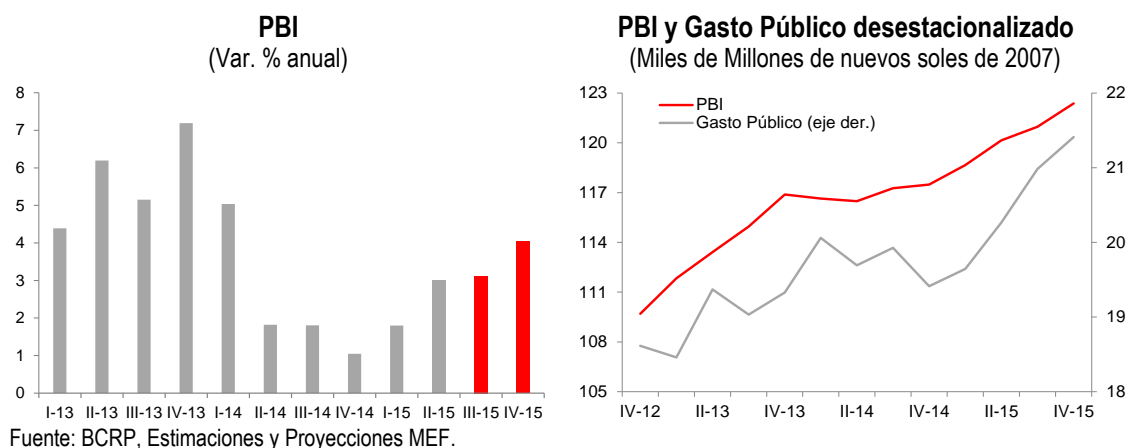
Fuente: Proyecciones MEF, Latin American Consensus Forecasts - LACF (agosto 2015).

¹⁶ Mínimo: 3,5% y máximo: 5,0%.

¹⁷ Mínimo: 2,1% y máximo: 3,8%.

¹⁸ LA6: se refiere a los seis (6) países latinoamericanos que han adoptado un marco de metas explícitas de inflación y que han desarrollado más sus mercados de capitales. La lista incluye a: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. También son llamadas economías financieramente integradas. Estos países representan el 73% del PBI de América Latina y El Caribe.

Se espera una aceleración del crecimiento en el 2S2015 respecto del 1S2015 (2,4%) sustentado en un mayor impulso del gasto público, principalmente, del Gobierno Nacional y la consolidación en la recuperación de los sectores primarios; se asume un Fenómeno El Niño (FEN) de magnitud entre moderada y fuerte que no se extiende hasta finales de año y, por tanto, no afecte significativamente la biomasa de anchoveta¹⁹ ni el stock de infraestructura pública existente. La economía ya muestra dos trimestres consecutivos de aceleración de crecimiento (1,0% en 4T2014; 1,8% en 1T2015 y 3,0% en 2T2015), y se espera que el crecimiento continúe acelerándose el resto del año; sin embargo, la debilidad de la inversión privada y, en menor medida, de la inversión pública subnacional juega en contra de dicha recuperación. En este contexto, en el marco de la delegación de facultades otorgadas por el Congreso de la República, el Poder Ejecutivo publicó el pasado 4 de julio el Decreto Legislativo N° 1176 que busca agilizar la inversión pública y el gasto en mantenimiento y equipamiento, a través de la reasignación de recursos desde las entidades públicas con alta subejecución (oferta de fondos) hacia las entidades públicas con una demanda efectiva de ejecución. En lo que resta del año, esta medida permitirá, en primer lugar, impulsar la inversión pública, y en segundo lugar, expandir el gasto en equipamiento y mantenimiento, que es de más rápida ejecución que la inversión. El crecimiento del consumo público, variable que incluye el gasto en mantenimiento y equipamiento, se ha revisado al alza de 6,2% en el MMM de abril a 6,5%. A esto se añadiría una aceleración en el ritmo de ejecución respecto del 1S2015 de la inversión del Gobierno Nacional, como reflejo de la puesta en ejecución de importantes proyectos de infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima, así como del proyecto de modernización de la refinería de Talara. Respecto a esto último, hay que subrayar que recientemente la empresa comunicó que, al mes de junio, había ejecutado S/. 492 millones, principalmente, entre los meses de abril y junio.



La proyección de crecimiento de la inversión privada para el 2015 se revisa a la baja de 1,5% a -4,5%, en un entorno de menor crecimiento de nuestros socios comerciales, mayor caída de precios de materias primas, mayores costos financieros, presiones depreciatorias y deterioro de las expectativas de inversión. Se proyecta que los términos de intercambio caerían -3,7% en el 2015, casi el triple de la caída proyectada en el MMM de abril. Por su parte, el crecimiento de nuestros principales socios comerciales también es menor respecto de lo proyectado en el MMM (1,9% versus 2,4%) mientras que la depreciación esperada para el 2015²⁰, de acuerdo a la última encuesta del BCRP²¹, es de 11,3% (MMM abril: 10,2%). En cuanto a las expectativas de inversión para los siguientes 6 meses, medidas por el indicador de APOYO Consultoría, se encuentran en niveles mínimos desde junio 2011²². En este contexto, la delegación de facultades también busca dinamizar la economía tanto en el corto como en el mediano plazo, así como apuntalar expectativas mediante la adopción de medidas de alcance orientadas a lograr una mayor transparencia y predictibilidad en el despliegue de infraestructura pública a través de

¹⁹ Cabe señalar que ya se autorizó el inicio de la segunda temporada de pesca de anchoveta en la Zona Sur (según Resolución Ministerial N° 246-2015-PRODUCE), la cual se desarrollará entre el 1 de agosto y 31 de diciembre, con una cuota máxima de 450 mil TM.

²⁰ Calculada como la variación porcentual anual del tipo de cambio promedio. Cabe resaltar que, el tipo de cambio promedio estimado es consistente con el tipo de cambio fin de periodo publicado en la Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas del BCRP.

²¹ Encuesta de julio 2015, publicado el 10 de agosto del 2015.

²² Según APOYO Consultoría en su último sondeo de agosto realizado a los ejecutivos de las más de 300 empresas clientes del SAE, el 13% afirmó que sus empresas acelerarán el ritmo de ejecución de sus planes de inversión en los próximos seis meses, mientras que 20% lo reducirá. A partir de estos resultados, el indicador de inversión para los siguientes 6 meses alcanzó -6 puntos.

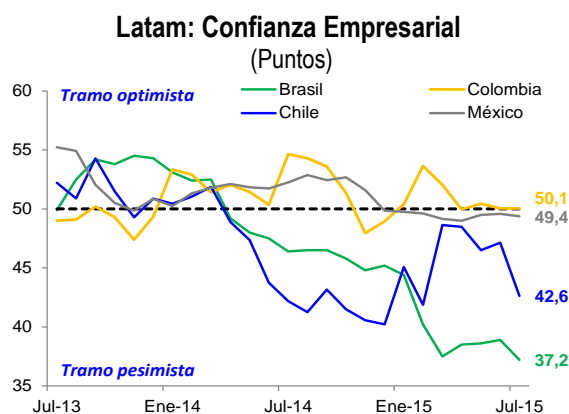
asociaciones público privadas y obras por impuestos, además de medidas de corte sectorial que permitan desplegar el plan de diversificación productiva orientada a cerrar brechas de productividad, el impulso al mercado inmobiliario, el comercio de servicios, entre otros.

Para el caso peruano, el reciente episodio de caída de precios de exportación es el más severo y persistente de los últimos 65 años; si bien el impacto negativo de esta caída pudo haber sido mitigado parcialmente por la contracción en el índice de precios de importación (1S2015: -9,3%), dicha contracción también ha generado efectos adversos en la economía: en el 1S2015, la producción de petróleo cayó -15,5%²³, mientras que la inversión en el sector hidrocarburos cayó -7,0%²⁴.

Es importante resaltar que, el deterioro de las expectativas de los agentes económicos es un fenómeno generalizado en la región. Por ejemplo, en julio, los índices de confianza empresarial de Brasil (37,2 puntos) y de Chile (42,6 puntos) se ubicaron en el tramo pesimista por 16 meses consecutivos y el de México (49,4 puntos) por 8 meses consecutivos. Por su parte, el de Colombia aún se encuentra en tramo optimista con 50,1 pero se ha deteriorado desde el 53,7 alcanzado en febrero último. Incluso, recientemente el FMI²⁵ señaló para los países de América del Sur que “[...] algunos factores internos se han sumado a las dificultades de carácter externo, contribuyendo a debilitar la confianza de las empresas y los consumidores y, por lo tanto, a reducir la demanda privada”.

Determinantes de la Inversión Privada 2015

	MMM	MMMR
Términos de Intercambio (Var. % anual)	-1,4	-3,7
Depreciación Esperada ^{1/} (%)	10,2	11,3
PBI Socios Comerciales (Var. % anual)	2,4	1,9
Importaciones de Bienes de Capital (Var. % anual)	-1,3	-10,3
Indicador de Expectativas de Inversión ^{2/} (Puntos)	11,3	0,0



1/ Calculada como la variación porcentual anual del tipo de cambio promedio.

2/ Indicador de expectativas de Inversión de APOYO Consultoría calculado como el porcentaje de empresarios que planean acelerar sus proyectos de inversión en los próximos 6 meses menos los que planean reducirlos. Para el MMM se considera el promedio del 2S2014, mientras que para el MMMR el promedio del enero-agosto 2015.

Fuente: Bloomberg, BCRP, Estimaciones y Proyecciones MEF.

Inversión Privada e Indicador de Expectativas de Inversión

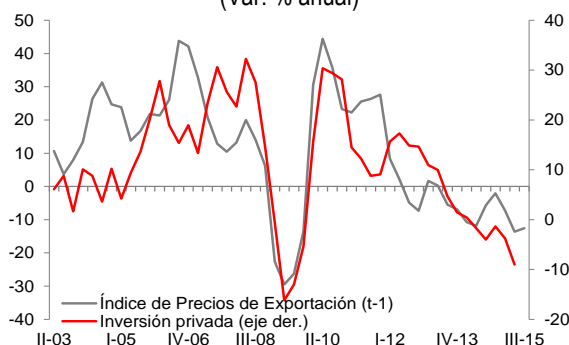
(Var. % anual, puntos)



Fuente: APOYO Consultoría, BCRP.

Inversión Privada e Índice de Precios de Exportación (IPX)

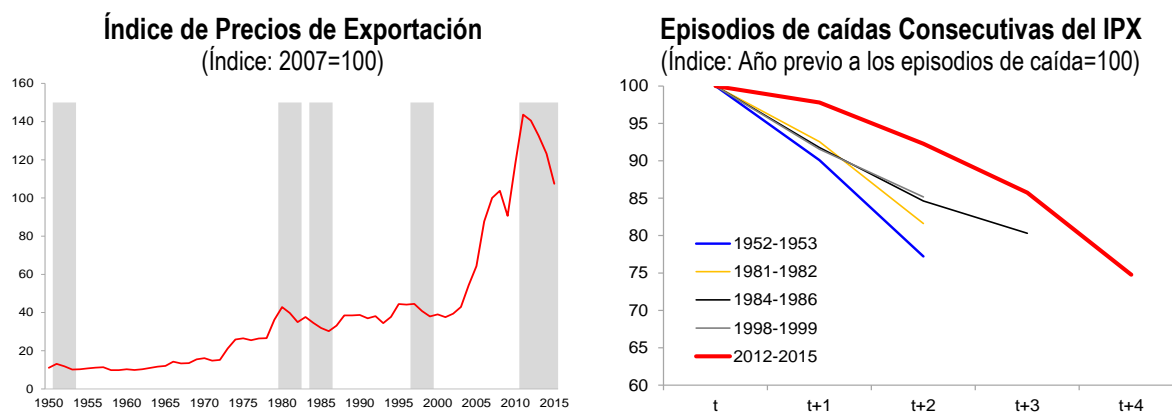
(Var. % anual)



²³ El sector hidrocarburos cayó -9,4% en el 1S2015, sin embargo esta caída también se debió a factores puntuales, como mantenimiento de planta y la rotura del ducto transportador que contrajeron fuertemente la producción de gas natural y de líquido de gas natural en abril y mayo.

²⁴ Dato corresponde al período Ene-May 2015

²⁵ FMI – Blog: Diálogo a fondo. El crecimiento se desacelera: Perspectivas para América Latina y el Caribe, publicado en 15 de julio, 2015 por Alejandro Werner. <http://blog-dialogoafondo.org/?p=5592>



Fuente: BCRP, Proyecciones MEF.

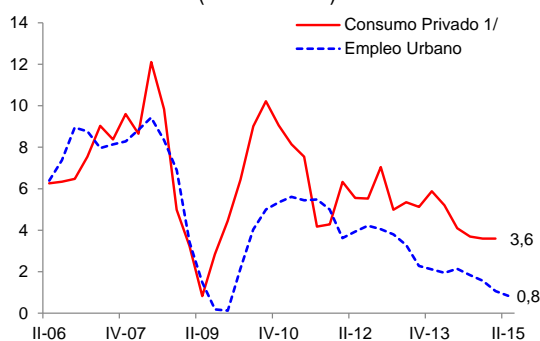
En línea con el círculo virtuoso inversión-empleo-consumo, la revisión a la baja de la proyección de crecimiento de la inversión privada implica también un menor ritmo de generación de empleo y, por tanto, un menor crecimiento proyectado del consumo privado, de 4,5% a 3,5%. Con datos del Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo, a junio 2015, el empleo en empresas privadas formales de 10 a más trabajadores del Perú Urbano acumuló un crecimiento en torno a 1,0% en el 1S2015. Este menor dinamismo respecto al crecimiento promedio registrado en el 2011-2014 (3,5%) se explica principalmente por caídas en la demanda laboral en los sectores de manufactura (-1,9%) y construcción (-0,7%); aunque estas caídas fueron compensadas por un mayor dinamismo en el sector servicios (3,0%). Para el caso particular de Lima Metropolitana, con datos del INEI de julio, el empleo en micro y pequeñas empresas (que representa alrededor del 70% del empleo) acumuló una contracción de -0,1% en el periodo enero-julio 2015.

Si bien la creación de puestos de trabajo se ha ralentizado en el transcurso del año, el mercado laboral aún sostiene el consumo privado vía mayores ingresos, sumado a otros factores como expansión del crédito, menor carga tributaria, entre otros. El empleo urbano registra un crecimiento en torno al 1,0%, similar al crecimiento de la fuerza laboral²⁶; a su vez, el subempleo mantiene su tendencia decreciente al registrar una tasa promedio de 33% en el periodo enero-julio 2015, la cual refleja una caída de 1 p.p. en relación al mismo periodo del año anterior, evidenciándose una recomposición a favor de mayores empleos de calidad. Por lo tanto, este canal del empleo, junto con otros factores adicionales, explicaría que la desaceleración del consumo privado (de tasas de 5,0% a 3,5%) no sea tan marcada como en otros países, mostrando una resiliencia que no se observa en los demás países de la región dependientes de materias primas. Entre los factores adicionales están: i) crecimiento del ingreso real proveniente del trabajo (2,7% en lo que va del año, reflejando cierta inercia en la fijación de las condiciones laborales); ii) expansión del crédito a personas (consumo, vehiculares, tarjetas de crédito e hipotecario) que, a julio, crece 12,0%, muy por encima del consumo privado y con un ratio de morosidad bancaria bajo de 2,6% (promedio histórico 2001-2014: 3,4%); iii) reducción de impuestos a trabajadores; y iv) exoneración del pago de EsSalud en las gratificaciones y mayor disponibilidad de la CTS²⁷.

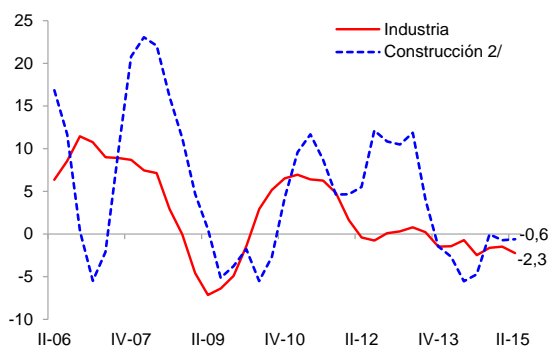
²⁶ Con la información de la Encuesta Permanente de Empleo (EPE) para Lima Metropolitana del INEI, entre enero-julio 2015 y enero-julio 2014, la Población Económicamente Activa (PEA) creció alrededor de 1,0%.

²⁷ Compensación por Tiempo de Servicios.

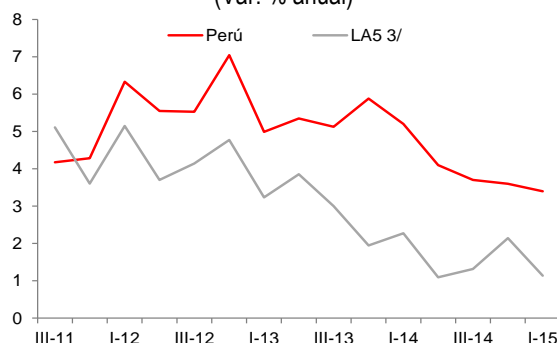
Empleo en empresas privadas de 10 a más trabajadores del Perú Urbano y consumo privado
(Var. % anual)



Perú urbano: Empleo por sectores en empresas privadas de 10 a más trabajadores
(Var. % anual)



LA6: Consumo privado
(Var. % anual)



1/ Información disponible al 1T2015. 2/ Información disponible a abril 2015. 3/ Promedio ponderado por el PBI en función de la Paridad del Poder Adquisitivo de Brasil, Chile, Colombia, México y Uruguay.

Fuente: BCRP, MINTRA – Encuesta Nacional de Variación Mensual del Empleo (ENVME) y Encuesta Mensual de Empleo en el Sector Construcción (EMESC), Bloomberg, BCRP, Estimaciones MEF.

A pesar que se espera una aceleración en lo que resta del año, la proyección de crecimiento anual del gasto público se ha revisado a la baja de 7,2% (consumo público: 6,2%; inversión pública: 9,3%) en el MMM de abril a 4,9% (consumo público: 6,5%; inversión pública: 1,5%), debido, principalmente, a un proceso de aprendizaje de las nuevas autoridades regionales y locales más lento de lo esperado. En el 1S2015, la inversión pública regional y local (63% del total de la inversión pública²⁸) cayó -31,3% y -40,2%, respectivamente. La magnitud de estas caídas ha sido mayor a la ya contemplada en el MMM y refleja un proceso de aprendizaje más lento de lo esperado, pese a los esfuerzos del Poder Ejecutivo por “aplanar” esta curva de aprendizaje: capacitaciones en normatividad, metodología en la formulación y evaluación de proyectos; asistencia técnica en términos de aplicación y operatividad de los sistemas del presupuesto, inversión y contrataciones; herramientas para la gestión integral de los proyectos de inversión a funcionarios de los Gobiernos Regionales y Gobiernos Locales; en la fase ex post, se implementaron comités de seguimiento de la inversión pública con reuniones de muy alta frecuencia para hacer seguimiento a la ejecución de la inversión y tomar medidas correctivas. Por su parte, la inversión pública del Gobierno Nacional ha registrado un crecimiento de 16,5% en el 1S2015, pero no ha sido suficiente para compensar la caída subnacional. Otro factor que explica la revisión a la baja en la proyección de crecimiento anual de gasto público es el menor monto de inversión a ejecutar por la Modernización de la Refinería de Talara (MMMR: S/. 1 600 millones vs. MMM: S/. 2 100 millones)²⁹.

²⁸ Con cifras del 2014.

²⁹ Según Petroperú, se espera una ejecución de S/. 1 932 millones para el 2015. Para la proyección del MMMR se asume una tasa de ejecución de 83% aproximadamente (S/. 1 600 millones).

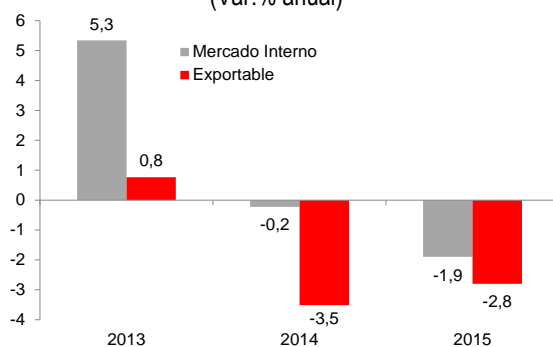
La proyección de crecimiento de los sectores primarios se mantiene pero con cambios en su interior: se revisa al alza la producción minera (de 4,9% a 7,5%) y pesquera (13,1% a 17,3%), mientras que se ajusta a la baja la producción de hidrocarburos (de 2,5% a -6,2%). La revisión al alza se debe a que ambos sectores han mostrado un desempeño en el 1S2015 mejor a lo esperado. En el caso del sector hidrocarburos, la revisión a la baja es por factores puntuales durante el 1S2015 que condicionan el resultado del año y el impacto que tiene el bajo precio internacional del petróleo sobre la producción; éste último factor se mantendría en lo que resta del año. En el 1S2015 la producción minera creció 10,0% y se espera que en la segunda parte del año se consolide este dinamismo. La revisión al alza es generalizada a nivel de metales: i) cobre, por la entrada en producción comercial de Constancia y Toromocho ii) zinc, por mayor producción de Antamina (recuperación de las leyes de mineral), Milpo (alcance de plena capacidad de su unidad Cerro Lindo) y entrada en operación de la ampliación de El Brocal; y iii) oro, ante mayor producción informada de Madre de Dios y por una caída menor a la esperada en Yanacocha y Barrick ante mejora de leyes en las reservas de mineral. En el sector pesca, la revisión se debe a un mayor desembarque de anchoveta durante la primera temporada de pesca tanto en la zona Norte-Centro como en el Sur. Al 31 de julio, el desembarque estimado es de 2,8 millones de TM, niveles muy superiores a los 1,7 millones de TM estimados en el MMM. Si bien se ha hecho un ajuste a la segunda temporada de pesca (de 1,8 millones de TM a 1,0 millón de TM), el mayor peso de la primera temporada implica un mayor crecimiento para el sector en el año. En el caso de hidrocarburos, se materializó un riesgo contemplado en el MMM: el impacto adverso del menor precio de petróleo sobre la producción de los principales lotes (producción total cayó -15,5% en el 1S2015). Adicionalmente, se dieron factores puntuales, como mantenimiento de planta y la rotura del ducto transportador que contrajeron fuertemente la producción de LGN y gas natural en abril y mayo, condicionando el resultado del año³⁰.

