



REPORTE DE INFLACIÓN

Enero 2015

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2014-2016**

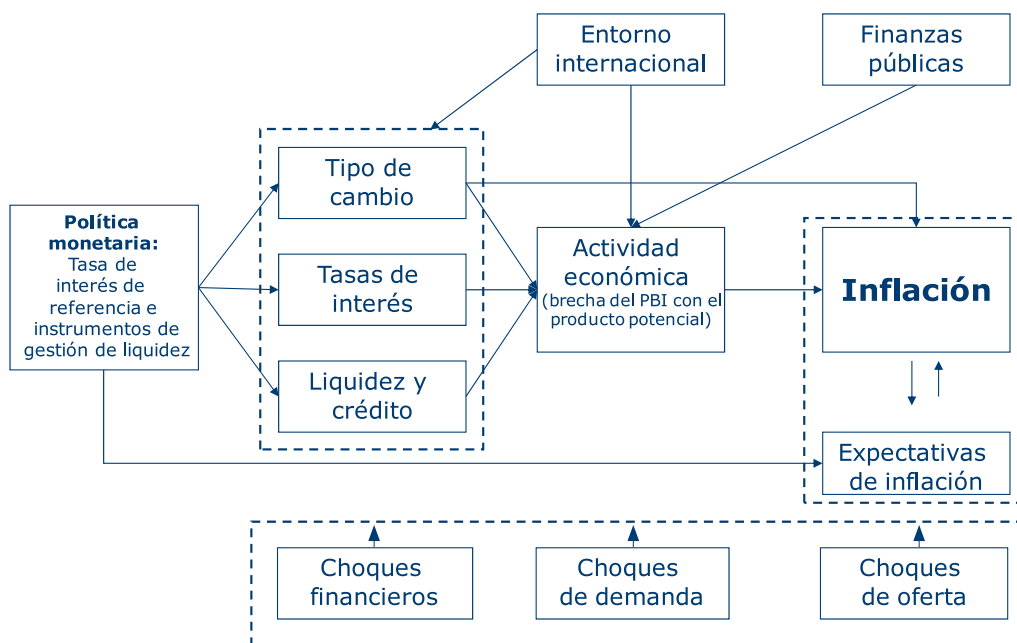


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2014-2016

Enero 2015



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

REPORTE DE INFLACIÓN
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2014-2016

Enero 2015

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Actividad productiva	11
– Mercados financieros.....	25
II. Actividad económica	33
– PBI sectorial	33
– PBI gasto.....	39
III. Balanza de pagos	60
– Balanza comercial	60
– Términos de intercambio.....	64
– Balanza en cuenta corriente y su financiamiento	72
IV. Finanzas públicas.....	76
– Resultado económico.....	76
– Impulso fiscal.....	78
– Deuda pública.....	86
V. Dinero y mercados financieros.....	91
– Acciones de Política Monetaria.....	91
– Tasas de interés y operaciones monetarias.....	92
– Encajes	98
– Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	100
– Liquidez y crédito.....	102
– Emisiones de bonos del sector privado	108
– Mercado inmobiliario	110
VI. Inflación.....	124
VII. Política Monetaria y proyección de inflación	129
VIII. Balance de riesgos.....	135

RECUADROS

1. La caída en el precio del petróleo: los canales de transmisión	31
2. Cálculo de la productividad total de los factores (PTF)	57
3. Modificaciones en las tasas del Impuesto a la Renta	88
4. Nuevas modalidades de inyección de liquidez en soles del BCRP	112
5. Medidas recientes del BCRP para acelerar la desdolarización del crédito	114
6. Límites a las posiciones de derivados: Evidencia empírica internacional	117
7. Estimación del tipo de cambio real de equilibrio	122

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al tercer trimestre de 2014 de la Balanza de Pagos y el Producto Bruto Interno, y a diciembre de 2014 de las operaciones del Sector Público No Financiero, cuentas monetarias, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

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



Resumen

- i. El crecimiento de la **economía mundial** se redujo por tercer año consecutivo en 2014 (3,1 por ciento), aunque la economía de Estados Unidos mostró una sólida recuperación tanto en el crecimiento del consumo como en la inversión privada. Para el presente y próximo año se proyecta una recuperación de la economía mundial (3,5 por ciento y 3,7 por ciento, respectivamente), considerando la tendencia positiva que vienen mostrando los indicadores en la economía de Estados Unidos, principalmente. La recuperación del crecimiento mundial, no obstante, sería más moderada que la prevista en el Reporte de Inflación anterior, por un menor crecimiento de países emergentes, tanto de China como de América Latina.
- ii. La economía registró en 2014 una importante desaceleración al pasar de un crecimiento de 5,8 por ciento en 2013 a uno de 2,4 por ciento. Esta disminución obedece a (i) un menor crecimiento del consumo y la inversión ante la caída de los términos de intercambio en los últimos tres años, (ii) la reducción del gasto público, principalmente por dificultades en la ejecución de los programas de inversión de los gobiernos regionales y locales, y (iii) los factores de oferta transitorios, tales como el efecto climático adverso en la producción agropecuaria y pesquera y las menores leyes de mineral, con lo cual el PBI primario tendría la caída más pronunciada (-2,1 por ciento) desde 1992.

La desaceleración habría sido mayor a la presentada en el Reporte de Inflación de octubre (3,1 por ciento) debido a factores transitorios que habrían afectado los resultados del último trimestre del año, como un menor crecimiento en el sector manufactura, dado que el procesamiento de recursos primarios se habría visto fuertemente afectado durante el último trimestre del año por la suspensión de la segunda temporada de pesca de anchoveta.

Para 2015 se espera una recuperación del PBI, el cual pasaría de 2,4 a 4,8 por ciento, considerando una reversión parcial de los choques de oferta observados durante 2014, y una recuperación por el lado de la demanda basada en un mayor gasto público, una recuperación de la confianza empresarial y la continuación de una posición monetaria flexible. En 2016 el crecimiento se aceleraría a 6,0 por ciento por el impulso de las exportaciones, principalmente de productos tradicionales asociados a proyectos mineros como Constanza y Las Bambas.