Se revisa a la baja el crecimiento real de las exportaciones no tradicionales (de 4,5% a -2,5%), en un contexto de menor demanda externa por parte de América Latina y EE.UU. (65% de la demanda de los productos no tradicionales peruanos de mayor valor agregado). En el 1S2015, las exportaciones no tradicionales se contrajeron -7,5% (volumen: -4,9%) ante menores envíos, principalmente, de productos textiles y prendas de vestir (-27,2%), maderas y papeles (-13,4%), químicos (-7,6%) y sidero-metalúrgicos (-6,7%), por una menor demanda de los socios comerciales de la región y de EE.UU. Para el mismo periodo, ocurrió un caso similar con las exportaciones no tradicionales de nuestros principales pares de la región como Colombia (-5,2% textiles, -8,9% agropecuarios y -0,2% químicos), México (-16,9% plásticos y -11,1% químicos), Chile (-14,7% alimentos, -12,3% celulosa y papel y -11,7% químicos) y Brasil (-7,8% químicos)³¹. En este contexto, la manufactura no primaria exportable (40% de la manufactura no primaria total) mostrará una importante desaceleración respecto de lo esperado en el MMM (de 0,2% a -2,8%) por la menor fabricación de productos de prendas de vestir, textiles, químicos y sidero-metalúrgicos. Por su parte, la manufactura asociada al mercado interno se ajusta a la baja de 1,9% a -1,9%, afectada por el crecimiento menor al esperado de la demanda interna, que repercutirá en especial en la fabricación de productos: i) asociados al consumo (45% de la manufactura asociada al mercado interno) como productos de tocador y limpieza, alimentos, bebidas, farmacéuticos, lácteos y panadería; y ii) asociados a la construcción (28% de la manufactura asociada al mercado interno) como industria del hierro y acero, cemento, madera y muebles, materiales para la construcción, vidrio y otros minerales no metálicos. Así, la manufactura no primaria se revisó a la baja de 1,2% a -2,2%.

³⁰ En abril, la producción de LGN se contrajo -23,6% y en mayo -31,7% (la mayor caída que se tenga registro). Por su parte, la producción de Gas Natural cayó -8% en abril y -13% en mayo.

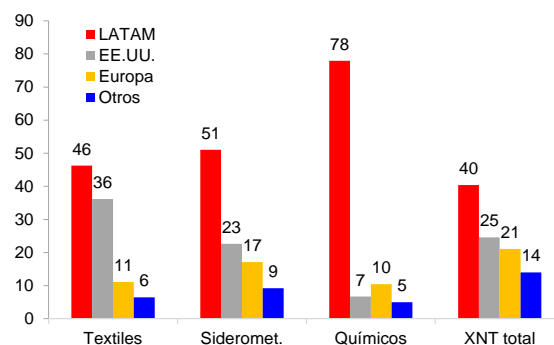
³¹ Información extraída de los Banco Centrales de México, Colombia, Chile y del TradeMap para Brasil.

Manufactura No Primaria Asociada al Mercado Interno y Exportable (Var.% anual)



Fuente: SUNAT, BCRP, PRODUCE, Proyecciones MEF.

Exportaciones No Tradicionales por Destinos (Estructura % del total, 2014)



La proyección de crecimiento del PBI para el 2016 también se revisa a la baja respecto del MMM, de 5,5% a 4,3%, en un contexto de inversión privada menor a la esperada, mayor caída de los términos de intercambio y ligera menor producción minera. En un contexto de debilidad de expectativas sumado al ciclo electoral, se revisa a la baja la proyección de crecimiento de la inversión privada de 3,0% a 2,0%, así como la de consumo privado de 4,5% a 3,6%. Por su parte, el riesgo de menor demanda de metales por parte de países emergentes, así como la salida de capitales desde metales hacia activos en dólares de bajo riesgo, ha generado una revisión de los términos de intercambio de -1,9% en el MMM de abril a -4,9%, lo que impactará en la inversión minera, la manufactura vinculada a la inversión y el ingreso disponible de la economía. De igual manera, la producción minera metálica se ajusta ligeramente a la baja de 12,7% a 10,5% debido a: i) un efecto base negativo, al tener una mayor producción de metales, especialmente, de cobre y oro durante el 2015, y ii) una proyección más conservadora de la producción inicial estimada de cobre de Las Bambas.

A pesar de la revisión a la baja respecto del MMM de abril, el crecimiento del PBI en el 2016 se acelerará respecto del 2015 (de 3,0% a 4,3%) debido a una mayor inversión pública, una mayor demanda externa que impulsará las exportaciones no tradicionales y un mayor volumen de producción minera. Tomando en cuenta los mayores riesgos externos e internos que puedan afectar la recuperación económica, se implementa, de forma preventiva, una política fiscal moderadamente expansiva en el 2016³², orientada a fortalecer la respuesta del Estado frente al FEN, así como hacia inversión pública, maximizando su efecto multiplicador sobre el resto de la economía³³. Junto a ello, tal como se había previsto en el MMM, se espera que el inicio de construcción de los proyectos de infraestructura adjudicados se acelere en los próximos años y se consolide como uno de los motores del crecimiento económico. Asimismo, se ejecutarán APP cofinanciadas como la Línea 2 del Metro de Lima, el Aeropuerto Internacional de Chinchero, los proyectos de irrigación Chavimochic III y Majes Siguan II (destrabado mediante adenda), la Red Dorsal Nacional de Fibra Óptica y la carretera Longitudinal de la Sierra (Tramo 2); a la vez que continuará desarrollándose la Modernización de la Refinería de Talara (obra pública). Con esto, la inversión pública crecerá 15,3% en el 2016 (7,2% en el MMM de abril) y alcanzará niveles equivalentes al 6,2% del PBI (promedio histórico 2004-2014: 4,6% del PBI), un nivel de inversión alto en términos internacionales. Asimismo, es importante señalar que los niveles de inversión de las APP auto sostenibles serán más altos en el 2016, gracias a la ejecución de proyectos como Gasoducto Sur Peruano, el Nodo Energético del Sur (Centrales Termoeléctricas de Ilo y Puerto Bravo), la línea de transmisión Mantaro-Montalvo, entre otros.

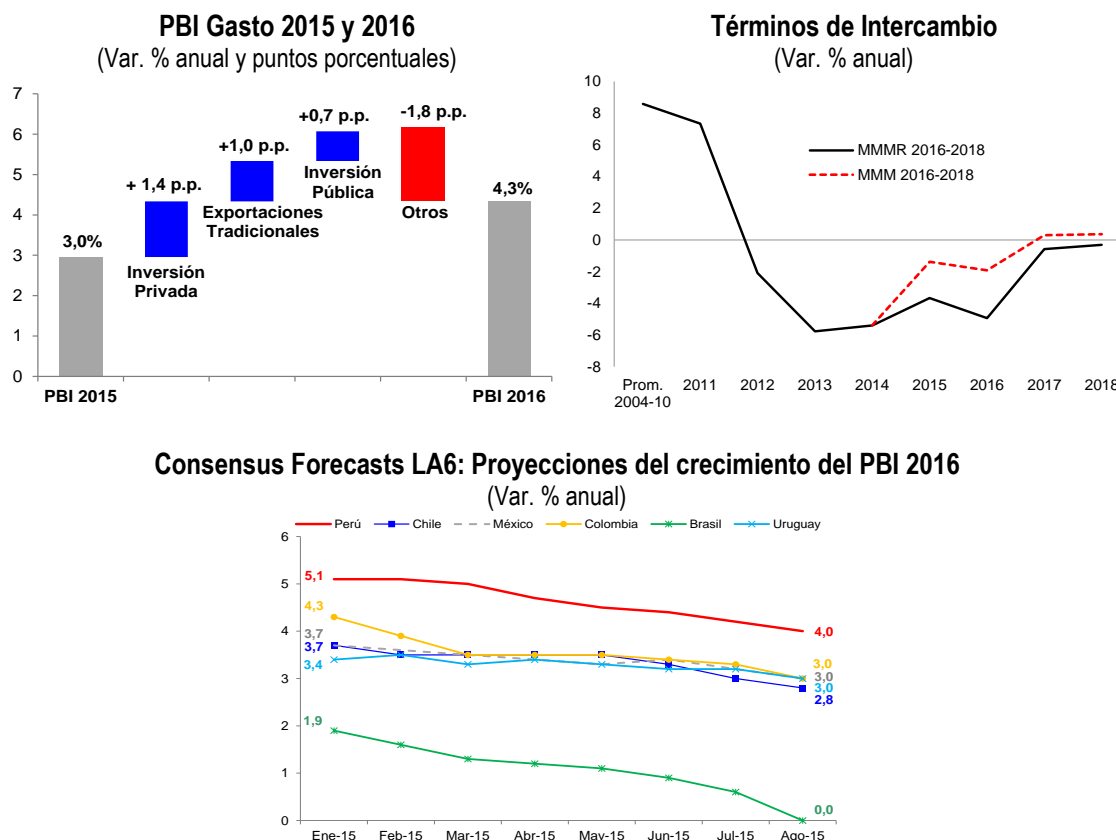
Por otro lado, se espera que el mayor crecimiento de los principales socios comerciales, en especial, de América Latina y EE.UU. impulse la demanda por las exportaciones no tradicionales, que crecerían 5,8%

³² Para ello, el Decreto de Urgencia 003-2015 dispone, de manera excepcional, que para el año fiscal 2016, la guía ex ante del resultado fiscal estructural del Sector Público No Financiero no podrá ser mayor a un déficit del 3,0% del Producto Bruto Interno (PBI), lo cual permitirá aplicar una política fiscal moderadamente contracíclica. Estos recursos serán destinados a financiar proyectos de inversión pública del Gobierno Nacional, Regional y Local y mantenimiento de infraestructura pública.

³³ Tal como se mostró en el MMM 2016-2018 (Recuadro: 8.3), en un estado de bajo crecimiento, el efecto multiplicador de la inversión pública es aproximadamente 60% mayor en cuanto su impacto sobre el PBI en comparación con el efecto del gasto de consumo.

en el 2016 (volúmenes: 6,7%). También se espera un mayor crecimiento de la minería metálica dado el inicio de la producción del proyecto Las Bambas, Ampliación de Cerro Verde, mayor producción de proyectos como Toromocho y Constancia, así como por la recuperación de la producción de Antamina.

Cabe destacar que las proyecciones de crecimiento del consenso de mercado para el 2016 también han sido revisadas a la baja en los últimos meses tanto para Perú como para el resto de países de la región, aunque la economía peruana se mantiene entre los líderes de crecimiento en la región, en especial, entre las economías financieramente integradas. Entre enero y agosto 2015, la proyección de crecimiento 2016 de Perú se ha revisado de 5,1% a 4,0%; Colombia de 4,3% a 3,0%; Chile de 3,7% a 2,8%; México de 3,7% a 3,0%; Uruguay de 3,4% a 3,0% y Brasil de 1,9% a 0,0%.



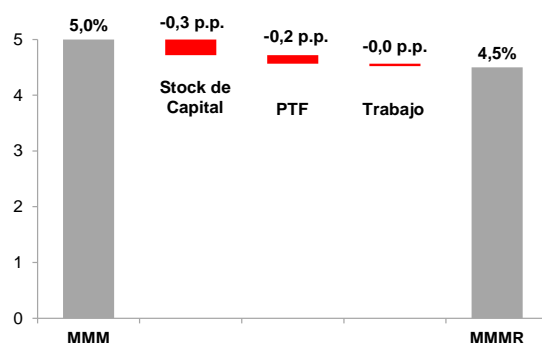
Fuente: BCRP, Latin American Consensus Forecasts - LACF (agosto 2015), Proyecciones MEF.

Hacia adelante, la economía peruana crecerá por encima de su potencial, que se estima cercano a 4,5%, lo que permitirá ir cerrando gradualmente la brecha del producto. El crecimiento potencial se revisa a la baja respecto al MMM 2016-2018, de 5,0% a 4,5% debido, principalmente, a la menor acumulación de capital (-0,3 p.p.) por menores flujos de inversión privada y pública; no obstante, a pesar de esta reducción, el crecimiento potencial de la economía peruana continuará liderando la región (2,3%)³⁴.

El entorno macroeconómico descrito en el presente MMM Revisado se presenta desafiante para la política económica: una economía que enfrenta un choque externo persistente con múltiples fuentes de riesgo, expectativas de los agentes económicos débiles *ad portas* de un proceso electoral, y una recuperación frágil y más lenta de lo esperado de las tasas de crecimiento. En este contexto, con el objetivo que este entorno macroeconómico no afecte en mayor magnitud la generación de empleo y permita seguir reduciendo la pobreza, el Poder Ejecutivo solicitó facultades delegadas en materia administrativa, económica, financiera, y en seguridad ciudadana. Actualmente se estima el crecimiento potencial de la economía cercano a 4,5%. A fin de retomar tasas de crecimiento potencial por encima de 6,0% en los próximos años, la actual administración ha diseñado y viene implementando medidas orientadas a fortalecer el capital humano, diversificar la estructura productiva, impulsar la infraestructura y reducir la "tramitología" y sobrecostos. Este esfuerzo reformador requerirá ser continuado y profundizado en el siguiente quinquenio.

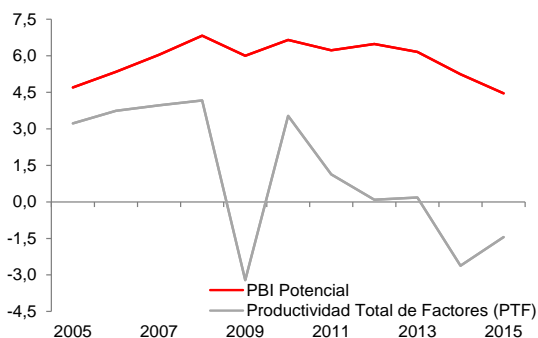
³⁴ Según, World Economic and Market Developments – Presentación de Oliver Blanchard.

Contribución al Crecimiento Potencial 2015-2018 (Puntos porcentuales, p.p.)



Fuente: BCRP, INEI, Estimaciones y Proyecciones MEF.

PBI Potencial y PTF 2005-2015 (Var. % anual)



En el frente externo, el déficit en cuenta corriente para el 2015 se ha revisado a la baja de 4,6% a 4,0% del PBI en un contexto de menor actividad económica; en el mediano plazo, el déficit en cuenta corriente se irá reduciendo gradualmente a niveles de 2,0% del PBI en el 2018, como reflejo del inicio de producción de nuevos proyectos mineros de cobre como Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde, y la estabilización de los precios de metales que exportamos. Vale mencionar que, bajo el enfoque de flujo de caja (que mide solo la salida efectiva de divisas a través de la deducción de la reinversión de las utilidades en la cuenta de renta de factores), el déficit en cuenta corriente promedio 2015-2018 se ubicará en 1,7% del PBI, en lugar de 3,0% del PBI promedio del periodo bajo estándar internacional contable.

Entre 2015-2018 los flujos de capital privado de largo plazo (promedio 2,9% del PBI) permitirán financiar el déficit en cuenta corriente. En particular, los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED), alcanzarán en promedio el 2,7% del PBI, retornando a los niveles previos al *boom* de commodities. En tanto, los préstamos de largo plazo del sector privado serán en promedio el 0,2% del PBI, inferior a lo proyectado en abril (MMM: 0,4% del PBI), en línea con condiciones crediticias más estrictas a nivel mundial. Se debe indicar que los flujos de IED que son, principalmente, reinversión de utilidades y aportes nuevos de capital del inversionista directo, no constituyen una obligación de deuda y en la medida que se mantengan o aumenten, ayudan a incrementar la fortaleza externa de la economía. Por ejemplo, a pesar del bajo crecimiento del PBI, en el 1T2015 el 66% de las utilidades totales de no residentes fue reinvertido en la economía local destacando en el sector servicios (90%), financiero (82%) y energía (75%).

En cuanto a los riesgos internos presentados en el MMM de abril, se ha incrementado la probabilidad de ocurrencia de un escenario de deterioro de expectativas del sector privado, así como de un Fenómeno El Niño de magnitud entre fuerte y extraordinario, similar al episodio 1997-1998. Respecto a éste último, el Comité Multisectorial encargado del Estudio Nacional del Fenómeno "El Niño" (ENFEN) menciona, en su Nota Técnica N° 02-2015 del 28 de agosto, que existe un 95% de probabilidad que El Niño costero continúe durante el verano 2015-16, con una probabilidad de 55% que alcance una magnitud fuerte o extraordinaria. Asimismo, con información al 19 de agosto, la temperatura superficial del mar se encuentra en niveles algo menores a los registrados en 1997. Así, tal como se señaló en el MMM de abril, la materialización de un FEN de magnitud fuerte o extraordinaria (similar a 1997-1998) podría desviar el crecimiento de la economía hasta en 3 puntos porcentuales respecto del escenario base, debido a una menor producción de sectores primarios y destrucción de infraestructura³⁵.

Además, existen dos nuevos riesgos que podrían generar un sesgo a la baja en la proyección de crecimiento presentada en el presente MMM Revisado:

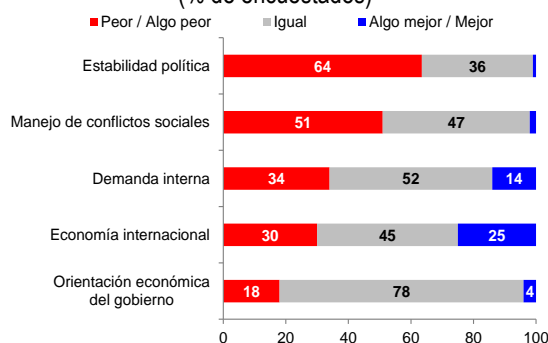
1. Mayor incertidumbre de cara a las elecciones presidenciales del próximo año que podría acrecentar la persistencia que suelen tener los choques de expectativas. Al respecto, cabe indicar que, según el último sondeo de APOYO Consultoría, el deterioro en el escenario político constituía el factor de mayor

³⁵ Ver sección de Finanzas Públicas, para mayor detalle sobre las medidas adoptadas (de manera preventiva) y las que se adoptarían de concretarse el riesgo por la presente administración.

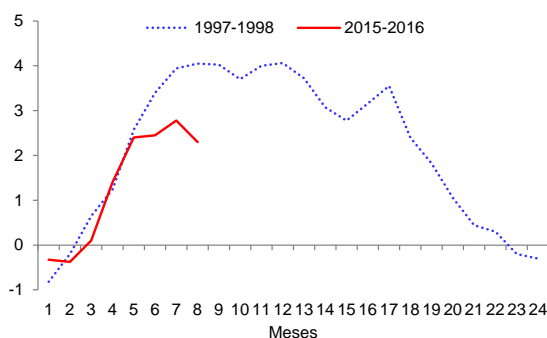
riesgo para el entorno de negocios en los próximos 12 meses. La materialización de este escenario de riesgo reduciría la inversión privada, la generación de empleo y el consumo privado. En cuanto al consumo privado, se suma otro riesgo: alza de precios que limite la capacidad de gasto de las familias. Así, de acuerdo a APOYO Consultoría³⁶, “en los últimos doce meses, algunos precios de bienes y servicios clave en la canasta de consumo como alimentos, tarifas eléctricas y pasajes, registraron incrementos importantes. Por eso, el alza de precios ha sido la mayor causa de deterioro en la confianza para consumir durante los últimos meses. En agosto, esta preocupación se mantuvo y cerca de 20% de las familias considera que los precios son más altos que hace doce meses (menos de 10% hace un año). Esto sugiere que la inflación ha seguido afectando la capacidad de consumo de las familias. En particular, esto impacta más a los Niveles Socioeconómicos de menores ingresos, porque estos productos clave representan una mayor proporción de su canasta de consumo y no tienen ahorros a los que recurrir para compensar la subida de precios”.

2. Mayor desaceleración del crédito, en especial, a empresas, a pesar de los esfuerzos del BCRP por inyectar liquidez al sistema financiero.

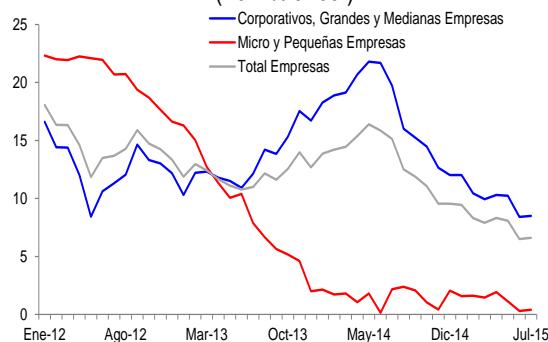
Desempeño esperado de factores claves del entorno de negocios en los próximos 12 meses¹ (% de encuestados)



Región El Niño 1 + 2: Anomalías de la Temperatura Superficial del Mar (Grados Centígrados)



Crédito al Sector Privado: Empresas (Var. % anual)



1/ Respecto a los 12 meses anteriores.

Fuente: APOYO Consultoría, National Oceanic Atmospheric Administration (NOAA), BCRP.

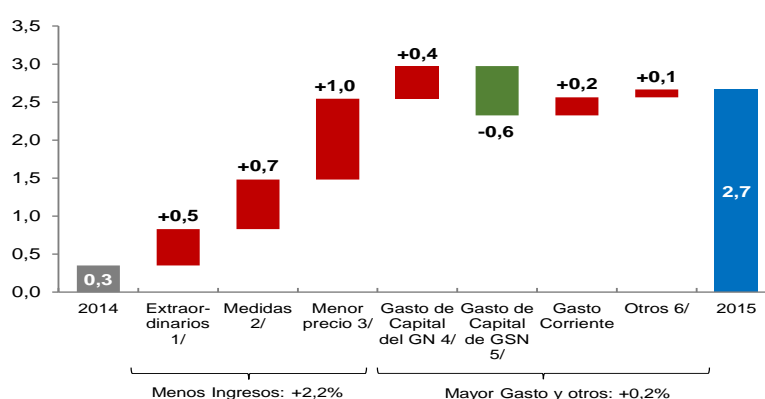
³⁶ Informe SAE, 28 de agosto.

4 FINANZAS PÚBLICAS

Las proyecciones fiscales del presente MMMR son consistentes con el cumplimiento de las reglas fiscales vigentes previstas en la Ley N° 30099, Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LFRTF)³⁷.

La posición fiscal es expansiva en el 2015, con un déficit fiscal de 2,7% del PBI, por encima del previsto en el MMM de abril (2,0% del PBI) y del déficit registrado en el año 2014 (0,3% del PBI); sin embargo, la subejecución de inversión pública regional y local limita el efecto multiplicador de esta política fiscal expansiva. El mayor déficit fiscal respecto del año pasado se explica por los menores precios de *commodities*, el menor ritmo de crecimiento de la economía, las medidas tributarias decretadas el año pasado para ganar competitividad y el mayor gasto público, sobre todo del Gobierno Nacional.

Déficit fiscal del Sector Público no Financiero
(% del PBI)



1/ Ingresos excepcionales en el Impuesto a la Renta de No Domiciliados por S/. 2 748 millones (0,5% del PBI) que se registraron en el 2S2014 y no se repetirán en el 2015.

2/ Medidas tributarias aprobadas en el 2014, las cuales tienen un costo fiscal de 0,7% del PBI para el 2015.

3/ Principalmente se refiere al impacto en la reducción del índice de precios de exportación, el cual caerá en 12,8% para el 2015.

4/ GN se refiere a Gobierno Nacional.

5/ GSN se refiere a Gobiernos Subnacionales.

6/ Mayor déficit de Empresas Públicas, menor pago de intereses y efecto del PBI Nominal.

Fuente: BCRP, MEF, Proyecciones MEF.

Respecto del MMM de abril, el mayor déficit fiscal 2015 se explica por una menor generación de ingresos fiscales en alrededor de S/. 4 300 millones (0,7% del PBI), principalmente por los menores ingresos vinculados a la demanda interna en un contexto de menor inversión privada. Por su parte, la inversión pública regional y local se ha reducido respecto del MMM de abril en aproximadamente S/. 1 300 millones; esta caída será contrarrestada parcialmente por el esfuerzo del Gobierno Nacional por mantener una alta tasa de crecimiento de la inversión pública y mayores compensaciones en torno a S/. 750 millones al Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles (FEPC). Así, en el 1S2015 la inversión pública del Gobierno Nacional ha registrado un crecimiento históricamente alto de 16,4%, en especial en sectores como Transportes y Comunicaciones, Educación y Salud, pero no ha sido suficiente para compensar la caída de la inversión pública regional (-31,3%) y local (-40,2%).

Dada la fuerte subejecución regional y local en el 1S2015, se han adoptado medidas para acelerar el impulso del gasto público en el 2S2015. Así, mientras que en países como Colombia, México y Chile se han recortado los presupuestos públicos, subido las tasas impositivas, creado impuestos

³⁷ En línea con este marco normativo, el Decreto de Urgencia N° 003-2015 establece medidas excepcionales en el marco de la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LFRTF). En su artículo 2 señala que para el año fiscal 2016 la guía ex ante del resultado fiscal estructural del Sector Público No Financiero no podrá ser mayor a un déficit del 3,0% del Producto Bruto Interno (PBI). Agrega el citado decreto de urgencia que la guía ex ante para los años fiscales siguientes al 2016, considerará una reducción anual no menor a 0,5% del Producto Bruto Interno (PBI), hasta llegar a la guía ex ante del resultado fiscal estructural del Sector Público No Financiero establecida en el artículo 3 de la Ley N° 30099, y que esta se aprobará mediante una Ley a propuesta del Poder Ejecutivo.

y sobretasas, en el Perú se ha hecho uso de la fortaleza fiscal, reduciendo la carga tributaria de las empresas y familias, y adoptando medidas que aseguren una expansión del gasto público. En este sentido, el Poder Ejecutivo, en el marco de la delegación de facultades otorgadas por el Congreso de la República, publicó el pasado 4 de julio el Decreto Legislativo N° 1176 que busca agilizar la inversión pública y el gasto en mantenimiento y equipamiento, a través de la reasignación de recursos desde las entidades públicas con alta subejecución (oferta de fondos) hacia las entidades públicas con una demanda efectiva de ejecución. Esta medida permitirá, en primer lugar, impulsar la inversión pública y, en segundo lugar, expandir el gasto en equipamiento y mantenimiento, que es de más rápida ejecución que la inversión, en lo que resta del año. Cabe señalar que el crecimiento del consumo público, variable que incluye el gasto en mantenimiento y equipamiento, se ha revisado al alza de 6,2% en el MMM a 6,5%. A esto se añadiría una aceleración en el ritmo de ejecución respecto del 1S2015 de la inversión del Gobierno Nacional, como reflejo de la puesta en ejecución de importantes proyectos de infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima.

La actual administración, ha venido tomando medidas para reducir la vulnerabilidad ante riesgos de desastres, como el Fenómeno El Niño, y mejorar la atención de estas emergencias por alrededor de S/. 7 300 millones entre 2011-2015. Una de estas medidas es el Programa Presupuestal de Reducción de la Vulnerabilidad y Atención de Emergencias por Desastres (que incluye los recursos no ejecutados el año pasado de la Ley N° 30191, alrededor de S/. 700 millones) en el Marco del Presupuesto por Resultados por S/. 2 148 millones en lo que va del año.

Durante el 2016, de forma preventiva, la política fiscal será moderadamente expansiva para darle soporte a la recuperación económica esperada, tomando en cuenta la elevada probabilidad de materialización y el fuerte impacto de algunos riesgos como el Fenómeno El Niño de magnitud fuerte o extraordinaria, una desaceleración abrupta de la economía china, entre otros. Para ello, el Decreto de Urgencia 003-2015 dispone, de manera excepcional para el año 2016, incrementar el límite de gasto no financiero en 0,5% del PBI (S/. 3 000 millones) a través de una guía ex ante del resultado fiscal estructural del Sector Público No Financiero que no podrá ser mayor a un déficit del 3,0% del PBI. En particular, los recursos serán destinados a financiar las acciones de respuesta frente al Fenómeno El Niño, así como maximizar el efecto multiplicador de la política fiscal sobre la actividad económica, a través de una mayor inversión pública y obras de mantenimiento de infraestructura pública. Asimismo, se reducirá gradualmente el déficit fiscal estructural hasta que converja a la guía ex ante de -1% del PBI, manteniendo el compromiso con la disciplina fiscal, la estabilidad del marco macro fiscal vigente y el restablecimiento del espacio fiscal para ser utilizado cuando sea necesario.

A pesar de la caída de ingresos fiscales, se incrementa el nivel de gasto señalado en el MMM de abril en S/. 3 000 millones, con el objetivo de evitar una política fiscal procíclica en caso se materialicen los escenarios de riesgo contemplados y reduzcan los ingresos fiscales proyectados. La caída de los ingresos estructurales se explica principalmente por los menores ingresos estructurales no vinculados a los recursos naturales, en un contexto de revisión a la baja del PBI potencial de 5,0% a 4,5%. Tomando esto en cuenta, el mayor impulso de gasto será financiado con mayor endeudamiento público, en un entorno caracterizado por la solidez de los fundamentos de la economía peruana.

En este contexto, el nivel de endeudamiento 2015 se ha revisado al alza de 20,7% (MMM de abril) a 22,9% del PBI para estabilizarse en niveles promedio de 25,1% del PBI para el periodo 2016-2018. Así, se mantendrá como uno de los niveles más bajos entre las economías emergentes y entre aquellas con similar calificación crediticia. Es necesario un manejo eficiente de los activos financieros del sector público en el marco de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, con el objetivo de estabilizar la trayectoria del ratio de deuda pública sobre PBI, manteniendo un perfil de riesgo bajo, y mitigando parcialmente el menor espacio fiscal en el horizonte del MMMR.

En cuanto a la política de financiamiento, en el marco de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, el Ministerio de Economía y Finanzas ha venido implementando una política de financiamiento orientada a profundizar el mercado de capitales doméstico, incrementar la participación de la moneda local en el portafolio de deuda pública y optimizar su perfil de vencimientos, minimizando el costo financiero y el riesgo de refinanciamiento. En este sentido, durante el último año, se implementaron varias operaciones en el mercado de capitales internacional, destinadas a financiar necesidades futuras y mejorar el perfil de

deuda. Al respecto, se realizaron intercambios de instrumentos de deuda en soles y dólares, por emisiones en soles, las cuales se han convertido en las referencias más líquidas de la curva de rendimientos de bonos soberanos. De otro lado, tácticamente se emitieron bonos globales ya existentes de largo plazo, con la finalidad de aprovechar las favorables condiciones de tasas en dólares en niveles mínimos. De ser necesario y ante un contexto donde se prevé mayores tasas de interés y presiones depreciatorias, se continuará aprovechando las condiciones favorables en los mercados financieros para prefinanciar necesidades de financiamiento de años posteriores.

La solidez de los fundamentos de la economía peruana se refleja en la exitosa emisión de deuda en dólares para pre financiar las necesidades de financiamiento en moneda extranjera del 2016, realizada el pasado 18 de agosto. Se emitió el Bono Global 2027 por un monto de US\$ 1 250 millones a una tasa de rendimiento de 4,15%, convirtiéndose así en la referencia líquida para la parte media de la curva de rendimiento del Perú. A pesar de la turbulencia financiera existente en esos días, la emisión tuvo una demanda total de aproximadamente US\$ 5 400 millones, 4,3 veces la oferta, demostrando la confianza de los inversionistas en la economía peruana. Cabe resaltar que el Gobierno Peruano no emitía una nueva referencia en dólares americanos desde el año 2010, por lo que esta emisión contribuye a contar con una curva de rendimientos más completa y eficiente. Por su parte, el 28 de agosto pasado, la agencia calificadora de riesgo Standard & Poor's mantuvo la perspectiva y calificación crediticia de la economía peruana y señaló que "...Perú mantiene buenas condiciones para conducir una política contracíclica moderada dado los niveles de deuda neta de menos de 10% del PBI"³⁸.

En un contexto de reducción del potencial de crecimiento en el mediano plazo, la consolidación fiscal no debe afectar el despliegue de la inversión pública, en especial, la vinculada a infraestructura de envergadura. En el 2016, la inversión pública crecerá 15,3%, por encima del PBI, y hacia adelante se mantendrá en niveles equivalentes al 6,2% del PBI (promedio histórico 2004-2014: 4,6%), registro alto en términos comparativos internacionales. De igual manera, en el periodo 2006-2014 la inversión bajo la modalidad de Asociaciones Público Privadas era equivalente al 6,6% de la inversión pública, mientras que se proyecta que esta participación aumente hasta 17,3% en el periodo 2016-2018.

Asimismo, por el lado de ingresos y sin distorsionar las decisiones de inversión y consumo, el otro reto está en implementar medidas tributarias orientadas a impulsar la equidad y eficiencia del sistema tributario, ampliando la base tributaria, racionalizando las exoneraciones tributarias, mejorando la tributación municipal y alineando el sistema de impuestos selectivos en función a la externalidad negativa. Las reformas estructurales conllevan un costo fiscal, y la única forma de financiarlas de forma sostenible en el tiempo es a través de la generación de ingresos fiscales permanentes.

Bajo un escenario en el cual se materialicen riesgos como una desaceleración abrupta de China o Fenómeno El Niño de magnitud fuerte o extraordinaria, la posición de la política fiscal sería más expansiva, a través de una mayor inversión pública en proyectos priorizados y de rápida ejecución, gasto de mantenimiento y equipamiento. Ante ello, el Ejecutivo ha dispuesto un impulso fiscal moderadamente expansivo para el caso de un Fenómeno El Niño de magnitud fuerte o extraordinaria donde se está asignando S/. 3 000 millones. Cabe señalar que, de acuerdo al proyecto de ley de presupuesto público 2016, dichos recursos se encuentran asignados a la reserva de contingencia y, por lo tanto, su uso es exclusivamente para dar respuesta al Fenómeno El Niño. De no materializarse esta contingencia, estos recursos no serían utilizados. En caso el impacto del Fenómeno El Niño fuese mayor al esperado y se requiriesen de mayores recursos, cabe señalar que el Estado cuenta, adicionalmente, con líneas de crédito contingentes para acciones específicas de atención de desastres naturales (Terremoto o un Fenómeno de El Niño) por alrededor de US\$ 1 200 millones (0,7% del PBI). El tercer frente de defensa, en caso las líneas contingentes no fuesen suficientes, es el Fondo de Estabilización Fiscal.

³⁸ Research Update, 28 de agosto 2015. Standard & Poor's.

Resumen de las cuentas fiscales – Sector Público No Financiero
(Millones de Nuevos Soles y % del PBI)

	2014	MMM 2016-2018				MMMR 2016-2018			
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
I. INGRESOS DEL GOBIERNO GENERAL	128 561	126 942	136 393	145 506	154 853	122 635	130 820	139 270	148 302
% del PBI	22,4	20,7	20,7	20,4	20,1	20,2	20,3	20,0	20,0
INGRESOS ESTRUCTURALES DEL GG^{1/}	121 169	124 201	134 875	144 626	154 616	120 722	130 606	139 735	149 329
% del PBI	21,1	20,2	20,4	20,3	20,1	19,8	20,3	20,1	20,1
II. GASTOS NO FINANCIERO DEL GG	123 978	132 046	139 250	145 824	153 403	131 257	142 250	147 998	154 270
% del PBI	21,6	21,5	21,1	20,5	20,0	21,6	22,1	21,3	20,8
2.1. GASTOS CORRIENTES	89 533	95 594	100 684	104 677	108 722	96 144	102 076	105 618	109 798
% del PBI	15,6	15,6	15,3	14,7	14,1	15,8	15,9	15,2	14,8
2.2. GASTOS DE CAPITAL	34 445	36 452	38 565	41 147	44 682	35 113	40 174	42 379	44 472
% del PBI	6,0	5,9	5,8	5,8	5,8	5,8	6,2	6,1	6,0
III. RESULTADO PRIMARIO DE EMPRESAS PÚBLICAS	-342	-1 141	-1 388	-1 256	-35	-1 141	152	-500	-527
% del PBI	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
IV. RESULTADO PRIMARIO (I - II + III)	4 241	-6 245	-4 244	-1 574	1 414	-9 763	-11 278	-9 228	-6 495
% del PBI	0,7	-1,0	-0,6	-0,2	0,2	-1,6	-1,8	-1,3	-0,9
V. INTERESES	6 250	6 299	7 295	8 260	8 878	6 452	8 133	8 948	9 736
% del PBI	1,1	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1	1,3	1,3	1,3
VI. RESULTADO ECONÓMICO (IV-V)	-2 009	-12 544	-11 539	-9 833	-7 464	-16 215	-19 411	-18 175	-16 231
% del PBI	-0,3	-2,0	-1,7	-1,4	-1,0	-2,7	-3,0	-2,6	-2,2
VII. RESULTADO ECONÓMICO ESTRUCTURAL^{1/}	-9 400	-15 284	-13 057	-10 713	-7 701	-18 129	-19 624	-17 711	-15 204
% del PBI	-1,6	-2,5	-2,0	-1,5	-1,0	-3,0	-3,0	-2,5	-2,0
VIII. SALDO DE DEUDA PÚBLICA	115 386	127 378	141 839	151 113	160 133	139 245	159 606	177 411	185 251
% del PBI	20,1	20,7	21,5	21,2	20,8	22,9	24,8	25,5	25,0

Nota: GG se refiere al Gobierno General.

1/ Para la estimación de las cuentas fiscales estructurales se utilizó la metodología aprobada por la Resolución Ministerial N° 037-2014-EF/15.

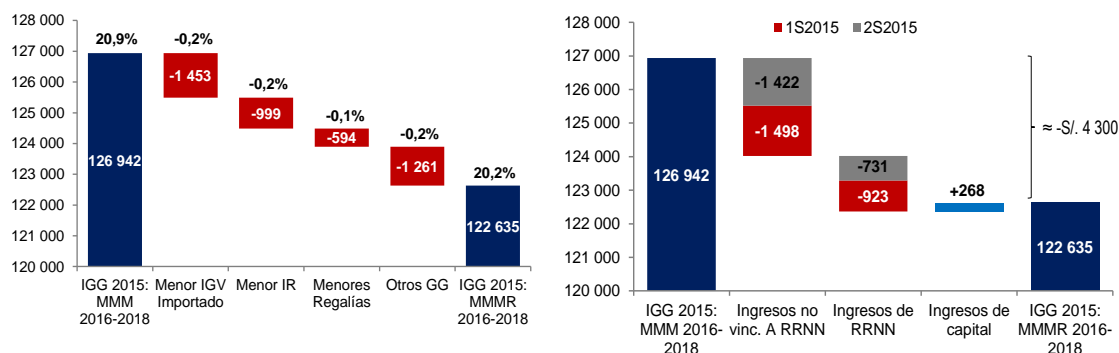
Fuente: BCRP, MEF, Proyecciones MEF.

Ingresos

Los ingresos fiscales del Gobierno General 2015 se han revisado a la baja en S/. 4 300 millones respecto del MMM de abril, principalmente los vinculados a la demanda interna en un contexto de menor inversión privada. Con esto, los ingresos fiscales del Gobierno General caerán 7,6% en términos reales, siendo equivalentes a 20,2% del PBI en el 2015, el menor registro desde la última crisis internacional en el año 2009. Cerca del 70% de la revisión se concentró en los ingresos no ligados a minería e hidrocarburos que caerán 4,6% en el 2015: impuesto a la renta (IR) sin considerar estos sectores (-10,4%), e IGV importado (-4,5%). El resto de la revisión a la baja se explicó por la menor producción petrolera en un contexto de bajos precios internacionales del petróleo. Al respecto, se espera que el IR de tercera categoría del sector hidrocarburos caiga 52,2% en el año, mientras que las regalías gasíferas y petroleras caerán 36,9% y 52,2%, respectivamente. De acuerdo a SUNAT, el costo fiscal bruto de las medidas tributarias adoptadas el año pasado se ha revisado a la baja respecto del MMM de abril, lo que atenuará el efecto de menor crecimiento de la actividad económica sobre la revisión de los ingresos fiscales. Según SUNAT, el costo bruto de las medidas tributarias para este año será equivalente a S/. 3 977 millones, S/. 584 millones menos que lo reportado en el MMM de abril. Las principales diferencias se encuentran: (i) en el impuesto a la renta (S/. 348 millones menos) y (ii) en el IGV (S/. 120 millones menos).

Cambio en la proyección de Ingresos del Gobierno General (IGG) en el 2015

(Millones de Nuevos Soles, % del PBI^{1/})



1/ Para los ratios se utiliza el mismo PBI Nominal. Se considera un PBI de S/. 608 mil millones (PBI del 2015).

Fuente: MEF, Proyecciones MEF.

SUNAT: Costo de las Medidas Tributarias, 2015-2018

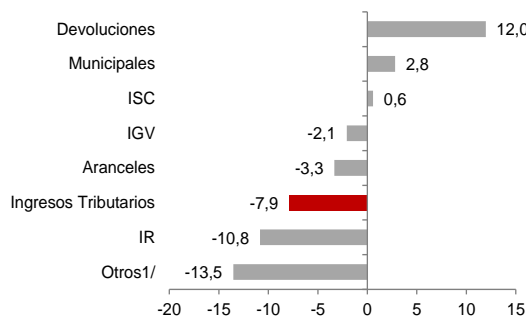
(Millones de Nuevos Soles)

Tributo	MMM 2016-2018				MMMR 2016-2018			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
IR	-3 177	-4 131	-5 322	-5 511	-2 829	-3 816	-4 882	-5 025
IGV	-611	-654	-700	-746	-491	-528	-571	-610
ISC	-231	-247	-265	-282	-216	-233	-252	-269
Aranceles	-133	-142	-152	-162	-110	-125	-131	-136
Otros	-301	-232	-248	-264	-306	-231	-250	-267
Devoluciones	2	147	157	168	83	328	340	353
Contribuciones sociales	-109	-116	-125	-133	-108	-116	-125	-134
Costo Bruto	-4 561	-5 375	-6 654	-6 930	-3 977	-4 721	-5 871	-6 086

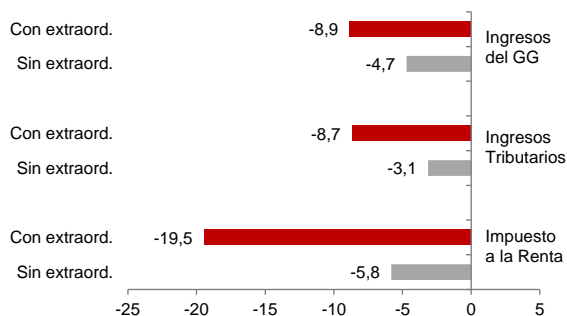
Fuente: SUNAT.