- iii. El déficit en **cuenta corriente de la balanza de pagos** sería de 4,4 por ciento del PBI en 2014, ligeramente menor al observado en 2013 (4,5 por ciento). Respecto al Reporte previo, se observaría un menor déficit principalmente por un ajuste de la demanda por importaciones. Para **2015** se prevé un déficit en cuenta corriente similar al del año previo ya que el aumento de exportaciones netas compensaría los menores términos de intercambio (-0,7 por ciento). Para **2016** se espera una





reducción del déficit en cuenta corriente (3,7 por ciento) a raíz de la entrada en operación de Las Bambas, lo que explicaría el incremento de las exportaciones en dicho año.

- iv. El resultado económico del **sector público no financiero** pasaría de un superávit de 0,9 por ciento a un déficit de 0,1 por ciento del PBI en 2014, debido a mayores gastos no financieros y menores ingresos corrientes. Para los años **2015** y **2016** se proyecta un déficit fiscal de 2,0 por ciento, debido a la caída de los ingresos corrientes como consecuencia del conjunto de medidas adoptadas en el cuarto trimestre de 2014, principalmente la reducción del impuesto a la renta, así como por la disminución del precio del petróleo.
- v. El Directorio del Banco Central acordó disminuir la **tasa de interés de referencia** de la política monetaria a 3,25 por ciento en enero. Este nivel de la tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que converge más rápidamente a 2,0 por ciento en 2015 debido a que los menores precios internacionales del petróleo se han comenzado a trasladar al mercado interno, dando mayor margen para que la política monetaria actúe tomando en cuenta que la actividad económica continúa por debajo de su potencial. Asimismo, el Banco Central continuó flexibilizando el régimen de **encaje** en moneda nacional a fin de proveer liquidez en soles a la banca para facilitar la expansión del crédito en esta moneda, en un contexto en que los depósitos en soles han crecido a un menor ritmo que el crédito. La última reducción fue de 9,5 a 9,0 por ciento y entró en vigencia en enero de 2015. Estas medidas serán complementadas en 2015 con nuevos esquemas de inyección de liquidez en moneda nacional, a fin de facilitar el proceso de desdolarización del crédito.
- vi. La **tasa de inflación** en 2014 se ubicó en 3,2 por ciento reflejando principalmente alzas en los precios de alimentos y tarifas eléctricas. Sin embargo, la inflación sin alimentos y energía, es decir descontando el impacto de estos rubros de alta volatilidad de precios, se ubicó en 2,5 por ciento. Se mantiene la previsión que la inflación alcanzará la tasa de 2 por ciento en el horizonte de proyección 2015-2016. Este escenario considera que no habría presiones inflacionarias de demanda en el horizonte de proyección y que las expectativas de inflación se mantendrían dentro del rango meta con una tendencia decreciente hacia 2 por ciento.
- vii. Con relación a la proyección de inflación entre los eventos más probables que podrían desviar la tasa de inflación del escenario base destacan una mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, una mayor desaceleración de la demanda interna, un menor crecimiento mundial y la ocurrencia de choques de oferta.

a. Menor crecimiento mundial.

El escenario base considera una recuperación más lenta de la economía mundial en el período 2015-2016, respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de

octubre. Sin embargo, si dicha recuperación se postergara más, y los términos de intercambio siguen deteriorándose, se esperaría un menor impulso externo que se traduciría en una mayor reducción de la brecha del producto y menor tasa de inflación.

b. Desaceleración de la demanda interna.

La actividad económica podría demorarse en su recuperación si es que se produce un aplazamiento en la ejecución de proyectos de inversión tanto públicos como privados, lo que incidiría en una brecha producto más negativa y por tanto en una menor inflación en el horizonte de proyección.

c. Volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Este riesgo podría materializarse si el retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos generara una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. En tal caso, se podrían generar salidas de capitales desde los países emergentes, presionando al alza los tipos de cambio de las economías emergentes, y endureciendo las condiciones crediticias en estas economías.

d. Choques de oferta.

Las bajas cotizaciones internacionales del petróleo podrían tener un efecto mayor en la inflación a la baja de no observarse una recuperación en los precios internacionales de petróleo en la segunda mitad del año.

- viii. El balance de los riesgos antes mencionados genera un **sesgo a la baja** en la proyección de la inflación. Ello contrasta con el sesgo neutral del Reporte de Inflación de octubre. Esta revisión se explica principalmente por el mayor riesgo a la baja en las cotizaciones de los precios de petróleo que contempla este Reporte de Inflación.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2013	2014 ^{1/}	2015 ^{1/}		2016 ^{1/}	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
Var. % real						
1. Producto bruto interno	5,8	2,4	5,5	4,8	6,3	6,0
2. Demanda interna	7,0	2,5	5,0	4,7	5,5	5,2
a. Consumo privado	5,3	4,3	4,7	4,5	5,2	4,8
b. Consumo público	6,7	6,4	6,0	6,6	6,0	6,0
c. Inversión privada fija	6,4	-1,5	5,2	3,0	6,3	5,2
d. Inversión pública	12,1	-3,6	8,8	12,0	11,6	11,6
3. Exportaciones de bienes y servicios	-0,9	-2,2	6,5	3,4	9,4	9,4
4. Importaciones de bienes y servicios	3,6	-1,3	4,2	2,9	5,9	5,9
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,7	2,4	3,0	2,7	3,2	3,0
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	0,0	-2,0 ; -1,0	-2,0 ; -1,0	-2,0 ; -1,0	-1,0 ; 0,0	-1,0 ; 0,0
Var. %						
6. Inflación	2,9	3,2	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5
7. Precio promedio del petróleo	4,0	-4,9	-7,8	-45,1	-3,6	13,5
8. Tipo de cambio nominal esperado ^{3/}	8,5	6,4	1,3	3,5	0,6	2,2
9. Tipo de cambio real multilateral ^{3/}	0,7	3,2	-1,1	0,7	0,2	0,7
10. Términos de intercambio	-4,7	-5,8	1,2	-0,7	-0,5	-1,0
a. Precios de exportación	-5,5	-7,3	-0,6	-7,7	0,2	0,9
b. Precios de importación	-0,8	-1,5	-1,8	-7,1	0,7	1,9
Var. % nominal						
11. Circulante	9,3	10,4	11,5	10,8	12,0	11,5
12. Crédito al sector privado ^{4/}	13,2	10,8	13,1	12,0	13,7	13,0
% PBI						
13. Inversión bruta fija	26,6	25,6	25,7	25,4	26,1	25,6
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,5	-4,4	-4,3	-4,4	-3,5	-3,7
15. Balanza comercial	0,0	-1,4	-0,7	-1,3	-0,1	-0,9
16. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{5/}	9,5	7,0	6,4	5,9	5,5	5,2
17. Ingresos corrientes del gobierno general	22,1	22,2	21,9	20,7	21,9	20,8
18. Gastos no financieros del gobierno general	20,5	21,3	21,3	21,7	21,3	21,8
19. Resultado económico del sector público no financiero	0,9	-0,1	-0,3	-2,0	-0,5	-2,0
20. Saldo de deuda pública total	19,6	19,7	18,7	19,6	18,2	19,3