A pesar que se espera una aceleración en el crecimiento de la actividad económica en lo que resta del año, el ritmo de caída de los ingresos fiscales –principalmente los tributarios (75% de los ingresos fiscales)- sería ligeramente mayor al registrado en el 1S2015 (-6,5%) debido a un efecto base de ingresos extraordinarios del 2S2014. En agosto y noviembre del año pasado se realizó la venta de Las Bambas y Petrobras, lo cual generó una recaudación de S/. 2 748 millones en el IR de No Domiciliados. Este factor no estará presente en esta segunda mitad del año y hará que los ingresos fiscales caigan 8,9% y los tributarios en 8,7% (1S2015: -7,9%). De no considerarse estos ingresos extraordinarios, en el 2S2015 los ingresos fiscales caerían 4,7% y los ingresos tributarios en 3,1%. En contraste, se espera que el IGV interno crezca a un mayor ritmo (3,7% en el 2S2015 y 2,2% en el 1S2015), en línea con la aceleración esperada de la demanda interna. Por otro lado, las regalías (gasíferas, petroleras y mineras) y gravamen especial minero caerían 35,0% en el 2S2015, por debajo del 42,9% registrado en el 1S2015, en la medida que la caída de los precios de materias primas que exportamos se intensificó en la segunda parte del año pasado.

Ingresos Tributarios del Gob. General enero – junio 2015, principales cuentas (Var. % real anual)



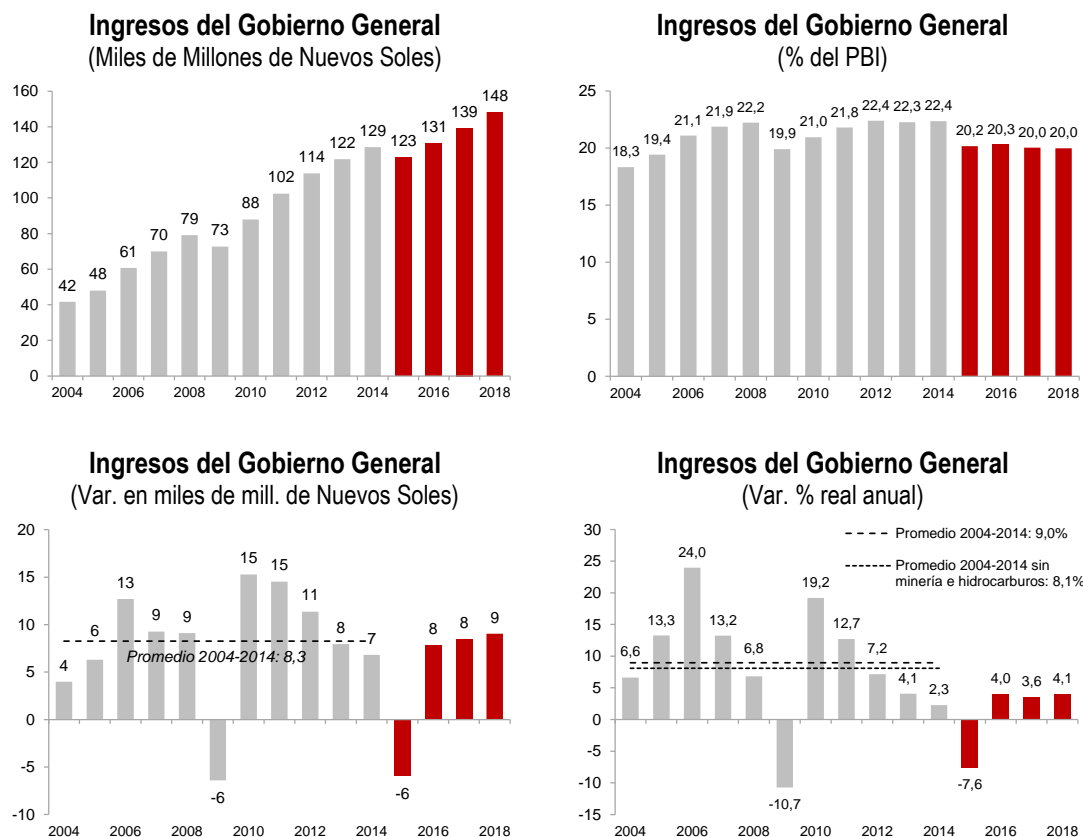
Ingresos Fiscales y Efecto Extraordinario, julio-diciembre 2015 (Var. % real anual)



1/ Considera pagos por ITF, ITAN, IEM, Fraccionamientos, Casinos y Tragamonedas y Otros ingresos a la producción y consumo, entre otros.

Fuente: SUNAT, BCRP, Proyecciones MEF.

En el periodo 2016-2018, los ingresos fiscales del Gobierno General mantendrán un crecimiento anual promedio de 3,9%, debido a la recuperación de la demanda interna, mayor producción minera y la estabilización de los precios de materias primas. Con esto, los ingresos fiscales se incrementarán anualmente en aproximadamente S/. 8,5 mil millones, cifra similar al promedio histórico 2004-2014. En un contexto en el cual se adoptaron medidas tributarias con el objetivo de obtener ganancias de competitividad tributaria y estandarización hacia esquemas tributarios de países de la OECD, se proyecta que el crecimiento de los ingresos fiscales estará liderado por los ingresos no tributarios del Gobierno General (por ejemplo, las regalías) que crecerán 5,5%³⁹, como reflejo de la entrada en producción de los nuevos proyectos mineros. Se debe enfatizar que dichos proyectos tienen un rezago en el pago de IR debido a que cuentan con un régimen de depreciación acelerada, pero, a pesar de ello, sí pagarán regalías. Por otro lado, en el 2017, se llevará a cabo la segunda reducción de la tasa impositiva de IR a empresas, lo que será un factor que limitará el mayor dinamismo de los ingresos tributarios (crecimiento promedio 2016-2018: 3,5%).



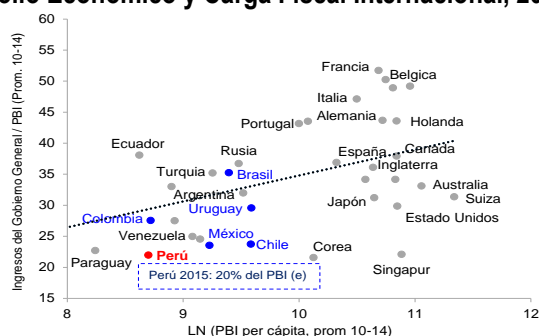
Fuente: SUNAT, MEF, BCRP, Proyecciones MEF.

En adelante, el contexto económico internacional es más adverso e incierto para la economía peruana por lo cual será clave implementar medidas tributarias para aumentar la recaudación, fortalecer el espacio fiscal y financiar las reformas estructurales que se requieren. Estas deben estar orientadas a impulsar la equidad y eficiencia del sistema tributario, ampliando la base tributaria, racionalizando las exoneraciones tributarias, mejorando la tributación municipal y alineando el sistema de impuestos selectivos en función a la externalidad negativa. También se deberán adoptar, entre otras, medidas administrativas como modernizar los sistemas de información de SUNAT para identificar a los sectores y segmentos de alta evasión, y fortalecer los esquemas de fiscalización y supervisión. De hecho, Países de América Latina (LA6)⁴⁰ muestran niveles de ingresos fiscales, en términos de PBI, muy por encima de lo registrado en Perú (promedio LA6: 28% vs Perú: 20%).

³⁹ Considera Ingresos No Tributarios del Gobierno Central e Ingresos del Resto del Gobierno General. No incluye Ingresos de Capital.

⁴⁰ Considera a los países de Brasil, México, Chile, Colombia, Uruguay y Perú.

Desarrollo Económico y Carga Fiscal Internacional, 2010-2014



Fuente: FMI-World Economic Outlook (Abril 2015).

Es importante resaltar que esta proyección no carece de riesgos. Tal como se ha señalado en las secciones de Panorama Macroeconómico Internacional y Panorama Económico Local, el entorno macroeconómico actual plantea muchos riesgos que, de materializarse, afectarían la recaudación esperada para los próximos años. Así, se estima que una caída de 10% de los precios de nuestros productos de exportación generaría una reducción en los ingresos del Gobierno General en alrededor de 0,7% del PBI. Es importante resaltar que este impacto es menor respecto de lo señalado en publicaciones anteriores debido a la menor importancia de los ingresos vinculados a recursos naturales en los ingresos fiscales. Si a esto se incorpora una reducción de un punto porcentual del crecimiento del PBI (de 3,0% a 2,0% para el 2015), los ingresos del Gobierno General caerían alrededor de 0,9% del PBI inicialmente estimado.

Gastos

La proyección de gasto no financiero del Gobierno General para este año se revisó a la baja, respecto del MMM de abril, en cerca de S/. 800 millones, como reflejo de un proceso de aprendizaje de las nuevas autoridades regionales y locales más lento de lo esperado. Es preciso enfatizar que la revisión a la baja del gasto público se vio contrarrestada parcialmente por el esfuerzo del Gobierno Nacional por mantener una alta tasa de crecimiento de la inversión pública y mayores compensaciones al Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles (FEPC). Con esto, la proyección de crecimiento anual del gasto público⁴¹ se ha revisado a la baja de 7,2% (consumo público: 6,2%; inversión pública: 9,3%) en el MMM a 4,9% (consumo público: 6,5%; inversión pública: 1,5%). En el 1S2015 la inversión pública regional y local – que en conjunto representan 63% de la inversión pública total – cayó -31,3% y -40,2%, respectivamente. La magnitud de estas caídas ha sido mayor a la ya contemplada en el MMM y refleja un proceso de aprendizaje más lento de lo esperado. En contraste, la inversión pública del Gobierno Nacional ha registrado un crecimiento históricamente alto de 16,4% en el 1S2015, en especial en sectores como Transportes y Comunicaciones, Educación y Salud, aunque no ha sido suficiente para compensar la caída regional y local. En cuanto al FEPC, se debe recordar que -de acuerdo al Decreto de Urgencia N° 001-2015- se buscó, de forma temporal, trasladar más rápidamente la caída del precio internacional del petróleo a los precios internos y además que, en caso de un incremento del precio internacional del petróleo, se mantuviese inalterada la banda de precios. En ese contexto, entre mediados de marzo e inicios de junio del presente año, el precio internacional del petróleo WTI registró una tendencia creciente desde niveles de US\$ 43,4 por barril a US\$ 61,4 por barril (incremento de 41,4%), generando obligaciones con los productores e importadores de combustibles. Así, para el 2015, se prevén compensaciones por alrededor de S/. 750 millones, de los cuales en junio se autorizó el pago de S/. 276 millones mediante el Decreto Supremo N° 154-2015.

Dada la fuerte subejecución regional y local en el 1S2015, se han adoptado medidas para acelerar el impulso del gasto público en el 2S2015. En el marco de la delegación de facultades otorgadas por el Congreso de la República, el Poder Ejecutivo publicó el pasado 4 de julio el Decreto Legislativo N° 1176 que busca agilizar la inversión pública y el gasto en mantenimiento y equipamiento, a través de la reasignación de recursos desde las entidades públicas con alta subejecución (oferta de fondos) hacia las entidades públicas con una demanda efectiva de ejecución. Esta medida permitirá, en primer lugar, impulsar

⁴¹ Se refiere al gasto contabilizado en el PBI. Se registra la inversión del Gobierno General y de las Empresas Estatales no Financieras. Cabe indicar que el registro de la inversión excluye gastos por concepto de pagos por avance de obras, expropiaciones, adelantos, etc.

la inversión pública y, en segundo lugar, expandir el gasto en equipamiento y mantenimiento, cuya ejecución es más rápida que la vinculada a la de proyectos de inversión. Cabe señalar que el crecimiento del consumo público, variable que incluye el gasto en mantenimiento y equipamiento, se ha revisado al alza de 6,2% en el MMM a 6,5% para el 2015.

A esto se suma, un mayor ritmo de ejecución de la inversión del Gobierno Nacional respecto del 1S2015, como reflejo de la puesta en ejecución de importantes proyectos de infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima. Así, en junio la inversión pública del Gobierno Nacional creció 29,8% en términos reales, casi el doble del ritmo de expansión anual registrado hasta el mes anterior (enero-mayo: 15,6%), lo que refleja un mes completo de obras del proyecto de Línea 2 del Metro de Lima, así como la ejecución del proyecto de mejoramiento de la avenida Néstor Gambeta-Callao. En el nivel de gobierno regional y local, la dinámica propia del proceso de aprendizaje de las nuevas autoridades (más lenta que lo proyectado en el MMM), junto con las medidas de acompañamiento que se han implementado desde el Gobierno Nacional, permitirá que se registren menores caídas o crecimientos en los siguientes meses⁴². Asimismo, en el caso del proyecto de la modernización de la refinería de Talara, también se espera una aceleración en el ritmo de ejecución pues, recientemente, la empresa comunicó que, al mes de junio, había ejecutado S/. 492 millones, principalmente, entre los meses de abril y junio.

Mientras que en países como Colombia, México y Chile se han recortado los presupuestos públicos, subido tasas impositivas, creado impuestos y sobretasas, en el Perú se ha hecho uso de la fortaleza fiscal, reduciendo la carga tributaria de las empresas y familias y adoptando medidas que aseguren una expansión del gasto público.

Medidas Fiscales implementadas en países de América Latina
Colombia
<p>Medidas Tributarias (ante la caída de precio de petróleo):</p> <ul style="list-style-type: none"> En diciembre de 2014, se aprobó una Reforma Tributaria que permitirá compensar parcialmente los menores ingresos fiscales del sector petrolero. Según estimaciones del Gobierno, la reforma permitirá recaudar en 2015 cerca de US\$ 2 mil millones (equivalente a 0,6% del PBI), solo la mitad de las pérdidas estimadas por menor recaudación. Las principales medidas de esta reforma consisten en: <ul style="list-style-type: none"> a) Mantener el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) hasta el 2018. b) Crear el Impuesto a la Riqueza para quienes posean patrimonios netos mayores a US\$ 410 mil. Para las personas jurídicas el impuesto disminuirá gradualmente y desaparecerá el 2018. c) Establecer una sobretasa al CREE (Impuesto a la Renta para la Equidad) que aumenta hasta el 2018. <p>Medidas de gasto:</p> <ul style="list-style-type: none"> El Gobierno de Colombia realizará un ajuste de gasto entre el 2015 y 2016, esencialmente en inversión, para garantizar el cumplimiento de la regla de déficit estructural. Para el 2015, el Gobierno Nacional efectuó un aplazamiento de 0,7% del PBI en su Presupuesto aprobado, que se traduce en una reducción de la inversión en 0,4 puntos porcentuales, hasta 2,6% del PBI. En esta misma línea, para el año 2016 se realizaron recortes adicionales en inversión pública, la cual disminuirá hasta 1,8% del PBI.
Chile
<p>Medidas Tributarias:</p> <ul style="list-style-type: none"> La Reforma Tributaria aprobada en setiembre del 2014, y que tendrá aplicación integral en el año 2018, proyecta una mayor recaudación equivalente en 0,8% del PBI en el 2015. Los ingresos permitirán financiar gastos estructurales como: la Reforma Educacional (aprobada a fines de enero por el Congreso), el fortalecimiento de la salud pública y protección social. Con ello, el Gobierno espera alcanzar la meta de Balance Estructural en el 2018. Las principales medidas de esta reforma son las siguientes: <ul style="list-style-type: none"> a) Aumentar el impuesto a la renta de grandes empresas (primera categoría) desde un 20% a fines del 2013, hasta un 27% en el sistema semi-integrado y 25% en el sistema integrado en el 2018. b) Crear nuevos impuestos a alcoholes, bebidas y modificación del impuesto al tabaco. c) Reducir costos y tiempos para la contabilidad de empresas. d) Postergar el pago del IVA y del impuesto sobre intereses ganados y no retirados en instrumentos de ahorro. e) Mantener subsidio al 85% de las viviendas vendidas de menor precio. En el 2016 ninguna vivienda con subsidio estatal tendrá IVA. f) Reducir el monto máximo de ventas permitido para acogerse al sistema de renta presunta. g) Crear nuevas normas antielusión y evasión.

⁴² En el 2011, primer año de administración de autoridades regionales y locales, la inversión pública subnacional cayó -40,0% en términos reales en el 1S2011 y solo -3,0% en el 2S2011 (con un 4T2011 creciendo 18%).

México

Medidas de gasto: recortes presupuestarios de 0,7% del PBI en el 2015 y alrededor de 0,8% del PBI en el 2016

- En enero 2015, el gobierno mexicano anunció recortes de gastos presupuestados en aproximadamente 0,7% del PBI⁴³ buscando reducir las necesidades de financiamiento en un año en el que el costo de endeudarse se elevará. Alrededor de 60% de este recorte se concentra en el sector energético (petróleo y electricidad), mientras que el resto implica la paralización indefinida de dos grandes proyectos ferroviarios, entre otros.
- Para el 2016, el gobierno anunció recortes presupuestales adicionales en alrededor de 0,8% del PBI. Este recorte se explica por el bajo precio del petróleo y por el vencimiento de las coberturas petroleras, que en la actualidad permiten transar el petróleo a US\$ 79 el barril, precio superior al actual de US\$ 41,1 el barril⁴⁴.

Fuente: Ministerios de Hacienda.

Es importante señalar que esta administración, de forma preventiva, ha venido adoptando medidas contra la ocurrencia de un Fenómeno El Niño (FEN). Entre el 2011-2015, se han tomado medidas para reducir la vulnerabilidad ante desastres y mejorar la atención de emergencias por alrededor de S/. 7 300 millones. Así, destaca el Programa Presupuestal de Reducción de la Vulnerabilidad y Atención de Emergencias por Desastres, en el Marco del Presupuesto por Resultados, el cual ha dado un impulso significativo en materia de prevención, así como las medidas adoptadas mediante la Ley N° 30191 de mayo 2014 (crédito suplementario por S/. 3 100 millones). Este impulso se ha incrementado en los últimos años, sobre todo en materia de prevención de posibles terremotos y en especial para prevenir contingencias de un FEN. Es así que en el 2011 se inició el Programa Presupuestal de Reducción de Vulnerabilidad y Atención de Emergencias por Desastres con un presupuesto de S/. 63 millones y para el 2015 (Presupuesto Institucional Modificado actual) viene cubriendo acciones de prevención por S/. 2 120 millones (33 veces más que lo programado para el año 2011). De la misma manera, las reasignaciones presupuestales contempladas en el Decreto Legislativo N° 1176, además de la alta capacidad de ejecución, tienen como criterio la atención de acciones de prevención y mitigación de desastres naturales.

Durante el 2016, de forma preventiva, la política fiscal será moderadamente expansiva para darle soporte a la recuperación económica esperada, tomando en cuenta la elevada probabilidad de materialización y el fuerte impacto de algunos riesgos como el Fenómeno El Niño de magnitud fuerte o extraordinaria, una desaceleración abrupta de la economía china, entre otros. Para ello, el Decreto de Urgencia 003-2015 dispone, de manera excepcional para el año 2016, incrementar el límite de gasto no financiero en 0,5% del PBI (S/. 3 000 millones) a través de una guía ex ante del resultado fiscal estructural del Sector Público No Financiero que no podrá ser mayor a un déficit del 3,0% del PBI. En particular, los recursos serán destinados a financiar proyectos de inversión pública del Gobierno Nacional, Regional y Local, y obras de mantenimiento de infraestructura pública, así como acciones de respuesta frente al Fenómeno El Niño. Asimismo, se reducirá gradualmente el déficit fiscal estructural hasta que converja a la guía ex ante de -1% del PBI, manteniendo el compromiso con la disciplina fiscal, la estabilidad del marco macro fiscal vigente y el restablecimiento del espacio fiscal para ser utilizado cuando sea necesario.

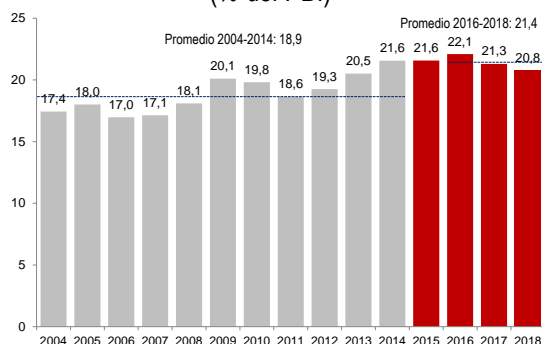
El proceso de reducción gradual del déficit fiscal que se contempla en el presente MMM a partir del 2017, busca no afectar la inversión pública, en especial bajo la modalidad de Asociaciones Público Privadas (APP), para no impactar negativamente en la recuperación económica de corto plazo ni en el potencial de crecimiento de mediano plazo. En el 2016, la inversión pública crecerá 15,3%, por encima del PBI, y hacia adelante se mantendrá en niveles equivalentes al 6,2% del PBI (promedio histórico 2004-2014: 4,6% del PBI), registro alto en términos comparativos internacionales. Asimismo, el impulso agresivo a los proyectos de infraestructura vía APP se reflejará en la dinámica de la inversión pública: a nivel de Gobierno General, se esperan pagos bajo la modalidad de APP por un monto anual promedio para el 2016-2018 de aproximadamente S/. 6,7 mil millones (1,0% del PBI), aprovechando las ganancias en economías de escala, eficiencia y eficacia que presenta esta modalidad de inversión. Así, mientras que en el periodo 2006-2014 la inversión bajo esta modalidad era equivalente al 6,6% de la inversión pública, se proyecta que esta participación aumente hasta 17,3% en el periodo 2016-2018.