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

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

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

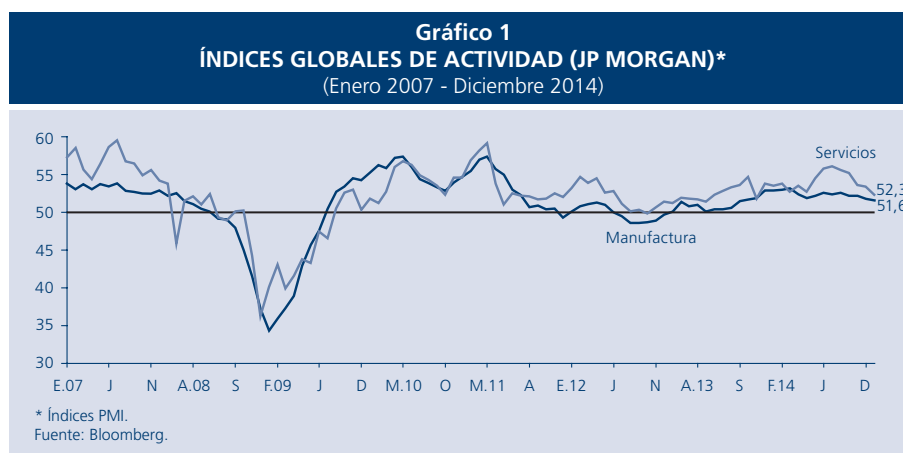
5/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.

I. Escenario internacional

Actividad productiva

1. La evolución reciente y las perspectivas de crecimiento difieren a nivel de países. Mientras que la recuperación de la economía de Estados Unidos se consolida, las perspectivas de algunas economías desarrolladas –en particular Eurozona y Japón– y de varias economías emergentes se han deteriorado.

El índice global de PMI de manufactura ha venido disminuyendo ligeramente en los dos últimos meses aunque se mantiene por encima del umbral de 50, es decir, en zona de expansión. El índice de servicios, por su parte, muestra también niveles superiores al umbral aunque también con una tendencia decreciente desde agosto del año pasado.



2. Se estima un crecimiento del PBI mundial de 3,1 por ciento en 2014, de 3,5 por ciento en 2015 y de 3,7 por ciento en 2016. Para 2015 se han revisado las proyecciones a la baja por un menor crecimiento de las economías en desarrollo de 5,0 a 4,4 por ciento, por efecto de una revisión del crecimiento de China de 7,2 a 7,0 por ciento y de América Latina de 2,6 a 1,7 por ciento.





Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP %	2013	2014*		2015*		2016*	
	2012		RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
Economías desarrolladas	44,4	1,3	1,8	1,8	2,3	2,3	2,4	2,3
<i>De los cuales</i>								
1. Estados Unidos	16,6	2,2	2,2	2,4	3,0	3,1	3,0	3,0
2. Eurozona	12,7	-0,5	0,7	0,8	1,2	1,1	1,6	1,5
Alemania	3,5	0,1	1,5	1,5	1,5	1,1	1,5	1,5
Francia	2,6	0,3	0,4	0,4	1,0	0,9	1,4	1,3
Italia	2,1	-1,9	-0,3	-0,4	0,4	0,3	1,1	1,0
España	1,5	-1,2	1,1	1,3	1,5	1,7	1,5	1,7
3. Japón	4,7	1,6	1,1	0,2	1,3	1,3	0,9	1,0
4. Reino Unido	2,3	1,7	3,0	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4
Economías en desarrollo	55,6	4,7	4,3	4,2	5,0	4,4	5,3	4,9
<i>De los cuales</i>								
1. Asia emergente y en desarrollo	27,8	6,6	6,4	6,4	6,7	6,5	6,7	6,5
China	15,2	7,7	7,2	7,4	7,2	7,0	7,0	6,8
India	6,5	5,0	5,4	5,4	6,3	6,3	6,5	6,5
2. Comunidad de Estados Independientes	4,9	2,2	0,8	0,8	1,9	-1,7	3,4	0,7
Rusia	3,5	1,3	0,3	0,3	1,0	-4,0	2,2	-1,5
3. América Latina y el Caribe	8,8	2,8	1,4	1,0	2,6	1,7	3,4	2,8
Brasil	3,0	2,5	0,3	0,2	1,3	0,6	2,7	2,0
Economía Mundial	100,0	3,3	3,0	3,1	3,6	3,5	3,8	3,7
Nota:								
Socios Comerciales ^{1/}	64,1	2,7	2,4	2,4	3,0	2,7	3,2	3,0
BRICs ^{2/}	26,3	5,8	5,3	5,3	5,7	4,8	5,8	5,1

* Proyección.

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

2/ Brasil, Rusia, India y China.

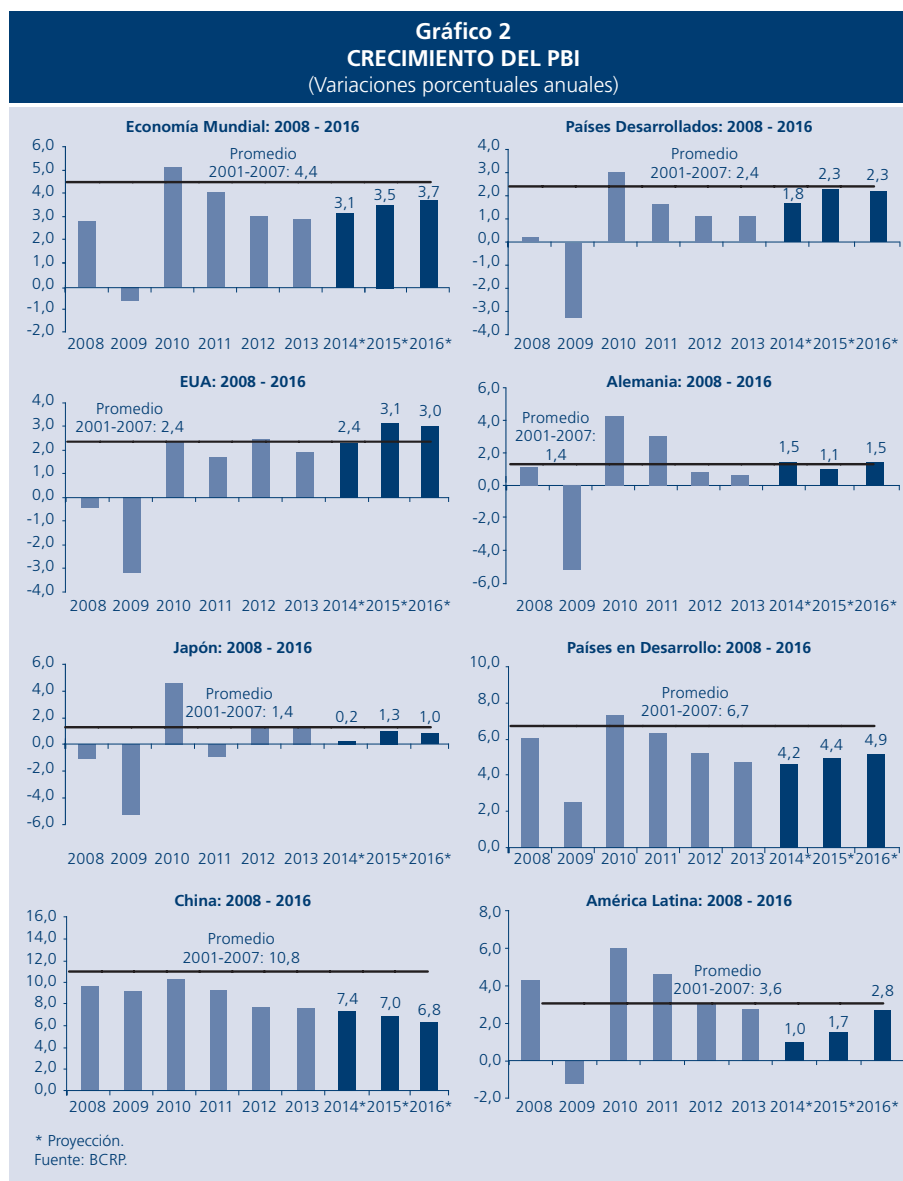
Nota: Las proyecciones del RI enero contemplan las nuevas ponderaciones del WEO FMI octubre 2014.

RI: Reporte de Inflación.

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.

3. Algunos de los factores de riesgo reseñados en el anterior reporte de inflación se han acentuado.
- La caída abrupta en el precio del petróleo**, si bien tendría un impacto positivo en el consumo global, incrementa el riesgo de crisis en algunas economías exportadoras de dicho producto, lo que podría elevar la aversión al riesgo y deteriorar las condiciones de financiamiento a las economías emergentes.
 - Los riesgos de deflación en la Eurozona y Japón** se mantienen y podrían acentuarse con la reciente corrección en el precio de petróleo. Sin embargo, estas presiones incrementan la probabilidad de nuevos estímulos.
 - Una desaceleración de China** mayor a la prevista sigue siendo un factor de riesgo en un contexto en que las probabilidades de una deflación se han incrementado en los últimos meses.

- d. Por último, se mantiene la posibilidad de un **ajuste desordenado en los mercados financieros ante una próxima elevación de tasas por parte de la Fed.**



4. En **Estados Unidos**, la economía continuó mostrando una sólida recuperación con tasas de crecimiento de 4,6 por ciento en el segundo trimestre y 5,0 por ciento en el tercer trimestre, resultado que se sustenta en el dinamismo de la inversión con tasas de crecimiento de 9,5 y 7,7 por ciento en dichos trimestres.





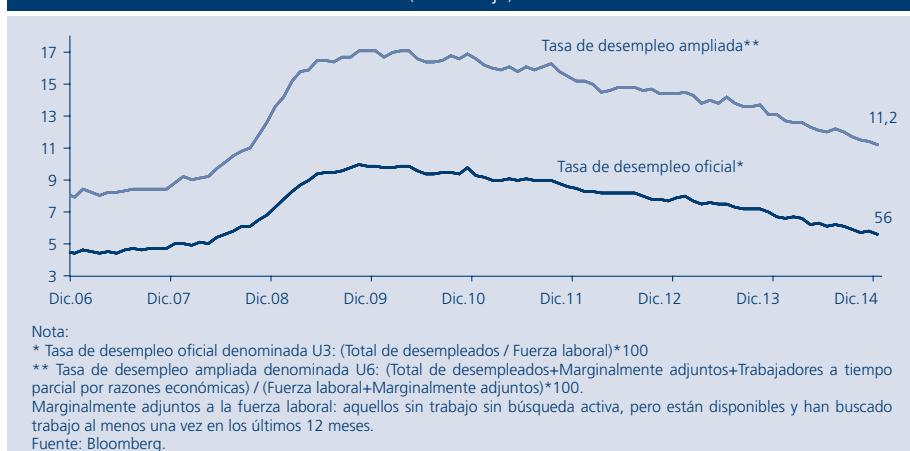
Cuadro 2
EUA: PBI
(Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)

	2013				2014		
	I	II	III	IV	I	II	III
Consumo Privado	3,6	1,8	2,0	3,7	1,2	2,5	3,2
Inversión Fija	2,7	4,9	6,6	6,3	0,2	9,5	7,7
Variación inventarios *	0,7	0,3	1,5	-0,3	-1,2	1,4	0,0
Exportaciones netas *	-0,1	-0,5	0,6	1,1	-1,7	-0,3	0,8
PBI	2,7	1,8	4,5	3,5	-2,1	4,6	5,0
Nota							
Tasa de desempleo **	7,5	7,5	7,2	6,7	6,7	6,1	5,9

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

5. Indicadores recientes –empleo, producción industrial, ventas minoristas, confianza del consumidor, entre otros– muestran una tendencia positiva para el cuarto trimestre. Se estima que la mayor contribución al crecimiento provendría del consumo que continúa impulsado por los bajos precios del petróleo y por las favorables condiciones del mercado laboral. La tasa de desempleo oficial (U3) y aquella que considera una definición más amplia (U6) han alcanzado niveles mínimos desde junio y octubre de 2008, respectivamente.