⁴³ Equivalentes a US\$9 mil millones o 1,5 veces la inversión en la Línea 2 del Metro de Lima y Callao.

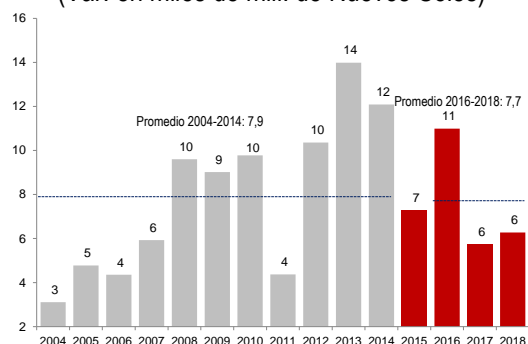
⁴⁴ Cotización del petróleo WTI al 20 de agosto de 2015.

Asimismo, la reducción gradual del déficit fiscal sin comprometer la recuperación económica esperada afianza el compromiso con la disciplina fiscal y la estabilidad del marco macrofiscal vigente, así como permite restablecer gradualmente el espacio fiscal para ser utilizado cuando sea necesario. El indicador de sostenibilidad de balance primario, calculado por el Banco Mundial, señala que en la actualidad las economías de América Latina son más vulnerables respecto a periodos previos a la crisis financiera económica internacional. Por su parte, el FMI⁴⁵ señala, para la región, que “la mejora de los saldos fiscales aseguraría la sostenibilidad de la deuda a largo plazo, contribuyendo al mismo tiempo a generar mayor espacio fiscal para la aplicación de políticas contracíclicas cuando sea necesario. El espacio fiscal también es necesario para consolidar los avances sociales alcanzados en los últimos años, como la reducción de la pobreza y la desigualdad”. En el caso específico de Perú, además de la exposición a choques provenientes de la economía internacional, también hay una significativa exposición a desastres naturales debido a su posición geográfica. Asimismo, existen pasivos contingentes explícitos por aproximadamente 8,2% del PBI⁴⁶ (exposición máxima). Al respecto cabe señalar que en junio pasado se publicó la primera versión del Informe de Contingencias Explícitas del Sector Público No Financiero, el cual, debido a disponibilidad de información, hace un registro aún preliminar de todos los pasivos contingentes explícitos.

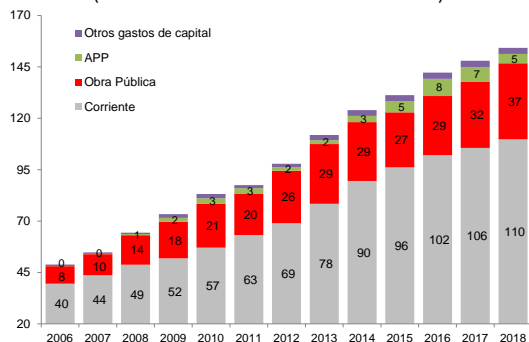
Gasto No Financiero del Gobierno General¹
(% del PBI)



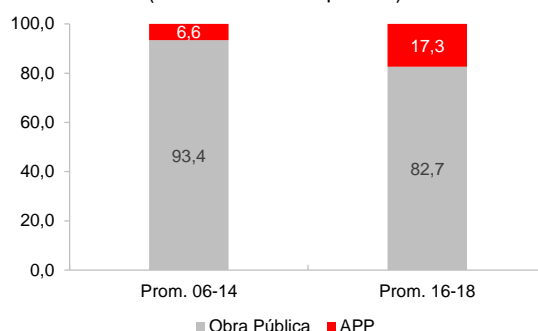
Gasto No Financiero del Gobierno General¹
(Var. en miles de mill. de Nuevos Soles)



Gasto No Financiero del Gobierno General¹
(Miles de Millones de Nuevos Soles)



Inversión del Gobierno General por modalidad¹
(% de la inversión pública)

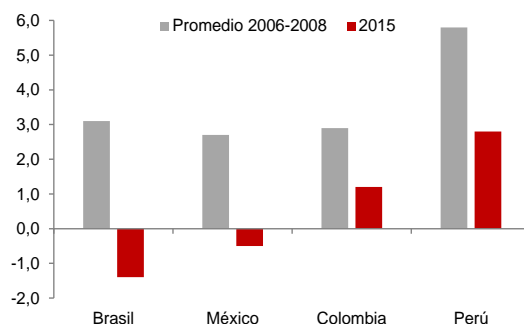


1/ Incluye EsSalud, SBS, FCR, FONAHPU y Sociedades de Beneficencia.
Fuente: BCRP, EsSalud, SBS, MEF, Proyecciones MEF.

⁴⁵ Blog del FMI sobre temas económicos de América Latina (blog-dialogoafondo.org).

⁴⁶ Las fuentes de riesgo fiscal se derivan de las demandas judiciales en cortes nacionales y arbitrajes (4,2% del PBI); controversias internacionales por temas de inversión (0,8% del PBI); garantías otorgadas al sector privado con la suscripción de los contratos de Asociaciones Público Privadas (2,7% del PBI); y, garantías, avales u otros similares otorgadas a entidades u organismos del sector público (0,5% del PBI).

Latam: Índice de Sostenibilidad del Resultado Primario
(% del PBI)



Fuente: Banco Mundial.

Gasto No Financiero del Gobierno General¹
(Millones de Nuevos Soles, Var. % real, % del PBI)

	Prom. 2004-2014		MMM 2016-2018				MMMR 2016-2018			
	2014		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
GASTOS NO FINANCIEROS (I+II)	75 461	123 978	132 046	139 250	145 824	153 403	131 257	142 250	147 998	154 270
% del PBI	18,9	21,6	21,5	21,1	20,5	20,0	21,6	22,1	21,3	20,8
I. GASTOS CORRIENTES	55 624	89 533	95 594	100 684	104 677	108 722	96 144	102 076	105 618	109 798
1. Remuneraciones	20 971	34 069	37 872	41 169	43 971	46 586	37 872	41 169	43 971	46 586
2. Bienes y servicios	20 640	34 996	38 087	39 140	39 895	41 316	37 888	40 240	41 322	42 922
3. Transferencias	14 013	20 468	19 635	20 376	20 811	20 820	20 385	20 667	20 326	20 290
II. GASTOS DE CAPITAL	19 838	34 445	36 452	38 565	41 147	44 682	35 113	40 174	42 379	44 472
1. Formación bruta de capital	21 117	31 662	33 428	35 575	38 098	41 633	32 089	37 134	39 369	41 498
- Obra Pública	19 472	28 581	27 754	26 946	31 114	37 347	26 740	28 775	32 089	36 931
- APP ^{2/3/}	1 645	3 081	5 675	8 629	6 984	4 286	5 349	8 359	7 280	4 566
2. Otros gastos de capital	1 406	2 783	3 024	2 990	3 049	3 049	3 024	3 040	3 011	2 974

1/ Incluye EsSalud, SBS, FCR, FONAHPU y Sociedades de Beneficencia. Información de APP disponible desde 2006.

2/ En base a la proyección de compromisos de pago establecido en los contratos de concesión. Suscritos: 42 proyectos. Adjudicados recientemente: Línea 2 del Metro de Lima, Aeropuerto Chincheros, Terminal Portuario General San Martín, Telecabinas Kuélap y Gestión del Instituto Nacional de Salud del Niño.

3/ Incluye los proyectos por adjudicar: Longitudinal de la Sierra Tramo 4, Longitudinal de la Sierra Tramo 5 y Operación y Mantenimiento del Centro de Convenciones de Lima.

Fuente: BCRP, SBS, MEF, Proyecciones MEF.

Gastos por APP del Sector Público No Financiero^{1, 2, 3}
(Millones de Nuevos Soles)

POR COMPONENTES DEL SPNF (En millones de Nuevos Soles)	2014	2015	2016	2017	2018
I. GOBIERNO GENERAL (a+b)	3 854	6 586	9 957	8 976	6 469
a. Obligaciones de Pago - Etapa de Construcción	2 295	4 524	7 455	6 142	3 317
Gobierno Nacional	2 256	4 465	7 383	5 947	3 214
Gobiernos Regionales	38	59	72	194	103
b. Compromisos Firmes - Etapa de Operación	1 559	2 062	2 502	2 834	3 152
Gobierno Nacional	1 454	1 947	2 380	2 705	3 020
Gobiernos Regionales	105	115	122	128	132
II. EMPRESAS PÚBLICAS	163	174	209	268	268
Contraprestación por servicios - Etapa de Operación	163	174	209	268	268
TOTAL (I+II)	4 016	6 760	10 165	9 243	6 737
Del cual:					
Gasto Corriente	797	1 269	1 636	1 752	1 960
Gasto de Capital	3 219	5 491	8 529	7 491	4 777

1/ Los montos anuales son netos de ingresos.

2/ Incluye los gastos de inversión y de Operación y Mantenimiento de los proyectos de APP del Sector Público No Financiero. No considera los compromisos contingentes.

3/ En base a la proyección de compromisos establecido en los contratos de concesión.

Fuente: PROINVERSION, Ministerio de Transporte y Comunicaciones, Vivienda Construcción y Saneamiento, Gobierno Regional de Arequipa, Gobierno Regional de Lambayeque, Gobierno Regional de la Libertad, EsSalud y Sedapal.

Reglas Fiscales del Gobierno Nacional para la Formulación del Presupuesto del Sector Público

El 31 de octubre del 2013 fue publicada la Ley N° 30099, Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LFRTF), que sustituye a la Ley N° 27245 y sus modificatorias. El objetivo principal de esta norma es fortalecer el actual marco macrofiscal a través de una mayor predictibilidad y estabilidad del gasto público, aislándolo de la fuente más volátil de ingresos públicos.

De acuerdo al numeral 6.1 del artículo 6 de la LFRTF, las reglas fiscales de gasto no financiero del Gobierno Nacional se establecen para un periodo de tres años y pueden revisarse anualmente para la formulación del presupuesto del sector público. En ese sentido, en esta sección se presentan las reglas fiscales de gasto correspondiente del Gobierno Nacional, consistente con el presente MMMR, para el periodo 2016-2018, siendo vinculante para el presupuesto del sector público 2016 y referencial para los años 2017 y 2018.

Las reglas fiscales presentadas en esta sección son consistentes con la aplicación del Decreto de Urgencia N° 003-2015, que establece una guía ex ante del resultado estructural del Sector Público No Financiero de -3,0% del PBI para el 2016. Asimismo, en el marco de esta normativa, como una señal de compromiso fiscal, se considera una reducción anual de 0,5% del PBI hasta llegar a la guía ex ante del resultado fiscal estructural del Sector Público No Financiero establecida en el artículo 3 de la Ley N° 30099. De esta manera, se presenta una convergencia más gradual, respecto de lo presentado en el MMM de abril⁴⁷, sin afectar la recuperación económica esperada y manteniendo el compromiso con la sostenibilidad de las finanzas públicas, en un contexto donde se ha incrementado la probabilidad de materialización de riesgos, en particular los vinculados al ámbito internacional y a la ocurrencia de un Fenómeno El Niño de intensidad fuerte o extraordinaria. Cabe señalar, que el Decreto de Urgencia N° 003-2015 dispone que el Poder Ejecutivo aprueba y publica las nuevas reglas fiscales de límite de gasto consistentes con lo señalado en la presente norma, en aplicación de lo dispuesto en la Ley N° 30099, Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal.

Definida la guía ex ante y la metodología del cálculo del Resultado Económico Estructural del Sector Público No Financiero, conjuntamente con la proyección de ingresos estructurales, resultado primario de empresas estatales no financieras y el pago de intereses del sector público no financiero, se calculará el límite de Gasto No Financiero del Gobierno General. Dicho límite de Gasto no Financiero del Gobierno General se asignará entre el Gobierno Nacional y los Gobiernos Regionales y Locales, tomando en consideración las siguientes reglas fiscales:

1. Reglas de gasto no financiero para cada uno de los gobiernos regionales y locales, las cuales buscan suavizar el crecimiento del gasto en el mediano plazo en función del crecimiento pasado de sus recursos propios, incluyendo las transferencias que reciben en función de su participación en ingresos fiscales.
2. Regla de gasto no financiero del Gobierno Nacional, incluyendo las transferencias a otras entidades del sector público no financiero y/o al sector privado que están bajo su discrecionalidad.

Adicionalmente, existe una regla de gasto del Gobierno Nacional en materia de personal y pensiones, cuyo crecimiento estará en línea con el crecimiento del PBI potencial. Además existen reglas fiscales que limitan la deuda de los Gobiernos Locales y Regionales.

Considerando las proyecciones macrofiscles del presente MMMR, se obtienen los límites de gasto no financiero del Gobierno General (2016: S/. 142 250 millones, 2017: S/. 147 998 millones y 2018: S/. 154 270 millones).

⁴⁷ En el MMM publicado en abril, las reglas fiscales fueron consistentes con una convergencia de la guía ex ante del déficit estructural del Sector Público No Financiero (2016: -2,0% del PBI; 2017: -1,5% del PBI).

Regla fiscal de gasto no financiero del Gobierno Nacional

Considerando el límite del Gasto no Financiero del Gobierno General y los topes derivados de las reglas de gasto de los Gobiernos Regionales y Locales⁴⁸, se obtienen la regla de gasto no financiero del Gobierno Nacional (2016: S/. 123 108 millones, 2017: S/. 128 863 millones y 2018: S/. 135 612 millones).

Regla de Gasto del Gobierno Nacional^{1/}

(Millones de Nuevos Soles)

	MMM 2016 - 2018			MMMR 2016 - 2018		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
I. Ingresos estructurales del Gobierno General	134 875	144 626	154 616	130 606	139 735	149 329
II. Resultado Primario de Empresas Públicas	-1 388	-1 256	-35	152	-500	-527
III. Intereses	7 295	8 260	8 878	8 133	8 948	9 736
IV. Guía Ex Ante del Resultado Económico Estructural del Sector Público No Financiero	-13 057	-10 713	-7 701	-19 624	-17 711	-15 204
(% PBI)	-2,0	-1,5	-1,0	-3,0	-2,5	-2,0
V. Gastos No Financieros de Gobierno General (I+II-III-IV)	139 250	145 824	153 403	142 250	147 998	154 270
VI. Gasto No Financiero de los Gobiernos Regionales y Locales según la cobertura de la regla fiscal	19 142	19 135	18 658	19 142	19 135	18 658
VII. Regla de Gastos No Financieros de Gobierno Nacional (V-VI)	120 108	126 689	134 746	123 108	128 863	135 612

1/ Incluye entidades no consideradas en el presupuesto: ESSALUD, SBS, FCR, FONAHPU y Sociedades de Beneficencia.
Fuente: Proyecciones MEF.

Regla de gasto de planilla y pensiones del Gobierno Nacional

De acuerdo al numeral 6.4 del artículo 6 de la Ley N° 30099, el Gasto No Financiero del Gobierno Nacional en materia de personal permanente o temporal, cualquiera sea su régimen de contratación, y en pensiones, incluyendo las transferencias que efectúe para financiar dichos rubros, no puede ser mayor al límite que se determine aplicando la tasa de crecimiento del PBI potencial en términos nominales al límite estimado de gasto no financiero en materia de personal y pensiones del año anterior. Para la determinación del límite nominal de este gasto se utiliza el punto medio del rango meta de inflación establecido por el Banco Central de Reserva de Perú.

Consistente con las estimaciones actuales, se proyecta que el crecimiento potencial de la economía en términos reales se ubicará en promedio en 4,5% para el 2016-2018⁴⁹. La revisión a la baja del crecimiento del PBI potencial, respecto del MMM publicado en abril (5,0% en promedio), es consistente con lo establecido en el presente MMMR, debido al deterioro del entorno internacional y nacional.

Cabe señalar que el estimado del 2015 del presente MMMR respeta el límite establecido en el Decreto Supremo N° 084-2014-EF (S/. 56 332 millones). Así, considerando el crecimiento real del PBI potencial mencionado en el párrafo anterior, y una inflación del 2% en línea con rango meta establecido por el Banco Central de Reserva de Perú, se proyectan reglas de gasto de planilla y pensiones de S/. 60 044 millones, S/. 64 001 millones y S/. 68 219 millones para los años 2016, 2017 y 2018, respectivamente.

Regla de gasto de planilla y pensiones del Gobierno Nacional^{1/}

	MMM 2016 - 2018			MMMR 2016 - 2018		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
I. Regla (Millones de S/.)	60 332	64 615	69 203	60 044	64 001	68 219
Var. % nominal ^{2/}	7,1	7,1	7,1	6,6	6,6	6,6
Var. % real PBI potencial	5,0	5,0	5,0	4,5	4,5	4,5
Inflación (%)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

1/ Incluye ESSALUD, SBS, FCR, FONAHPU, Sociedades de Beneficencia.

2/ Cálculo: Var.% nominal = ((1+Var.% real PBI Potencial)*(1+inflación)-1)*100

Fuente: Proyecciones MEF.

⁴⁸ El cálculo de las Reglas Fiscales para cada Gobierno Regional y Municipalidad, son las presentadas en el Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018.

⁴⁹ Estas proyecciones del crecimiento potencial se obtienen del promedio de diferentes metodologías, como filtros univariados de Hodrick y Prescott, Baxter y King, etc., y otras con criterios económicos en su elaboración (función de producción, filtro de Kalman con Curva de Phillips, entre otros).

Deuda Pública

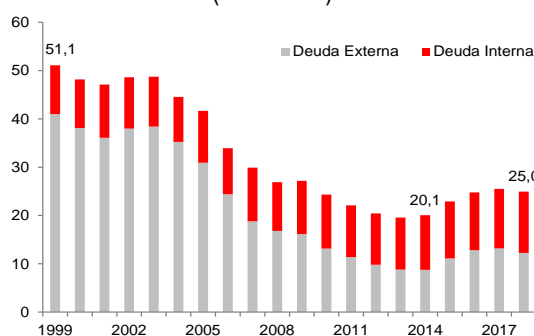
La proyección de deuda pública 2015 es de 22,9% del PBI, 2,2 puntos porcentuales del PBI por encima de lo proyectado en el MMM, en un contexto de mayor déficit fiscal (que contribuye con 0,6 puntos porcentuales del PBI), una mayor depreciación de la moneda local, un menor ritmo de crecimiento de la actividad económica y la operación de emisión de deuda del pasado 18 de agosto para pre financiar las necesidades de financiamiento en moneda extranjera del 2016. Se emitió el Bono Global 2027 por un monto de US\$ 1 250 millones a una tasa de rendimiento de 4,15%, convirtiéndose así en la referencia líquida para la parte media de la curva de rendimiento del Perú. A pesar de la turbulencia financiera existente en estos días, la emisión tuvo una demanda total de aproximadamente US\$ 5 400 millones, 4,3 veces la oferta, demostrando la confianza de los inversionistas en la economía peruana. Cabe resaltar que el Gobierno Peruano no emitía una nueva referencia en dólares americanos desde el año 2010, por lo que esta emisión contribuye a contar con una curva de rendimientos más completa y eficiente, beneficiando además a potenciales emisores corporativos privados que decidan acceder al mercado de capitales internacional. De ser necesario y ante un contexto donde se prevé mayores tasas de interés y presiones depreciatorias, se continuará aprovechando las condiciones favorables en los mercados financieros para pre financiar las necesidades de financiamiento de años posteriores.

Para el periodo 2016 – 2018 se espera que la deuda pública se estabilice en niveles de 25,1% del PBI siendo, en promedio, 3,9 puntos porcentuales del PBI mayor a lo proyectado en el MMM, en línea con un proceso de reducción más gradual del déficit fiscal. No obstante la proyección de la trayectoria ascendente del ratio de deuda sobre PBI, este aún se mantendrá como uno de los niveles más bajos entre las economías emergentes y entre aquellas con similar calificación crediticia.

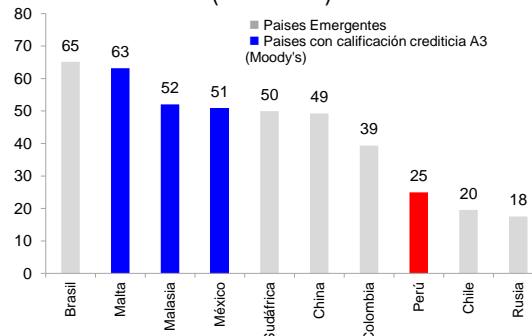
En el marco de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, el Ministerio de Economía y Finanzas ha venido implementando una política de financiamiento orientada a profundizar el mercado de capitales doméstico, incrementar la participación de la moneda local en el portafolio de deuda pública y optimizar su perfil de vencimientos, minimizando el costo financiero y el riesgo de refinanciamiento.

En este sentido, durante el último año, se implementaron varias operaciones en el mercado de capitales internacional, destinadas a financiar necesidades futuras y mejorar el perfil de deuda. Al respecto, se realizaron intercambios de instrumentos de deuda en soles y dólares, por emisiones en soles, las cuales se han convertido en las referencias más líquidas de la curva de rendimientos de bonos soberanos. De otro lado, tácticamente se emitieron bonos globales ya existentes de largo plazo, con la finalidad de aprovechar las favorables condiciones de tasas en dólares en niveles mínimos.

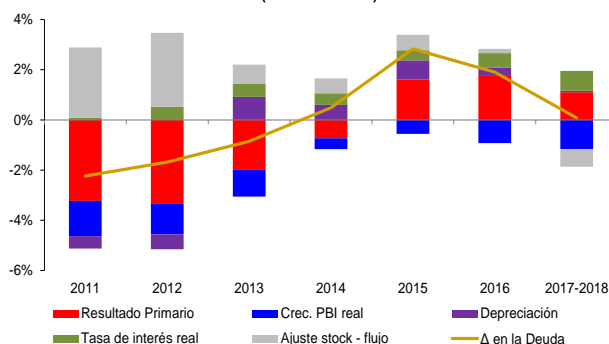
Proyección del saldo de Deuda Pública
(% del PBI)



FMI: saldo de deuda pública al 2018
(% del PBI)



**Contribución a la variación de la deuda pública por determinante
(% del PBI)**



Fuente: BCRP, FMI, Moody's, MEF.

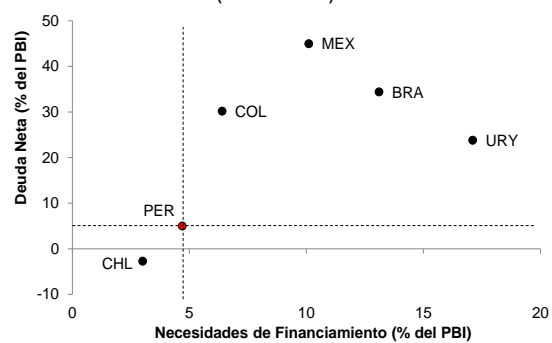
El mayor déficit fiscal implica mayores necesidades de financiamiento por lo que es necesario un manejo eficiente de los activos financieros del sector público en el marco de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos. Al 1S2015, los activos financieros del sector público ascienden a S/. 100 mil millones, equivalente a 16,9% del PBI. Sin embargo, es importante notar que no todos los activos financieros son de libre disponibilidad del Tesoro Público ya que muchos de ellos constituyen recursos propios de los gobiernos regionales y gobiernos locales, y otros tienen un uso pre establecido, incluso, dentro del presupuesto público actual.

En cuanto a los activos financieros, cabe señalar que la Ley N° 30099, la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal (LFRTF), establece las cláusulas de uso de los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF). Así, dichos recursos pueden ser utilizados en los siguientes casos: i) Cuando se prevea o anticipe una disminución de los ingresos corrientes por la fuente Recursos Ordinarios, mayor a 0,3% del PBI con respecto del promedio de dicha relación de los últimos tres años, ajustado por efecto de cambios significativos en política tributaria; ii) En situaciones de excepción previstas en el numeral 10.1 del artículo 10° de la LFRTF: casos extraordinarios de emergencia nacional o de crisis internacional que puedan afectar sustancialmente la economía nacional. Asimismo señala que el ahorro acumulado en el FEF que exceda el 4,0% del PBI puede ser destinado a reducir la deuda pública de acuerdo al artículo 12° de la LFRTF.

En consideración del marco legal vigente, se prevé una potencial utilización de fondos de libre disponibilidad del tesoro público para financiar el mayor déficit (incluyendo la Reserva Secundaria de Liquidez equivalente a S/. 2 200 millones o 0,4% del PBI). De esta manera, se busca tener un uso eficiente de los activos del sector público y a su vez estabilizar la trayectoria del ratio de deuda pública sobre PBI, manteniendo un perfil de riesgo bajo, y mitigando parcialmente el menor espacio fiscal en el horizonte del MMMR. Al mismo tiempo, es importante mencionar que se cuenta con líneas contingentes por más de US\$ 1 900 millones (1,0% del PBI), recursos que pueden ser utilizados ante situaciones adversas que afecten la economía como desastres naturales y situaciones de estrés financiero.

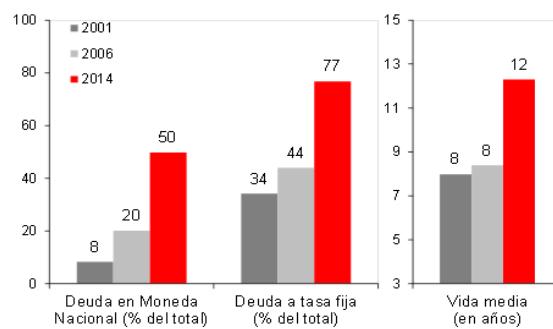
Ante un contexto internacional caracterizado por una mayor volatilidad en los mercados financieros, se continuará con un manejo dinámico de la administración tanto de los activos como de los pasivos del sector público. Así, por ejemplo por el lado de los activos, el Ministerio de Economía y Finanzas, en coordinación y a través del Banco Central de Reserva del Perú, viene realizando subastas de recursos del Tesoro Público para facilitar una provisión adecuada de liquidez al sistema financiero. Por otro lado, un manejo activo en la administración de pasivos permitirá continuar mejorando el perfil de la deuda y reducir los riesgos de mercado y de refinanciamiento que afectan la dinámica de la deuda pública.

Necesidades de financiamiento y deuda neta 2015 (% del PBI)



Fuente: BCRP, FMI, Moody's, MEF.

Perfil de la Deuda Pública (% del total y años)



5 CUADROS ESTADÍSTICOS

Cuadro 1
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
PBI SOCIOS COMERCIALES						
Mundo (Variación porcentual real)	3,4	3,2	3,5	3,7	3,8	3,6
EE.UU. (Variación porcentual real)	2,4	2,4	2,8	2,8	2,8	2,8
Zona Euro (Variación porcentual real)	0,8	1,3	1,5	1,5	1,6	1,5
China (Variación porcentual real)	7,4	6,8	6,3	6,3	6,3	6,3
Socios Comerciales (Variación porcentual real)	2,4	1,9	2,3	2,6	2,7	2,5
PRECIOS DE COMMODITIES						
Oro (US\$/oz.tr.)	1 266	1 150	1 000	1 000	1 000	1 000
Cobre (¢US\$/lb.)	311	250	245	245	245	245
Plomo (¢US\$/lb.)	95	89	90	91	92	91
Zinc (¢US\$/lb.)	98	99	99	99	99	99
Petróleo (US\$/bar.)	93	50	60	60	60	60
PRECIOS						
Precios (Variación porcentual acumulada) ¹	3,2	3,2	2,9	2,7	2,0	2,5
Tipo de Cambio Promedio (Nuevos Soles por US dólar) ²	2,84	3,16	3,30	3,37	3,38	3,35
Términos de Intercambio (Variación porcentual)	-5,4	-3,7	-4,9	-0,6	-0,3	-1,9
Índice de Precios de Exportación (Variación porcentual)	-6,9	-12,8	-1,4	0,3	0,4	-0,2
Índice de Precios de Importación (Variación porcentual)	-1,5	-9,5	3,7	0,9	0,7	1,8
PRODUCTO BRUTO INTERNO						
Producto Bruto Interno (Miles de millones de nuevos soles)	575	608	644	695	742	694
Producto Bruto Interno (Variación porcentual real)	2,4	2,5 - 3,3	4,3	5,3	4,5	4,7
Demanda Interna (Variación porcentual real)	2,2	2,5	3,1	3,9	4,1	3,7
Consumo Privado (Variación porcentual real)	4,1	3,5	3,6	4,5	4,5	4,2
Consumo Público (Variación porcentual real)	10,1	6,5	5,3	0,8	1,5	2,5
Inversión Privada (Variación porcentual real)	-1,7	-4,5	2,0	4,0	4,5	3,5
Inversión Pública (Variación porcentual real)	-2,4	1,5	15,3	5,0	4,5	8,3
Inversión Privada (Porcentaje del PBI)	20,3	19,1	18,9	18,7	18,7	18,8
Inversión Pública (Porcentaje del PBI)	5,6	5,5	6,2	6,2	6,2	6,2
SECTOR EXTERNO						
Cuenta Corriente (Porcentaje del PBI)	-4,0	-4,0	-3,5	-2,4	-2,0	-2,7
Balanza comercial (Millones de US dólares)	-1 276	-2 743	-2 719	- 798	- 429	-1 315
Exportaciones (Millones de US dólares)	39 533	33 614	35 951	39 388	41 382	38 907
Importaciones (Millones de US dólares)	-40 809	-36 358	-38 670	-40 186	-41 811	-40 223
Financiamiento externo de largo plazo (Porcentaje del PBI)	4,1	3,8	3,1	2,6	2,2	2,6
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO						
Ingresos del GG (Porcentaje del PBI)	22,4	20,2	20,3	20,0	20,0	20,1
Ingresos corrientes del GG (Porcentaje del PBI)	22,3	20,0	20,2	19,9	19,9	20,0
Resultado primario (Porcentaje del PBI)	0,7	-1,6	-1,8	-1,3	-0,9	-1,3
Resultado económico (Porcentaje del PBI)	-0,3	-2,7	-3,0	-2,6	-2,2	-2,6
SALDO DE DEUDA PÚBLICA						
Externa (Porcentaje del PBI)	8,8	11,1	12,8	13,2	12,3	12,8
Interna (Porcentaje del PBI)	11,3	11,8	12,0	12,3	12,7	12,3
Total (Porcentaje del PBI)	20,1	22,9	24,8	25,5	25,0	25,1

1/ 2015-2017, tomado de la Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas: julio 2015 - BCRP, publicado el 10 de agosto del 2015. Para el 2018 consistente con el punto medio del rango meta del BCRP.

2/ 2015-2017, consistente con el tipo de cambio fin de periodo de la Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas: julio 2015 - BCRP, publicado el 10 de agosto del 2015. Para el 2018 se asume el mismo valor del 2017.

Fuente: INEI, BCRP, SUNAT, MEF. Proyecciones MEF.

Cuadro 2
AHORRO-INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
Ahorro interno	22,2	21,8	21,8	22,6	23,0	22,5
Sector Público	5,9	3,5	3,6	3,9	4,2	3,9
Sector Privado	16,3	18,3	18,2	18,8	18,8	18,6
Ahorro externo	4,0	4,0	3,5	2,4	2,0	2,7
Inversión	26,2	25,8	25,4	25,1	25,1	25,2
Sector Público	5,6	5,5	6,2	6,2	6,2	6,2
Sector Privado ¹	20,6	20,3	19,2	18,9	18,9	19,0

1/ Incluye variación de inventarios.

Fuente: BCRP. Proyecciones MEF.

Cuadro 3
PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES
(Variación porcentual real)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
Agropecuario	1,6	2,2	1,8	3,3	3,3	2,8
Agrícola	0,4	0,7	1,5	3,5	3,5	2,8
Pecuario	5,9	3,7	2,5	3,0	3,0	2,8
Pesca	-27,9	17,3	15,3	8,5	6,6	10,2
Minería e hidrocarburos	-0,8	4,3	9,3	11,3	2,9	7,8
Minería metálica	-2,1	7,5	10,5	13,0	3,1	8,8
Hidrocarburos	4,0	-6,2	4,8	4,4	2,3	3,8
Manufactura	-3,6	-0,7	1,8	3,3	3,5	2,9
Primaria	-9,7	4,0	5,7	5,6	4,2	5,2
No primaria	-1,0	-2,2	0,6	2,4	3,2	2,1
Electricidad y agua	4,9	5,1	5,0	5,6	5,6	5,4
Construcción	1,6	-3,3	4,2	4,2	4,5	4,3
Comercio	4,4	3,7	3,8	4,5	4,5	4,2
Servicios	5,9	5,1	5,1	5,2	5,4	5,2
PBI	2,4	3,0	4,3	5,3	4,5	4,7
PBI primario	-2,3	4,0	7,0	8,5	3,3	6,2
PBI no primario ¹	4,1	2,9	4,1	4,6	4,9	4,5

1/ No considera derechos de importación y otros impuestos.

Fuente: BCRP. Proyecciones MEF.

Cuadro 4
DEMANDA Y OFERTA GLOBAL
(Variación porcentual real)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. Demanda Global	1,5	2,3	4,1	5,0	4,3	4,5
1. Demanda interna	2,2	2,5	3,1	3,9	4,1	3,7
a. Consumo privado	4,1	3,5	3,6	4,5	4,5	4,2
b. Consumo público	10,1	6,5	5,3	0,8	1,5	2,5
c. Inversión bruta interna	-4,8	-1,3	1,2	3,8	4,5	3,2
Inversión bruta fija	-1,8	-3,3	4,7	4,2	4,5	4,5
i. Privada	-1,7	-4,5	2,0	4,0	4,5	3,5
ii. Pública	-2,4	1,5	15,3	5,0	4,5	8,3
2. Exportaciones ¹	-1,0	1,5	8,0	9,2	5,0	7,4
II. Oferta Global	1,5	2,3	4,1	5,0	4,3	4,5
1. PBI	2,4	3,0	4,3	5,3	4,5	4,7
2. Importaciones ¹	-1,5	0,0	3,0	3,5	3,3	3,3
Memo:						
Gasto público	5,9	4,9	8,4	2,2	2,5	4,4

1/ De bienes y servicios no financieros.

Fuente: BCRP. Proyecciones MEF.

Cuadro 5
DEMANDA Y OFERTA GLOBAL
(Porcentaje del PBI)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. Demanda global	123,9	123,0	124,1	123,8	123,4	123,8
1. Demanda interna	101,5	101,9	101,9	100,9	100,6	101,1
a. Consumo privado	63,1	63,8	64,0	63,8	63,8	63,9
b. Consumo público	12,2	12,3	12,5	12,0	11,7	12,1
c. Inversión bruta interna	26,2	25,8	25,4	25,1	25,1	25,2
Inversión bruta fija	25,9	24,7	25,1	24,9	24,9	25,0
i. Privada	20,3	19,1	18,9	18,7	18,7	18,8
ii. Pública	5,6	5,5	6,2	6,2	6,2	6,2
2. Exportaciones ¹	22,4	21,0	22,2	23,0	22,8	22,6
II. Oferta Global	123,9	123,0	124,1	123,8	123,4	123,8
1. PBI	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2. Importaciones ¹	23,9	23,0	24,1	23,8	23,4	23,8

1/ De bienes y servicios no financieros.

Fuente: BCRP. Proyecciones MEF.

Cuadro 6
BALANZA DE PAGOS
(US\$ Millones)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-8 031	-7 787	-6 829	-5 034	-4 478	-5 447
1. Balanza comercial	-1 276	-2 743	-2 719	-798	-429	-1 315
a. Exportaciones	39 533	33 614	35 951	39 388	41 382	38 907
b. Importaciones	-40 809	-36 358	-38 670	-40 186	-41 811	-40 223
2. Servicios	-1 800	-1 565	-1 450	-1 522	-1 678	-1 550
3. Renta de factores	-9 328	-6 939	-6 160	-6 215	-5 871	-6 082
4. Transferencias corrientes	4 374	3 460	3 500	3 500	3 500	3 500
II. CUENTA FINANCIERA	6 828	6 202	6 137	5 034	4 478	5 217
1. Sector privado	6 490	4 132	3 951	2 777	2 778	3 169
2. Sector público	-16	1 868	2 185	2 258	1 701	2 048
3. Capitales de corto plazo	354	203	0	0	0	0
III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL	10	0	0	0	0	0
IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCRP	-2 178	-2 445	-692	0	0	-231
V. ERRORES Y OMISIONES NETOS	-985	-860	0	0	0	0

Fuente: BCRP, Proyecciones MEF.

Cuadro 7
BALANZA DE PAGOS
(Porcentaje del PBI)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-4,0	-4,0	-3,5	-2,4	-2,0	-2,7
1. Balanza comercial	-0,6	-1,4	-1,4	-0,4	-0,2	-0,7
a. Exportaciones	19,5	17,5	18,5	19,1	18,8	18,8
b. Importaciones	-20,1	-18,9	-19,9	-19,5	-19,0	-19,5
2. Servicios	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7
3. Renta de factores	-4,6	-3,6	-3,2	-3,0	-2,7	-2,9
4. Transferencias corrientes	2,2	1,8	1,8	1,7	1,6	1,7
II. CUENTA FINANCIERA	3,4	3,2	3,2	2,4	2,0	2,5
1. Sector privado	3,2	2,1	2,0	1,3	1,3	1,5
2. Sector público	0,0	1,0	1,1	1,1	0,8	1,0
3. Capitales de corto plazo	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCRP	-1,1	-1,3	-0,4	0,0	0,0	-0,1
V. ERRORES Y OMISIONES NETOS	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCRP. Proyecciones MEF.

Cuadro 8
RESUMEN DE CUENTAS FISCALES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de Nuevos Soles, Porcentaje del PBI y Variación Porcentual Real)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. INGRESOS DEL GOBIERNO GENERAL	128 561	122 635	130 820	139 270	148 302	139 464
% del PBI	22,4	20,2	20,3	20,0	20,0	20,1
INGRESOS ESTRUCTURALES DEL GOBIERNO GENERAL ^{1/}	121 169	120 722	130 606	139 735	149 329	139 890
% del PBI	21,1	19,8	20,3	20,1	20,1	20,2
II. GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL	123 978	131 257	142 250	147 998	154 270	148 172
% del PBI	21,6	21,6	22,1	21,3	20,8	21,4
2.1. GASTOS CORRIENTES	89 533	96 144	102 076	105 618	109 798	105 831
% del PBI	15,6	15,8	15,9	15,2	14,8	15,3
2.2. GASTOS DE CAPITAL	34 445	35 113	40 174	42 379	44 472	42 342
% del PBI	6,0	5,8	6,2	6,1	6,0	6,1
III. RESULTADO PRIMARIO DE EMPRESAS PÚBLICAS	- 342	-1 141	152	- 500	- 527	-292
% del PBI	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0
IV. RESULTADO PRIMARIO (I - II + III)	4 241	-9 763	-11 278	-9 228	-6 495	-9 000
% del PBI	0,7	-1,6	-1,8	-1,3	-0,9	-1,3
V. INTERESES	6 250	6 452	8 133	8 948	9 736	8 939
% del PBI	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
VI. RESULTADO ECONÓMICO (IV-V)	-2 009	-16 215	-19 411	-18 175	-16 231	-17 939
% del PBI	-0,3	-2,7	-3,0	-2,6	-2,2	-2,6
VII. RESULTADO ECONÓMICO ESTRUCTURAL ^{1/}	-9 400	-18 129	-19 624	-17 711	-15 204	-17 513
% del PBI	-1,6	-3,0	-3,0	-2,5	-2,0	-2,5
VII. SALDO DE DEUDA PÚBLICA	115 386	139 245	159 606	177 411	185 251	174 089
% del PBI	20,1	22,9	24,8	25,5	25,0	25,1

1/ Para el cálculo del resultado estructural se utilizó la metodología aprobada por la Resolución Ministerial N° 037-2014-EF/15.
Fuente: BCRP, SUNAT, Proyecciones MEF.

Cuadro 9
OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de Nuevos Soles)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. AHORRO EN CUENTA CORRIENTE SIN INTERESES	40 165	27 724	31 386	35 751	40 880	36 006
1. Ahorro corriente sin intereses del Gobierno General	38 479	25 704	28 044	32 881	37 808	32 911
a. Ingresos corrientes	128 012	121 848	130 120	138 499	147 606	138 742
b. Gastos corrientes No Financieros	89 533	96 144	102 076	105 618	109 798	105 831
2. Ahorro corriente sin intereses de Empresas Públicas	1 685	2 020	3 342	2 870	3 072	3 095
a. Empresas públicas	1 685	2 020	3 342	2 870	3 072	3 095
II. RESULTADO DE CAPITAL	-35 924	-37 487	-42 664	-44 979	-47 376	-45 006
1. Gobierno General	-33 897	-34 326	-39 474	-41 609	-43 776	-41 620
a. Ingresos de capital	548	788	700	770	696	722
b. Gastos de capital	34 445	35 113	40 174	42 379	44 472	42 342
2. Empresas públicas	-2 027	-3 161	-3 190	-3 370	-3 600	-3 386
III. RESULTADO PRIMARIO (I+II)	4 241	-9 763	-11 278	-9 228	-6 495	-9 000
IV. INTERESES	6 250	6 452	8 133	8 948	9 736	8 939
1. Internos	3 301	3 811	4 578	5 231	5 774	5 194
2. Externos	2 948	2 641	3 555	3 717	3 962	3 745
(Millones de US dólares)	\$1 034	\$ 836	\$1 076	\$1 104	\$1 172	1 117
V. RESULTADO ECONÓMICO (III-IV)	-2 009	-16 215	-19 411	-18 175	-16 231	-17 939
1. Financiamiento externo	- 185	4 481	12 628	4 012	- 830	5 270
(Millones de US dólares)	- 65	1 418	3 822	1 192	- 246	1 589
Desembolsos ¹	\$1 334	\$2 633	\$4 879	\$2 084	\$1 509	2 824
Amortización	\$1 456	\$1 220	\$1 059	\$ 892	\$1 755	1 235
Otros ²	\$ 57	\$ 5	\$ 1	\$ 0	\$ 0	\$ 0
2. Financiamiento interno	2 161	11 607	6 703	14 091	16 986	12 593
Amortización interna	4 916	4 418	1 530	4 484	2 381	2 798
Otros	7 077	16 026	8 233	18 574	19 367	15 391
3. Proceso de promoción de la inversión privada (PPIP)	33	127	80	73	75	76
(Millones de US dólares)	\$ 12	\$ 40	\$ 24	\$ 22	\$ 22	\$ 23
Nota:						
Ahorro en cuenta corriente (I-IV)	33 915	21 271	23 253	26 803	31 145	27 067

1/ Incluye financiamiento excepcional.