Gráfico 3
EUA: MEDIDAS DE DESEMPLEO
(Porcentaje)

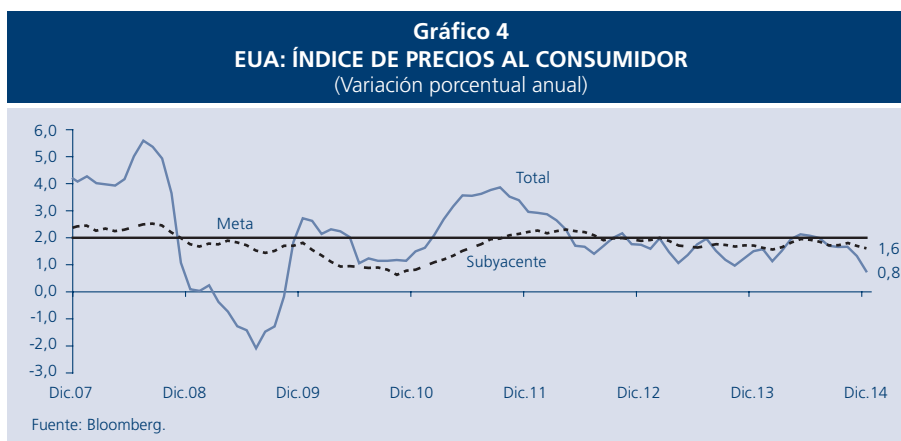


Por el contrario, se espera una menor contribución de las exportaciones netas debido al fortalecimiento del dólar y al menor dinamismo observado en la Eurozona, Japón y China. Asimismo, la contribución de la inversión fija sería menor que en el tercer trimestre debido al efecto que tendrían los bajos precios del petróleo sobre la inversión en el sector de energía.

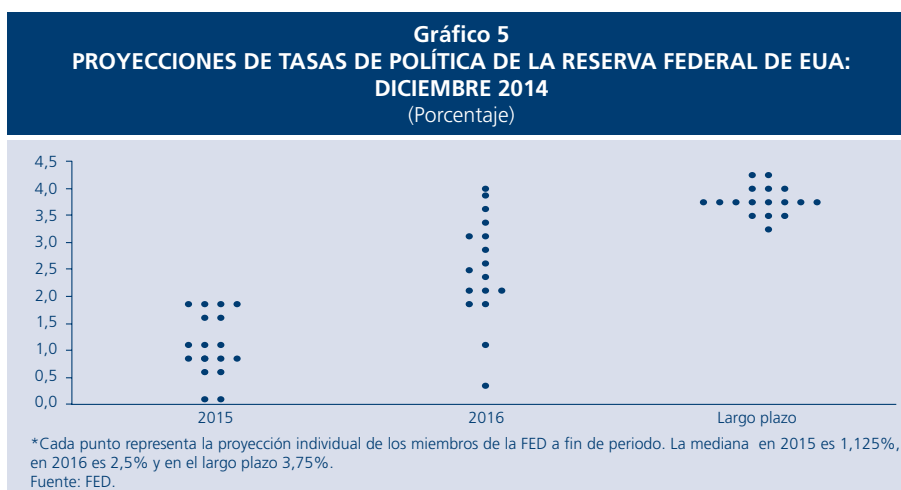
6. En línea con el mayor crecimiento del producto en el tercer trimestre y con los indicadores recientes, se estima que la economía de Estados Unidos crecerá 2,4 por

ciento en 2014, 3,1 por ciento en 2015 y 3,0 por ciento en 2016. Estas tasas son mayores a las proyectadas en el Reporte de Inflación de octubre. Esta proyección asume que el impulso en el crecimiento de los menores precios del petróleo será mayor que el impacto negativo de la apreciación del dólar.

7. La tasa de inflación anual cayó de 1,7 por ciento en agosto a 0,8 por ciento en diciembre, y la inflación subyacente –que excluye combustibles y alimentos– cayó ligeramente a 1,6 por ciento. La inflación se mantendría en niveles bajos, aunque de manera transitoria, por la caída de los precios del petróleo y el fortalecimiento del dólar.



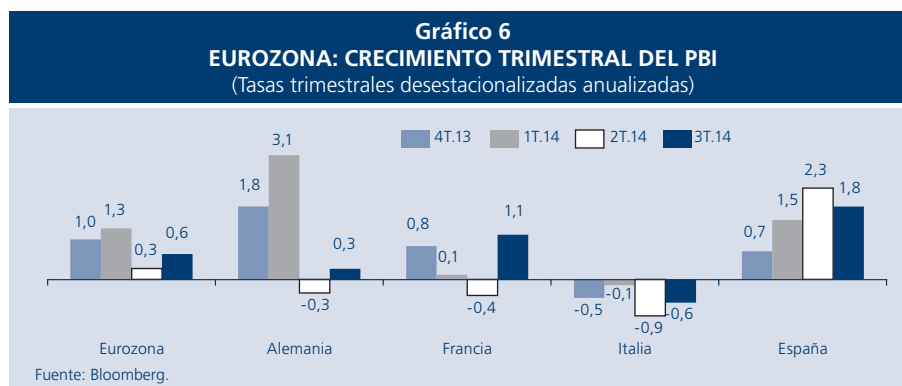
En este contexto de recuperación sostenida, la Fed finalizó su programa de compras mensuales de bonos –*Quantitative Easing* (QE)– en octubre, en línea con lo esperado por el mercado. En la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de diciembre retiró su guía de mantener tasas de interés bajas “por un tiempo considerable” y enfatizó que ésta estaría sujeta a la evolución de las condiciones económicas, en línea con comunicados previos. El mercado de futuros estima que la Fed iniciaría su ajuste de ciclo de tasas hacia el tercer trimestre de 2015.