2/ Incluye financiamiento de corto plazo y variación de depósitos en el exterior de la ONP.

Fuente: BCRP, SUNAT, Proyecciones MEF.

Cuadro 10
OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. AHORRO EN CUENTA CORRIENTE SIN INTERESES	7,0	4,6	4,9	5,1	5,5	5,2
1. Ahorro corriente sin intereses del Gobierno General	6,7	4,2	4,4	4,7	5,1	4,7
a. Ingresos corrientes	22,3	20,0	20,2	19,9	19,9	20,0
b. Gastos corrientes No Financieros	15,6	15,8	15,9	15,2	14,8	15,3
2. Ahorro corriente sin intereses de Empresas Públicas	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
a. Empresas públicas	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
II. RESULTADO DE CAPITAL	-6,2	-6,2	-6,6	-6,5	-6,4	-6,5
1. Gobierno General	-5,9	-5,6	-6,1	-6,0	-5,9	-6,0
a. Ingresos de capital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
b. Gastos de capital	6,0	5,8	6,2	6,1	6,0	6,1
2. Empresas públicas	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
III. RESULTADO PRIMARIO (I+II)	0,7	-1,6	-1,8	-1,3	-0,9	-1,3
IV. INTERESES	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
1. Internos	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7
2. Externos	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5
(Millones de US dólares)	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5
V. RESULTADO ECONÓMICO (III-IV)	-0,3	-2,7	-3,0	-2,6	-2,2	-2,6
1. Financiamiento externo	0,0	0,7	2,0	0,6	-0,1	0,8
(Millones de US dólares)	0,0	0,7	2,0	0,6	-0,1	0,8
Desembolsos ¹	0,7	1,4	2,5	1,0	0,7	1,4
Amortización	0,7	0,6	0,5	0,4	0,8	0,6
Otros ²	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Financiamiento interno	0,4	1,9	1,0	2,0	2,3	1,8
Amortización interna	0,9	0,7	0,2	0,6	0,3	0,4
Otros	1,2	2,6	1,3	2,7	2,6	2,2
3. Proceso de promoción de la inversión privada (PPIP)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Millones de US dólares)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nota:						
Ahorro en cuenta corriente (I-IV)	5,9	3,5	3,6	3,9	4,2	3,9

1/ Incluye financiamiento excepcional.

2/ Incluye financiamiento de corto plazo y variación de depósitos en el exterior de la ONP.

Fuente: BCRP, SUNAT, Proyecciones MEF.

Cuadro 11
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Millones de Nuevos Soles)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOB. GENERAL	97 726	92 564	98 176	103 836	110 507	104 173
1. Impuestos a los ingresos	40 157	35 284	36 101	37 284	39 783	37 723
a. Pagos a cuenta	35 925	31 384	33 227	34 348	36 705	34 760
- Personas Naturales	10 894	10 512	11 876	12 592	13 794	12 754
- Personas Jurídicas	25 031	20 872	21 350	21 757	22 911	22 006
b. Regularización	4 232	3 900	2 875	2 935	3 078	2 963
2. Impuestos a las importaciones	1 790	1 764	1 832	1 992	2 100	1 975
3. Impuesto general a las ventas	50 352	51 872	56 003	59 770	63 446	59 740
a. Interno	28 732	30 553	33 076	35 255	37 538	35 290
b. Importaciones	21 620	21 319	22 927	24 515	25 909	24 450
4. Impuesto selectivo al consumo	5 135	5 411	5 523	5 835	6 191	5 850
a. Combustibles	2 041	2 036	2 078	2 212	2 334	2 208
b. Otros	3 094	3 375	3 445	3 623	3 857	3 642
5. Otros ingresos tributarios ^{1/}	11 001	10 804	11 323	12 190	12 985	12 166
6. Devoluciones	-10 708	-12 571	-12 606	-13 234	-13 999	-13 280
II. INGRESOS NO TRIBUTARIOS DEL GOB. GENERAL	30 286	29 284	31 943	34 663	37 099	34 568
III. INGRESOS CORRIENTES DEL GOB GENERAL (I + II)	128 012	121 848	130 120	138 499	147 606	138 742

1/. Considera ingresos tributarios de los Gobiernos Locales.
Fuente: BCRP, SUNAT, PERUPETRO, Proyecciones MEF.

Cuadro 12
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. INGRESOS TRIBUTARIOS DEL GOB. GENERAL	17,0	15,2	15,3	14,9	14,9	15,0
1. Impuestos a los ingresos	7,0	5,8	5,6	5,4	5,4	5,4
a. Pagos a cuenta	6,2	5,2	5,2	4,9	4,9	5,0
- Personas Naturales	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	1,8
- Personas Jurídicas	4,4	3,4	3,3	3,1	3,1	3,2
b. Regularización	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
2. Impuestos a las importaciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
3. Impuesto general a las ventas	8,8	8,5	8,7	8,6	8,5	8,6
a. Interno	5,0	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1
b. Importaciones	3,8	3,5	3,6	3,5	3,5	3,5
4. Impuesto selectivo al consumo	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
a. Combustibles	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
b. Otros	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
5. Otros ingresos tributarios ^{1/}	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8
6. Devoluciones	-1,9	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9
II. INGRESOS NO TRIBUTARIOS DEL GOB. GENERAL	5,3	4,8	5,0	5,0	5,0	5,0
III. INGRESOS CORRIENTES DEL GOB GENERAL (I + II)	22,3	20,0	20,2	19,9	19,9	20,0

1/. Considera ingresos tributarios de los Gobiernos Locales.
Fuente: BCRP, SUNAT, PERUPETRO, Proyecciones MEF.

Cuadro 13
INGRESOS CONVENCIONALES Y ESTRUCTURALES DEL GOBIERNO GENERAL
(Millones de Nuevos Soles)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. INGRESOS CONVENCIONALES DEL GG (1+2+3)	128 561	122 635	130 820	139 270	148 302	139 464
1. Ingresos corrientes vinculados a RRNN	10 926	6 421	6 817	7 264	7 548	7 209
2. Ingresos corrientes no vinculados a RRNN	117 086	115 426	123 303	131 236	140 059	131 532
3. Ingresos de capital	548	788	700	770	696	722
II. INGRESOS ESTRUCTURALES DEL GG (1+2+3)^{1/}	121 169	120 722	130 606	139 735	149 329	139 890
1. Ingresos corrientes vinculados a RRNN	8 203	4 879	5 627	6 368	6 950	6 315
2. Ingresos corrientes no vinculados a RRNN	112 418	115 056	124 278	132 596	141 684	132 853
3. Ingresos de capital	548	788	700	770	696	722

1/. Para la estimación del resultado estructural se utilizó la metodología aprobada por la Resolución Ministerial N° 037-2014-EF/15.

Fuente: BCRP, SUNAT. Proyecciones MEF.

Cuadro 14
INGRESOS CONVENCIONALES Y ESTRUCTURALES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. INGRESOS CONVENCIONALES DEL GG (1+2+3)	22,4	20,2	20,3	20,0	20,0	20,1
1. Ingresos corrientes vinculados a RRNN	1,9	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
2. Ingresos corrientes no vinculados a RRNN	20,4	19,0	19,2	18,9	18,9	19,0
3. Ingresos de capital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
II. INGRESOS ESTRUCTURALES DEL GG (1+2+3)¹	21,1	19,8	20,3	20,1	20,1	20,2
1. Ingresos corrientes vinculados a RRNN	1,4	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
2. Ingresos corrientes no vinculados a RRNN	19,5	18,9	19,3	19,1	19,1	19,2
3. Ingresos de capital	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

1/. Para la estimación del resultado estructural se utilizó la metodología aprobada por la Resolución Ministerial N° 037-2014-EF/15.

Fuente: BCRP, SUNAT. Proyecciones MEF.

Cuadro 15
GASTO NO FINANCIERO DEL GOBIERNO GENERAL
(Millones de Nuevos Soles)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
GASTOS NO FINANCIEROS	123 978	131 257	142 250	147 998	154 270	148 172
I. GASTOS CORRIENTES	89 533	96 144	102 076	105 618	109 798	105 831
1. Remuneraciones	34 069	37 872	41 169	43 971	46 586	43 909
2. Bienes y servicios	34 996	37 888	40 240	41 322	42 922	41 495
3. Transferencias	20 468	20 385	20 667	20 326	20 290	20 427
II. GASTOS DE CAPITAL	34 445	35 113	40 174	42 379	44 472	42 342
1. Formación bruta de capital	31 662	32 089	37 134	39 369	41 498	39 333
2. Otros gastos de capital	2 783	3 024	3 040	3 011	2 974	3 008

Fuente: BCRP, MEF, Proyecciones MEF.

Cuadro 16
GASTO NO FINANCIERO DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
GASTOS NO FINANCIEROS	21,6	21,6	22,1	21,3	20,8	21,4
I. GASTOS CORRIENTES	15,6	15,8	15,9	15,2	14,8	15,3
1. Remuneraciones	5,9	6,2	6,4	6,3	6,3	6,3
2. Bienes y servicios	6,1	6,2	6,3	5,9	5,8	6,0
3. Transferencias	3,6	3,4	3,2	2,9	2,7	3,0
II. GASTOS DE CAPITAL	6,0	5,8	6,2	6,1	6,0	6,1
1. Formación bruta de capital	5,5	5,3	5,8	5,7	5,6	5,7
2. Otros gastos de capital	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4

Fuente: BCRP, MEF, Proyecciones MEF.

Cuadro 17
OPERACIONES DEL GOBIERNO GENERAL
(Millones de Nuevos Soles)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
1. INGRESOS CORRIENTES	128 012	121 848	130 120	138 499	147 606	138 742
a. Ingresos tributarios	97 726	92 564	98 176	103 836	110 507	104 173
b. Contribuciones y Otros ¹	30 286	29 284	31 943	34 663	37 099	34 568
2. GASTOS NO FINANCIEROS	123 978	131 257	142 250	147 998	154 270	148 172
a. Gastos corrientes	89 533	96 144	102 076	105 618	109 798	105 831
b. Gastos de capital	34 445	35 113	40 174	42 379	44 472	42 342
3. INGRESOS DE CAPITAL	548	788	700	770	696	722
4. RESULTADO PRIMARIO (1-2+3)	4 582	-8 622	-11 430	-8 728	-5 968	-8 709
5. INTERESES	6 101	6 271	7 879	8 473	9 148	8 500
6. RESULTADO ECONÓMICO (4-5)	-1 519	-14 893	-19 309	-17 201	-15 116	-17 208
7. FINANCIAMIENTO NETO	1 519	14 893	19 309	17 201	15 116	17 208
a. Externo	-2 184	2 806	5 464	1 656	- 297	2 274
b. Interno ²	3 703	12 088	13 845	15 545	15 413	14 934

1/ El rubro otros incluye Ingresos No Tributarios del Gobierno General.

2/ Incluye recursos de privatización.

Fuente: BCRP, MEF, Proyecciones MEF.

Cuadro 18
OPERACIONES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
1. INGRESOS CORRIENTES	22,3	20,0	20,2	19,9	19,9	20,0
a. Ingresos tributarios	17,0	15,2	15,3	14,9	14,9	15,0
b. Contribuciones y Otros ¹	5,3	4,8	5,0	5,0	5,0	5,0
2. GASTOS NO FINANCIEROS	21,6	21,6	22,1	21,3	20,8	21,4
a. Gastos corrientes	15,6	15,8	15,9	15,2	14,8	15,3
b. Gastos de capital	6,0	5,8	6,2	6,1	6,0	6,1
3. INGRESOS DE CAPITAL	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
4. RESULTADO PRIMARIO (1-2+3)	0,8	-1,4	-1,8	-1,3	-0,8	-1,3
5. INTERESES	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2
6. RESULTADO ECONÓMICO (4-5)	-0,3	-2,4	-3,0	-2,5	-2,0	-2,5
7. FINANCIAMIENTO NETO	0,3	2,4	3,0	2,5	2,0	2,5
a. Externo	-0,4	0,5	0,8	0,2	0,0	0,3
b. Interno ²	0,6	2,0	2,2	2,2	2,1	2,2

1/ El rubro otros incluye Ingresos No Tributarios del Gobierno General.

2/ Incluye recursos de privatización.

Fuente: BCRP, MEF, Proyecciones MEF.

Cuadro 19
REQUERIMIENTO DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(US\$ Millones)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. USOS	1 288	3 895	7 750	7 396	7 624	7 261	7 427
1. Amortización	3 032	3 187	2 618	1 521	2 224	2 459	2 068
2. Déficit fiscal	-1 743	708	5 132	5 875	5 399	4 802	5 359
II. FUENTES	1 288	3 895	7 750	7 396	7 624	7 261	7 427
1. Externas	967	382	2 718	5 743	2 339	1 573	3 218
2. Internas	321	3 513	5 032	1 653	5 285	5 689	4 209

Fuente: BCRP, MEF. Proyecciones MEF.

Cuadro 20
REQUERIMIENTO DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
I. USOS	0,6	1,9	4,0	3,8	3,7	3,3	3,6
1. Amortización	1,5	1,6	1,4	0,8	1,1	1,1	1,0
2. Déficit fiscal	-0,9	0,3	2,7	3,0	2,6	2,2	2,6
II. FUENTES	0,6	1,9	4,0	3,8	3,7	3,3	3,6
1. Externas	0,5	0,2	1,4	2,9	1,1	0,7	1,6
2. Internas	0,2	1,7	2,6	0,8	2,6	2,6	2,0

Fuente: BCRP, MEF. Proyecciones MEF.

Cuadro 21
SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA
(Millones de Nuevos Soles)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
DEUDA PÚBLICA TOTAL	115 386	139 245	159 606	177 411	185 251	174 089
I. DEUDA PÚBLICA EXTERNA	50 373	67 663	82 633	91 712	91 017	88 454
CRÉDITOS	23 188	29 970	32 691	37 062	36 367	35 373
1. Organismos internacionales	16 789	21 556	23 988	26 102	25 693	25 261
2. Club de París	4 848	5 113	5 594	6 234	6 929	6 252
3. Banca Comercial	1 490	3 250	3 071	4 698	3 729	3 833
4. Otros	62	52	39	27	16	27
BONOS	27 184	37 692	49 943	54 650	54 650	53 081
II. DEUDA PÚBLICA INTERNA	65 014	71 582	76 972	85 699	94 234	85 635
1. Largo Plazo	57 711	63 333	69 066	78 132	85 858	77 685
CREDITOS	5 068	6 556	8 508	9 252	8 863	8 874
BONOS	52 643	56 776	60 558	68 881	76 994	68 811
1. Bonos del Tesoro Público	52 643	56 776	60 558	68 881	76 994	68 811
<i>del cual: Bonos Soberanos</i>	43 749	47 831	51 302	59 739	68 332	59 791
2. Otros	0	0	0	0	0	0
2. Corto plazo	7 303	8 250	7 907	7 567	8 377	7 950

Fuente: BCRP. MEF. Proyecciones MEF.

Cuadro 22
SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)

	2014	2015	2016	2017	2018	Prom. 2016-2018
DEUDA PÚBLICA TOTAL	20,1	22,9	24,8	25,5	25,0	25,1
I. DEUDA PÚBLICA EXTERNA	8,8	11,1	12,8	13,2	12,3	12,8
CRÉDITOS	4,0	4,9	5,1	5,3	4,9	5,1
1. Organismos internacionales	2,9	3,5	3,7	3,8	3,5	3,6
2. Club de París	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
3. Banca Comercial	0,3	0,5	0,5	0,7	0,5	0,6
4. Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BONOS	4,7	6,2	7,8	7,9	7,4	7,7
II. DEUDA PÚBLICA INTERNA	11,3	11,8	12,0	12,3	12,7	12,3
1. Largo Plazo	10,0	10,4	10,7	11,2	11,6	11,2
CREDITOS	0,9	1,1	1,3	1,3	1,2	1,3
BONOS	9,2	9,3	9,4	9,9	10,4	9,9
1. Bonos del Tesoro Público	9,2	9,3	9,4	9,9	10,4	9,9
<i>del cual: Bonos Soberanos</i>	7,6	7,9	8,0	8,6	9,2	8,6
2. Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Corto plazo	1,3	1,4	1,2	1,1	1,1	1,1

Fuente: BCRP. MEF. Proyecciones MEF.

Cuadro 23
PROYECCIÓN DEL SERVICIO DE DEUDA PÚBLICA
(US\$ Millones, Porcentaje del PBI)

	Servicio (Millones de US\$)		Servicio (% del PBI)	
	Amortización	Intereses	Amortización	Intereses
2014	3 187	2 201	1,6	1,1
2015	2 618	2 042	1,4	1,1
2016	1 521	2 461	0,8	1,3
2017	2 224	2 658	1,1	1,3
2018	2 459	2 880	1,1	1,3
2019	3 017	3 070	1,3	1,3
2020	3 459	3 002	1,4	1,2
2021	2 620	2 766	1,0	1,1
2022	1 931	2 677	0,7	1,0
2023	3 337	2 623	1,1	0,9
2024	4 042	2 499	1,3	0,8

Fuente: BCRP, MEF. Proyecciones MEF.

Cuadro 24a
COMPROMISOS Y OBLIGACIONES DE PAGO DEL ESTADO POR PARTICIPACIÓN EN
CONTRATOS DE ASOCIACIÓN PÚBLICO-PRIVADA ^{1/ 2/ 3/}
(Millones de US dólares con IGV)

	2014	2015	2016	2017	2018	TOTAL ^{5/}
PTAR TABOADA						
RPI	34,3	31,5	30,1	29,5	29,4	120,6
RPMO	5,7	7,4	7,1	6,9	6,9	28,3
TOTAL	39,9	38,9	37,2	36,5	36,3	148,9
DERIVACION HUASCACocha - RÍMAC						
RPI	14,5	13,4	12,9	12,6	12,6	51,5
RPMO	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	10,5
TOTAL	17,3	16,1	15,5	15,2	15,1	61,9
PTAR Y EMISOR SUBMARINO LA CHIRA						
RPI	0,0	0,0	8,6	8,5	8,4	25,6
RPMO	0,0	0,0	1,8	2,4	2,4	6,6
TOTAL	0,0	0,0	10,5	10,9	10,8	32,1
PROMSUR						
RPI	0,0	0,0	0,0	12,1	12,0	24,1
RPMO	0,0	0,0	0,0	5,0	5,0	9,9
TOTAL	0,0	0,0	0,0	17,0	17,0	34,0
EMFAPATUMBES						
Otros ^{m/}	0,2	4,9	1,3	0,0	0,0	6,1
TOTAL	0,2	4,9	1,3	0,0	0,0	6,1
TRASVASE OLMOS						
Compra del Agua	36,9	36,2	37,1	38,1	39,1	150,5
Otros	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	38,0	36,2	37,1	38,1	39,1	150,5
MAJES-SIGUAS II ETAPA						
Cofinanciamiento Gobierno Nacional	0,0	63,0	106,5	76,8	25,8	272,2
Cofinanciamiento Gobierno Regional de Arequipa	11,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,3	4,9	4,9	4,9	30,5	45,2
TOTAL	11,5	67,9	111,4	81,7	56,4	317,4
CHAMMOCHIC III ETAPA						
Cofinanciamiento Gobierno Nacional	0,0	102,3	120,9	80,5	0,0	303,8
Cofinanciamiento Gobierno Regional de La Libertad	0,6	2,7	3,1	42,4	0,0	48,3
Cofinanciamiento Compensatorio del Gobierno Regional de La Libertad	0,0	10,9	13,7	10,5	0,0	35,1
Otros	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	1,0	116,0	137,7	133,4	0,0	387,2
IIRSA NORTE						
PAMO ^{a/}	9,4	12,4	12,0	12,2	12,4	49,0
PAO ^{b/ c/}	39,6	39,3	39,3	39,3	39,3	157,2
Obras Accesorias y Adicionales ^{d/}	43,4	70,7	161,4	54,3	5,0	291,4
Mantenimiento de Emergencia	0,2	1,0	1,0	1,0	1,0	4,0
Otros ^{f/}	3,2	40,6	14,1	5,5	2,2	62,4
TOTAL	95,8	164,0	227,8	112,3	59,9	564,1
IIRSA SUR TRAMO 1						
PAMO ^{a/}	15,8	14,1	14,3	14,5	14,7	57,7
PAO ^{e/}	15,3	15,3	15,4	15,4	15,4	61,6
Obras Adicionales y Obras por eventos catastróficos ^{d/}	15,5	25,0	46,8	0,0	0,0	71,8
Mantenimiento de Emergencia	0,0	0,5	0,5	0,5	0,0	1,5
Otros ^{f/}	1,1	2,7	3,6	0,3	0,1	6,7
TOTAL	47,7	57,7	80,6	30,7	30,2	199,2
IIRSA SUR TRAMO 2						
PAMO ^{a/}	9,4	9,1	11,3	11,5	11,7	43,6
PAO ^{b/ e/}	47,2	46,8	46,8	46,8	46,8	187,4
Obras Adicionales y Accesorias ^{d/}	15,5	6,6	17,0	33,0	5,0	61,6
Mantenimiento de Emergencia	6,4	4,0	4,0	4,0	4,0	16,0
Otros ^{f/}	17,4	11,6	11,8	13,2	0,2	36,9
TOTAL	95,9	78,1	91,0	108,6	67,7	345,5
IIRSA SUR TRAMO 3						
PAMO ^{a/}	13,5	13,2	13,5	13,9	14,2	54,8
PAO ^{b/ e/}	61,1	60,7	60,7	60,7	60,7	242,8
Obras Adicionales y Accesorias ^{d/}	15,5	64,0	44,8	9,0	0,0	117,8
Mantenimiento de Emergencia	1,8	3,0	3,0	3,0	3,0	12,0
Otros ^{f/}	20,6	12,3	12,9	12,3	0,0	37,5
TOTAL	112,6	153,2	135,0	98,9	77,9	464,9