8. En la **Eurozona**, como se ha informado en los reportes previos, la recuperación de la actividad durante el año 2014 ha sido débil y desigual. El bajo nivel de crecimiento –que en el tercer trimestre fue 0,6 por ciento– ha estado acompañado por una inflación decreciente que ha incrementado los riesgos de un proceso deflacionario en varios de los países de la región.

A nivel de países, la debilidad se expandió a Alemania, la principal economía de la Eurozona, afectada por la caída de la confianza empresarial. Por el contrario, España e Irlanda han mostrado una evolución positiva, producto de las reformas adoptadas a inicios de la crisis.



9. El bajo crecimiento de la Eurozona se explica principalmente por la lenta recuperación de la demanda interna.

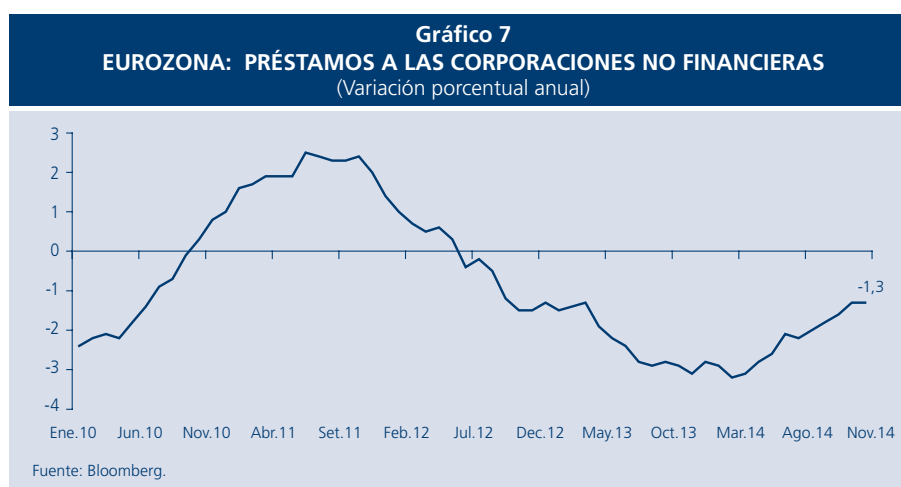
El consumo ha tenido una contribución positiva, favorecido por la estabilización en las tasas de desempleo y las bajas tasas de inflación. Sin embargo el desapalancamiento del sector privado, que ha continuado en los últimos trimestres, ha limitado esta recuperación. La inversión ha registrado contracciones en los dos últimos trimestres. En esta evolución ha sido determinante la caída en la confianza empresarial asociada a la moderación del crecimiento de China y a la crisis geopolítica (entre Rusia y Ucrania).

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

	2013				2014		
	I	II	III	IV	I	II	III
Consumo Privado	-0,9	0,5	0,5	0,6	0,6	1,1	1,9
Inversión Fija	-8,8	2,7	2,4	2,7	1,2	-2,6	-1,2
Variación inventarios *	0,8	-0,7	1,2	-1,2	0,5	-0,4	-0,5
Exportaciones netas *	-0,4	1,6	-1,6	0,8	0,1	0,4	0,1
PBI	-1,5	1,3	0,7	1,0	1,3	0,3	0,6
Nota							
Tasa de desempleo **	12,0	12,0	12,0	11,8	11,7	11,6	11,5

* Contribución al crecimiento.
** Fin de período.
Fuente: Eurostat.

10. A esta evolución se sumaron las condiciones crediticias, que si bien han mejorado, aún son restrictivas. A noviembre de 2014, el crédito bancario al sector privado corporativo no financiero se contrajo 1,3 por ciento, resultado que se explicaría principalmente por las economías periféricas (como Italia, España, Portugal, Grecia e Irlanda). Asimismo, la última encuesta de condiciones crediticias de la banca mostró que para el tercer trimestre de 2014 los bancos relajaron sus condiciones pero aún están en niveles restrictivos y lejos de sus niveles promedios históricos.



11. A nivel sectorial, las señales de los índices de actividad (PMI) de diciembre mostraron cierta mejora, luego de los bajos niveles de noviembre, tanto en servicios como en manufactura. El mayor impulso de manufactura se dio en Alemania, mientras que el impulso de servicios se extendió además a otras economías periféricas, con excepción de Italia.

Cuadro 4
EUROZONA: ÍNDICES DE ACTIVIDAD (PMI) DEL JPMORGAN

	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Set.14	Oct.14	Nov.14	Dic.14
Compuesto							
Eurozona	52,1	53,1	52,8	52,0	52,1	51,1	51,4
Servicios							
Eurozona	51,0	52,2	52,8	52,4	52,3	51,1	51,6
Alemania	53,5	53,0	54,6	55,7	54,4	52,1	52,1
Francia	47,8	51,5	48,2	48,4	48,3	47,9	50,6
Italia	47,9	49,5	53,9	48,8	50,8	51,8	49,4
España	54,2	54,0	54,8	55,8	55,9	52,7	54,3
Manufactura							
Eurozona	52,7	53,0	51,8	50,3	50,6	50,1	50,6
Alemania	54,3	53,7	52,0	49,9	51,4	49,5	51,2
Francia	47,0	52,1	48,2	48,8	48,5	48,4	47,5
Italia	53,3	52,4	52,6	50,7	49,0	49,0	48,4
España	50,8	52,8	54,6	52,6	52,6	54,7	53,8

Fuente: Bloomberg.



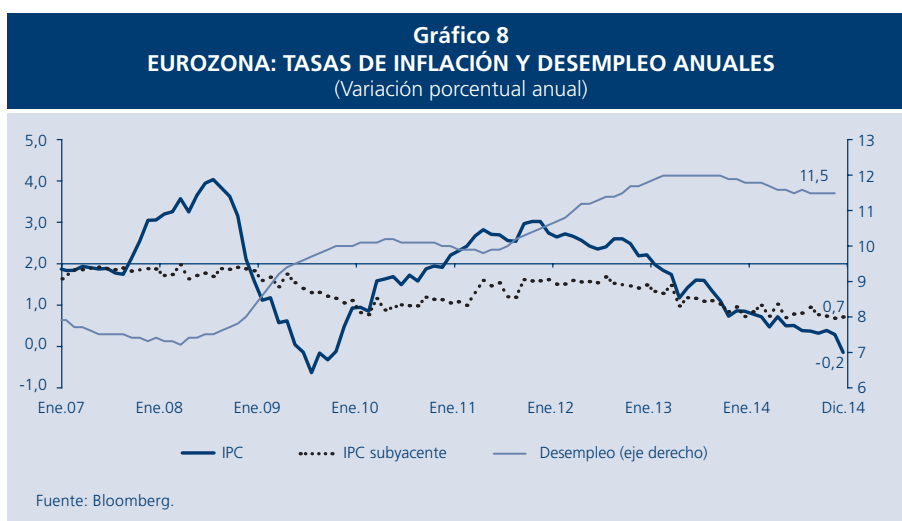


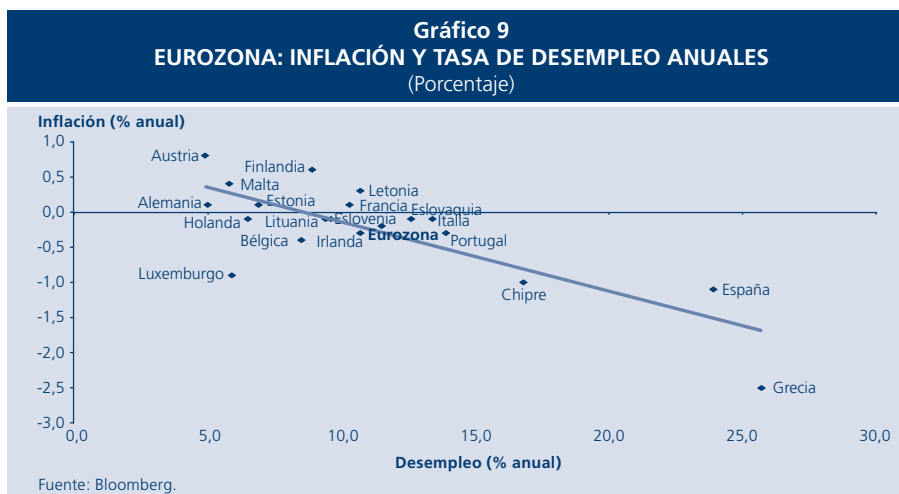
- Esta débil evolución de la actividad de la Eurozona se mantendría en 2015 y recién mejoraría en 2016, gracias en parte a la recuperación de la confianza empresarial. Se ha revisado a la baja las proyecciones de crecimiento en 2015 de 1,2 a 1,1 por ciento, y en 2016 de 1,6 a 1,5 por ciento, debido principalmente a las tres principales economías del bloque (Alemania, Francia e Italia). En el caso de España, la revisión ha sido al alza, de 1,5 a 1,7 por ciento, para ambos periodos.

Esta proyección asume que el impacto de la caída de petróleo sobre el crecimiento sería positivo, aunque existe el riesgo de que acentúen las presiones deflacionarias existentes y afecten la recuperación económica.

Asimismo, se mantienen los riesgos respecto a la situación geopolítica y económica de Rusia y la incertidumbre respecto a la situación política en Grecia, donde el adelanto de las elecciones para el mes de enero ha puesto en riesgo el programa UE/FMI.

- En diciembre, la inflación anual de la Eurozona fue -0,2 por ciento, en terreno negativo por primera vez desde octubre de 2009. Si bien la caída se explicó por los precios de combustibles, la inflación subyacente se ha mantenido por debajo de 1 por ciento por 16 meses consecutivos. A nivel de países, de los 19 que forman el bloque (Lituania desde enero 2015), 12 reportaron inflaciones negativas y 7 inflaciones menores a 1 por ciento.



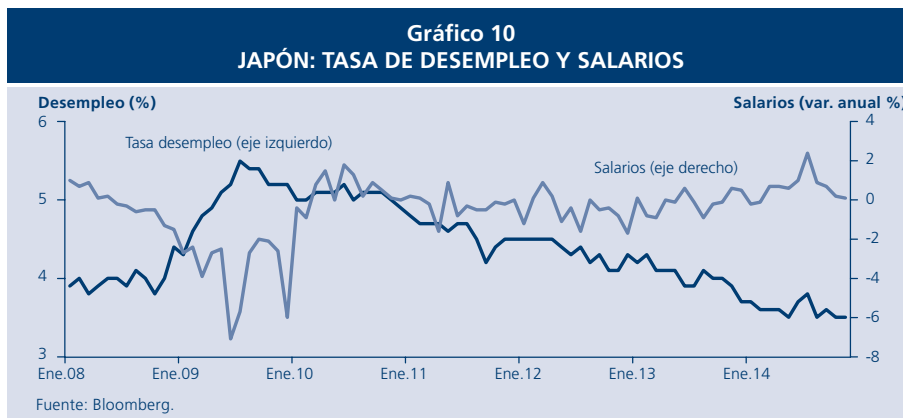


14. En este contexto de un elevado riesgo deflacionario, las expectativas de que el BCE lanzaría mayores estímulos se materializaron mediante un programa de compra de activos en un monto significativamente mayor (60 mil millones de euros mensuales) con mayor variedad de tipos de activos en la reunión de política de enero, medidas que se suman a las dictadas entre junio y setiembre.
15. En **Japón**, la economía entró en recesión técnica en el tercer trimestre de 2014, por el impacto negativo del aumento del impuesto a las ventas en abril. El producto se contrajo 6,7 por ciento en el segundo trimestre y 1,9 por ciento en el tercer trimestre.

La debilidad de la economía condujo a que el Banco Central anunciara en octubre una extensión de su programa de compras de bonos –*Quantitative and Qualitative easing QQE*– destacando el aumento del ritmo anual de compras a 80 billones de yenes (frente a los 60 - 70 billones anunciados previamente).