Cuadro 24b
COMPROMISOS Y OBLIGACIONES DE PAGO DEL ESTADO POR PARTICIPACIÓN EN
CONTRATOS DE ASOCIACIÓN PÚBLICO-PRIVADA ^{1/ 2/ 3/}
(Millones de US dólares con IGV)

	2014	2015	2016	2017	2018	TOTAL ^{5/}
IIRSA SUR TRAMO 4						
PAMO ^{a/}	13,4	13,1	13,3	13,5	13,7	53,6
PAO ^{b/ e/}	48,1	47,5	47,5	47,5	47,5	189,9
Obras Adicionales, Complementarias, Accesorias ^{d/}	15,5	9,2	10,0	47,6	37,2	103,9
Mantenimiento de Emergencia	31,0	6,0	6,0	6,0	6,0	24,0
Otros ^{f/}	83,8	68,8	100,7	108,4	59,3	337,2
TOTAL	191,8	144,6	177,5	223,0	163,6	708,6
IIRSA SUR TRAMO 5						
PAMO ^{a/}	0,3	2,0	2,0	2,6	2,7	9,3
PAO ^{e/}	25,7	26,5	27,0	27,0	27,0	107,6
PPO	0,0	23,0	46,1	46,1	0,0	115,1
Obras Adicionales ^{d/}	15,5	1,2	5,9	38,3	7,2	52,6
Otros ^{f/}	0,2	1,7	2,7	4,6	1,0	10,1
TOTAL	41,7	54,5	83,7	118,6	38,0	294,7
COSTA SIERRA (Buenos Aires-Canchaque)						
PAMO ^{a/}	2,1	2,4	2,5	2,5	2,6	10,0
PAO ^{b/}	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	28,5
Obras Adicionales ^{d/}	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mantenimiento de Emergencia	1,7	0,0	0,3	0,3	0,3	0,9
Otros ^{f/}	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	1,3
TOTAL	10,9	10,8	9,9	10,0	10,1	40,8
COSTA SIERRA (Huaral-Acos)						
PAMO ^{b/}	0,0	0,3	3,9	4,0	4,1	12,2
PPO ^{b/}	11,8	23,0	0,0	0,0	0,0	23,0
Obras Adicionales ^{d/}	0,0	0,0	0,0	9,6	0,0	9,6
Mantenimiento de Emergencia	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,9
Otros ^{f/}	0,2	4,4	0,7	1,5	0,5	7,2
TOTAL	12,0	27,7	4,9	15,4	4,9	52,9
COSTA SIERRA (Mocupe-Cayalti)						
PAMO ^{b/}	0,0	0,2	2,7	2,8	2,9	8,7
PPO ^{b/}	4,1	20,0	0,0	0,0	0,0	20,0
Obras Adicionales ^{d/}	0,0	0,0	0,0	0,0	21,6	21,6
Mantenimiento de Emergencia	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,9
Otros ^{f/}	0,0	3,3	0,1	0,1	1,6	5,2
TOTAL	4,1	23,5	3,2	3,3	26,4	56,4
AUTOPISTA DEL SOL						
IMAG	0,0	0,0	0,0	0,0	23,7	23,7
Obras Adicionales ^{d/}	0,0	24,7	57,7	22,3	0,0	104,6
Otros ^{f/}	11,6	12,1	13,7	25,7	31,0	82,5
TOTAL	11,6	36,8	71,4	48,0	54,8	210,9
IIRSA CENTRO TRAMO 2						
Obras Adicionales ^{d/}	0,0	3,7	19,2	26,0	7,1	56,0
Otros ^{f/}	0,6	16,9	2,2	4,0	1,6	24,8
TOTAL	0,6	20,7	21,4	30,0	8,7	80,8
RED VIAL 4						
IMAG	0,0	0,0	0,0	25,5	26,1	51,6
Obras Adicionales ^{d/}	0,0	13,7	13,7	9,0	0,0	36,5
Otros ^{f/}	14,0	86,6	82,2	98,0	9,2	276,0
TOTAL	14,0	100,3	95,9	132,6	35,3	364,1
RED VIAL 5						
IMAG	0,0	7,1	7,1	7,1	7,1	28,3
Obras complementarias	0,0	21,4	28,7	11,6	1,8	63,5
Otros ^{f/}	0,3	3,9	2,1	1,7	0,3	8,1
TOTAL	0,3	32,3	37,9	20,4	9,3	99,9
RED VIAL 6						
IMAG	0,0	17,7	17,7	17,7	21,2	74,3
Obras Adicionales ^{d/}	0,0	12,9	43,9	8,4	8,4	73,6
Otros ^{f/}	2,0	5,6	7,9	3,3	1,5	18,4
TOTAL	2,0	36,3	69,5	29,4	31,1	166,3

Cuadro 24c
COMPROMISOS Y OBLIGACIONES DE PAGO DEL ESTADO POR PARTICIPACIÓN EN
CONTRATOS DE ASOCIACIÓN PÚBLICO-PRIVADA ^{1/ 2/ 3/}
(Millones de US dólares con IGV)

	2014	2015	2016	2017	2018	TOTAL ^{5/}
DESVO QUILCA-LA CONCORDIA						
Obras Adicionales ^{d/}	0,0	0,0	2,8	2,8	0,6	6,2
Otros ^{f/}	0,0	0,7	2,9	3,4	1,6	8,7
TOTAL	0,0	0,7	5,7	6,2	2,2	14,8
LONGITUDINAL DE LA SIERRA TRAMO 2						
PRM	16,1	73,9	90,9	0,0	0,0	164,8
PAMO	0,0	23,7	23,5	22,9	23,3	93,4
PAMPI	0,0	0,0	0,0	35,8	35,8	71,7
Otros ^{g/}	0,2	0,9	2,5	1,8	1,8	7,0
TOTAL	16,3	98,5	116,9	60,6	60,9	336,9
RED DORSAL NACIONAL DE FIBRA ÓPTICA						
RPI ^{g/}	0,0	8,3	25,6	28,2	28,2	90,3
RPMO ^{g/}	0,0	8,9	17,2	18,1	18,1	62,4
Otros ^{g/}	0,8	3,1	3,6	0,0	0,0	6,7
TOTAL	0,8	20,3	46,3	46,4	46,4	159,3
AEROPUERTO INTERNACIONAL JORGE CHÁVEZ						
Expropiación	11,9	6,7	0,0	0,0	0,0	6,7
Expropiación - Seguridad y protección de terrenos expropiados	4,2	4,9	1,2	0,0	0,0	6,2
Otros ^{h/}	9,5	0,3	0,3	0,0	0,0	0,7
TOTAL	25,7	11,9	1,6	0,0	0,0	13,5
1ER GRUPO DE AEROPUERTOS REGIONALES						
PAMO	8,5	10,6	10,9	11,3	11,6	44,4
PAO	11,0	13,0	19,2	19,2	19,2	70,6
Otros ^{i/}	0,4	0,5	18,0	0,0	0,0	18,5
TOTAL	19,9	24,1	48,1	30,5	30,8	133,5
2DO GRUPO DE AEROPUERTOS REGIONALES						
PAMO	0,0	4,0	1,5	1,5	1,5	8,5
PPO	42,5	25,0	0,0	0,0	0,0	25,0
PAO	0,0	3,1	2,2	2,2	2,2	9,6
Otros ^{i/}	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	42,9	32,1	3,7	3,7	3,7	43,1
AEROPUERTO INTERNACIONAL DE CHINCHERO - CUSCO						
PPO	0,0	0,0	85,7	85,7	0,0	171,4
Otros	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	1,9	0,0	85,7	85,7	0,0	171,4
MUELLE SUR						
Demanda garantizada	0,0	40,4	40,4	40,4	40,4	161,4
Supervisión de Obras	0,1	2,9	3,8	3,8	0,0	10,5
TOTAL	0,1	43,2	44,2	44,2	40,4	172,0
TERMINAL PORTUARIO DE PAITA						
IMAG	0,0	0,0	19,0	20,2	21,3	60,5
Supervisión de obras	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	1,6	0,0	19,0	20,2	21,3	60,5
NUEVO TERMINAL PORTUARIO YURIMAGUAS						
PPO ^{b/}	0,0	0,0	5,5	11,0	11,0	27,5
PAMO ^{b/}	0,0	0,0	2,9	3,0	3,0	8,9
Supervisión de Obras	0,1	1,4	0,6	0,0	0,0	1,9
TOTAL	0,1	1,4	8,9	14,0	14,0	38,3
MUELLE NORTE						
Supervisión de Obras	2,8	3,2	0,2	0,0	0,0	3,5
TOTAL	2,8	3,2	0,2	0,0	0,0	3,5
TERMINAL SAN MARTÍN DE PISCO						
Supervisión de Obras	0,1	1,6	1,2	0,0	0,0	2,8
TOTAL	0,1	1,6	1,2	0,0	0,0	2,8

Cuadro 24d
COMPROMISOS Y OBLIGACIONES DE PAGO DEL ESTADO POR PARTICIPACIÓN EN
CONTRATOS DE ASOCIACIÓN PÚBLICO-PRIVADA ^{1/ 2/ 3/}
(Millones de US dólares con IGV)

	2014	2015	2016	2017	2018	TOTAL ^{5/}
LÍNEA 1 DEL METRO DE LIMA						
PKT para Costos Operativos y Mantenimiento	11,5	14,1	12,7	10,9	10,4	48,1
PKT para Inversión	43,7	5,2	5,7	5,6	6,0	22,4
PKT garantizado adicionales inversiones	0,0	2,0	1,9	5,6	0,0	9,5
Obras Adicionales (Nueva Flota) ^{d/}	0,0	0,0	0,0	3,6	68,4	71,9
Otros ^{j/}	0,0	0,0	0,0	0,0	23,4	23,4
TOTAL	55,1	21,3	20,3	25,7	108,2	175,5
LÍNEA 2 DEL METRO DE LIMA						
PPO	54,2	201,1	939,5	712,0	498,9	2 351,5
PPMR	194,1	0,0	21,9	29,2	65,7	116,7
RPMO	0,0	0,0	0,0	10,1	0,0	10,1
Expropiaciones, interferencias y otros ^{g/ k/}	120,5	306,3	68,3	41,7	3,4	419,6
TOTAL	368,8	507,4	1 029,6	792,9	568,0	2 898,0
VÍA EXPRESA SUR						
IMAG ^{g/}	0,0	0,0	0,0	0,0	18,0	18,0
TOTAL	0,0	0,0	0,0	0,0	18,0	18,0
TELECABINAS KUÉLAP						
PPO	0,0	15,8	5,3	0,0	0,0	21,1
RPMO	0,0	0,0	0,0	0,3	1,3	1,6
Otros ^{j/}	0,0	1,1	0,6	0,4	0,4	2,5
TOTAL	0,0	16,9	5,9	0,7	1,7	25,2
HOSPITAL III VILLA MARIA DEL TRIUNFO						
RPI	0,0	10,7	10,7	10,7	10,7	43,0
RPO	59,5	87,9	90,7	92,1	93,5	364,1
TOTAL	59,5	98,6	101,5	102,8	104,2	407,1
HOSPITAL III CALLAO						
RPI	0,0	10,2	10,2	10,2	10,2	40,9
RPO	57,2	87,9	90,7	92,1	93,5	364,1
TOTAL	57,2	98,1	100,9	102,3	103,7	405,1
TORRE TRECCA ^{4/}						
RPI	0,0	0,0	0,0	3,4	10,2	13,6
RPMO	0,0	0,0	0,0	22,6	68,7	91,3
TOTAL	0,0	0,0	0,0	26,0	78,9	104,8
GESTIÓN LOGÍSTICA DE ALMACENES Y FARMACIAS						
RPI	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	13,5
RPMO	9,3	9,3	9,7	11,0	11,2	41,2
TOTAL	12,7	12,7	13,1	14,4	14,5	54,7
GESTIÓN DEL INSTITUTO NACIONAL DE SALUD DEL NIÑO						
RPMO	0,0	4,0	11,6	11,6	11,8	39,0
RPAL	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,6
RSI	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	1,9
Supervisión de la APP	0,0	0,5	1,0	1,1	1,1	3,7
TOTAL	0,0	6,4	12,8	12,9	13,1	45,2
CUADRO RESUMEN DE COMPROMISOS						
I.Obligaciones de Pago - Etapa de Construcción	767,2	1 431,9	2 256,2	1 705,5	911,2	6 304,8
PPO / PPMR / PRM / Cofinanciamiento GN, GR, Compensatorio	334,6	561,0	1 439,0	1 094,2	601,4	3 695,6
Obras Adicionales, Complementarias y Accesorias	120,9	253,2	451,8	275,4	162,2	1 142,7
Otros	311,7	617,6	365,4	336,0	147,5	1 466,5
II. Compromisos Firmes - Etapa de Operación	606,3	707,6	770,1	871,1	938,8	3 287,7
Retribución por Inversión	388,0	380,3	411,5	433,2	435,6	1 660,5
Retribución por Operación y Mantenimiento	218,3	327,3	358,6	437,9	503,3	1 627,1
III. Compromisos Contingentes - Etapa de Operación	41,1	79,6	99,6	126,3	172,7	478,2
IMAG / Demanda garantizada	41,1	79,6	99,6	126,3	172,7	478,2
TOTAL (I + II + III)	1 414,5	2 219,1	3 125,9	2 702,9	2 022,7	10 070,6

1/ Netos de ingresos derivados de la concesión (peajes, tarifas, etc.).

2/ El contrato suscrito EMFAPATUMBES no proyecta gastos en garantías para dicho periodo, así como la Operación del Servicio de Transporte de Pasajeros y Operación de la Unidad de Recaudo - COSAC I.

3/ El presente cuadro representa la exposición máxima del Estado por el compromiso asumido en cada uno de los Contratos de APP. Así pues el pago de los compromisos contingentes del Estado derivados de los procesos de APP se materializa si los ingresos o demanda no superan el mínimo garantizado.

4/ Proyecto con obligaciones contractuales suspendidas.

5/ Corresponde a 2015 – 2018

a/ Incluye ajuste por inflación.

b/ Incluye ajuste por fórmula polinómica.

c/ Incluye tasa de regulación.

d/ Propuesta del Sector, incluye proyectos sujetos a evaluación.

e/ Incluye ajuste por variación de la tasa de interés.

f/ Incluye, de acuerdo al proyecto, Informe Técnico de Mantenimiento - ITM, Supervisión de ITM, Obras Faltantes y Sectores Críticos, Puesta a Punto, CAM Obras Adicionales, Supervisión de Obras Adicionales, Accesorias, Complementarias y Faltantes, Supervisión de Puesta a Punto, Supervisión de Obras, Supervisión de Obras Nuevas, Seguimiento y Control de Supervisión, Mantenimiento de Emergencia y PACRI.

g/ No se encuentran gravados por el IGV.

h/ Incluye gastos corrientes por expropiación.

i/ Incluye Saneamiento Físico Legal.

j/ Incluye PKT por Km Mantenimiento Nueva Flota.

k/ Fuente: Oficio N° 817-2015-MTC/25.

l/ Incluye Supervisión de Obra (diseño y construcción) y Supervisión de Obra (explotación y conservación).

m/ Se considera el cofinanciamiento por operaciones oficiales de crédito y del Fondo de Desarrollo Perú-Canadá.

Fuente: PROINVERSION, MTC, MVCS, MINCETUR, MINSA, ESSALUD, MML, PROTRANSPORTE, Gobierno Regional de La Libertad, Gobierno Regional de Arequipa y Gobierno Regional de Lambayeque.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

PRESIDENCIA

OFICIO No. 080 -2015-BCRP

Lima, 27 de agosto de 2015

Señor Alonso Arturo Segura Vasi
Ministro de Estado en el Despacho de Economía y Finanzas
Ciudad.

Estimado Señor Segura:

Tengo el agrado de dirigirme a usted para transmitirle la opinión técnica de este Banco Central respecto a las proyecciones de crecimiento económico y de balanza de pagos contenidas en el Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018 Revisado (MMMR), en cumplimiento de la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal.

En cuanto al escenario internacional mantenemos una proyección base de crecimiento mundial de 3,2 por ciento, con una proyección de crecimiento para América Latina menor a dicho promedio (0,5 por ciento), mientras que para 2016-2018 se espera un crecimiento mundial promedio de 3,7 por ciento y de 2,5 por ciento para América Latina. Esta evolución de la economía global implicaría una reducción de los términos de intercambio de nuestro comercio exterior de 4,1 por ciento en el 2015, con una importante reducción de los precios de exportación (13 por ciento) y de importación (9 por ciento). Cabe mencionar que la economía no se está beneficiando completamente de la reducción de los precios de importación, en particular en el caso de los combustibles, los cuales se encuentran 20 por ciento por encima de la referencia internacional.

Desarrollos de la economía nacional

El estimado de crecimiento refleja el impacto adverso de los choques externos que han afectado a la economía peruana tales como la caída de términos de intercambio, el menor dinamismo de la actividad económica mundial y los menores flujos de capital.

Coincidimos con el MMMR en que durante 2015 el crecimiento estará liderado por la recuperación de los sectores primarios, mientras que el producto no primario crecería a una tasa menor que el PBI. Así, la política fiscal en 2015-2016 debería mantener una posición expansiva que se debería ir retirando en la medida que la actividad económica se vaya recuperando y alcanzando su ritmo de crecimiento potencial.

A pesar de los esfuerzos del gobierno nacional, el impacto de la política fiscal ha sido limitado por la baja capacidad de ejecución de gasto a nivel subnacional. Durante el primer semestre del 2015 el gasto no financiero del gobierno general aumentó en alrededor de 2 por ciento en términos reales respecto al mismo periodo del año 2014, con una caída del gasto de los gobiernos locales de 26 por ciento y de las regiones de 6 por ciento, lo que obedeció al impacto del cambio de autoridades sub nacionales. Esta menor capacidad de gasto se ha hecho evidente en el componente de inversión, el cual ha bajado 20 por ciento en términos reales, por la menor ejecución de gobiernos locales y regionales en 40 y 31 por ciento, respectivamente.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

PRESIDENCIA

Para 2016-2018, al igual que el MMMR, esperamos un aumento en la tasa de crecimiento de la economía asociado a la entrada en producción de proyectos mineros que dinamizarán las exportaciones primarias y que se revertirán los problemas de gestión que han retrasado la ejecución de la inversión pública en el 2015.

Coincidimos con el MMMR en que para recuperar una tasa de crecimiento elevada se requiere la implementación de reformas que promuevan la inversión y la productividad, como es el caso de la reducción de trabas burocráticas y el exceso de permisos.

El Banco Central ha venido aplicando una política monetaria expansiva, tanto a través de una tasa de interés de referencia en términos reales cercana a cero, como mediante la inyección de liquidez en moneda nacional. A su vez, en un contexto de incertidumbre en los mercados financieros internacionales, el Banco Central ha venido implementando medidas para reducir la dolarización, generando así un entorno de una menor vulnerabilidad financiera.

Escenario fiscal

La mayor parte del déficit del 2015 está asociada a la caída de la recaudación tributaria en 2 puntos porcentuales respecto al 2014. La evidencia empírica de los multiplicadores fiscales muestra que los correspondientes a los gastos son mayores que los de ingresos, y a su vez el del gasto de capital mayor al del gasto corriente.

El escenario fiscal del MMMR proyecta un déficit de 2,7 por ciento del PBI para el 2015, el que subiría transitoriamente a 3,0 por ciento en el 2016, para converger gradualmente a 2,6 por ciento en el 2017 y a 2,2 por ciento del PBI en el 2018.

En línea con nuestro comentario al Marco Macroeconómico de abril, consideramos que una política fiscal basada en el resultado estructural es una innovación institucional positiva que busca reducir la volatilidad del gasto del gobierno y eliminar el componente pro cíclico de la política fiscal. Sin embargo su uso no está exento de complicaciones prácticas por lo que la metodología debería revisarse periódicamente.

Balanza de Pagos

Coincidimos con las previsiones del MMMR que consideran una reducción progresiva del déficit en cuenta corriente en el horizonte de proyección, pasando de 4,0 a 2,0 por ciento del PBI entre 2014 y 2018. Esta reducción en la brecha externa está asociada al aumento en el volumen de exportaciones vinculado a los proyectos mineros que entrarán en operación en 2016 y 2017. El déficit previsto en la cuenta corriente se financiaría fundamentalmente con flujos de capital privado de mediano y largo plazo.

Hago propicia la ocasión para renovarle la seguridad de mi especial consideración.



Luis Alberto Arias Minaya
Vicepresidente
En ejercicio de la Presidencia