Para el cuarto trimestre de 2014 se espera que la economía se haya recuperado moderadamente apoyada en el consumo. Esta recuperación se habría sustentado en la mejora del mercado laboral, las perspectivas positivas de las ganancias corporativas y la caída de los precios del petróleo. También se espera un aumento de las exportaciones reales asociado a la depreciación del yen. Sin embargo, la inversión residencial habría continuado siendo afectada por el aumento del impuesto a las ventas.





Por otro lado, la inflación –excluyendo alimentos frescos– fue 2,1 por ciento en noviembre y excluyendo el impacto del aumento en el impuesto a las ventas fue de solo 0,7 por ciento. El Banco Central espera que se alcance la inflación objetivo de 2 por ciento en el año fiscal 2016 (de abril 2016 a marzo 2017) sustentado en las perspectivas de largo plazo al alza.

En noviembre, el gobierno pospuso hacia abril de 2017 el segundo aumento de 8 a 10 por ciento del impuesto a las ventas programado inicialmente para octubre de 2015. Por otro lado, se aprobó el plan de reforma tributaria que reducirá la tasa al impuesto corporativo desde abril en 2,51 puntos porcentuales (a 32,1 por ciento). La posibilidad de aplicar medidas fiscales adicionales se ve favorecida por la nueva composición del parlamento tras las elecciones de diciembre.

En línea con los desarrollos e indicadores recientes, se proyecta que la economía crezca 0,2 por ciento, 1,3 por ciento y 1,0 por ciento para los años de 2014, 2015 y 2016, respectivamente. Esta proyección se encuentra limitada por la aún débil confianza de consumidores y empresarios. Se mantiene como principal riesgo para el crecimiento una desaceleración de la Eurozona y China, y las dudas sobre la sostenibilidad de su deuda en el largo plazo. Se estima que para 2014 la deuda pública representa el 245 por ciento del PBI.

16. Las **economías emergentes** han mostrado señales de desaceleración. Se estima que para el año 2014 el crecimiento alcance a 4,2 por ciento, lo que supone una ligera revisión a la baja respecto al Reporte de Inflación anterior. Para el año 2015, se estima un crecimiento de 4,4 por ciento, por debajo de lo proyectado en el Reporte de Inflación de octubre.
17. En **China**, las señales de moderación se intensificaron en el último trimestre de 2014, al igual que las presiones de bajas tasas de inflación, elevándose los riesgos de menor crecimiento y las expectativas de mayores estímulos por parte del gobierno.

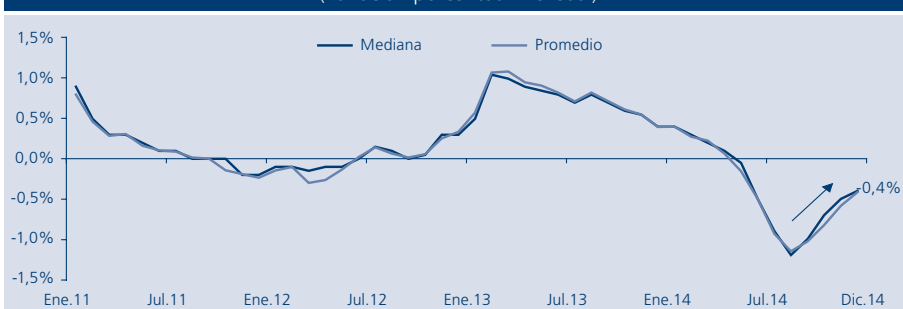
Cuadro 5
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

Indicadores	2012		2013		2014			
	Dic.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.
PBI trimestral (% crecimiento desestacionalizado anualizado)		7,0	6,1	8,2	7,8	-	-	6,1
Producción Industrial (var.% 12 meses)	10,3	9,7	8,8	9,2	8,0	7,7	7,2	7,9
Inversión en activos fijos (acum. año, var. anual)	20,6	19,6	17,6	17,3	16,1	15,9	15,8	15,7
Inversión inmobiliaria (acum. año, var. anual)	16,2	19,8	16,8	14,1	12,5	12,4	11,9	10,5
Precio de las viviendas (var. % mensual)	0,3	0,4	0,2	-0,5	-1,0	-0,8	-0,6	-0,4
Precio de las viviendas (var. % anual)	-0,1	9,7	7,7	4,3	-1,2	-2,6	-3,7	-4,5
Ventas minoristas (var.% 12 meses)	15,2	13,6	12,2	12,4	11,6	11,5	11,7	11,9
Exportaciones (var.% 12 meses)	14,1	4,3	-6,6	7,2	15,3	11,6	4,7	9,7
Importaciones (var.% 12 meses)	6,0	8,3	-11,3	5,5	7,0	4,6	-6,7	-2,4
Préstamos nuevos en yuanes Banca (% anual)	15,0	14,1	13,9	14,0	13,2	13,2	13,4	13,6
M2 (% anual)	13,8	13,6	12,1	14,7	12,9	12,6	12,3	12,2
Índice de precios al consumidor (var.% 12 meses)	2,5	2,5	2,4	2,3	1,6	1,6	1,4	1,5

Fuente: Bloomberg.

A nivel del gasto, la demanda doméstica siguió afectada por la desaceleración de la inversión. A nivel sectorial, la manufactura mostró una evolución desfavorable afectada principalmente por el exceso de capacidad de los sectores de industria pesada. Los índices de actividad manufacturera (PMI)– tanto de la fuente oficial (CFLP) como de la fuente privada (Markit)– mostraron esta tendencia.

Por su parte, el sector construcción se ha visto afectado por la corrección de los precios de inmuebles que siguió su curso en los últimos meses aunque a un ritmo más moderado. Desde octubre, la caída mensual de precios se ha aminorado debido a las medidas del gobierno centradas en el relajamiento de las restricciones que afectaban la demanda de viviendas (básicamente para las compras de segunda vivienda). La mayor inversión pública en infraestructura ha compensado el impacto del sector inmobiliario. En octubre el gobierno anunció mayores proyectos de inversión en redes de información, conservación de agua y protección del medio ambiente y se anunció nuevas medidas para impulsar el consumo de los hogares y el mercado inmobiliario.

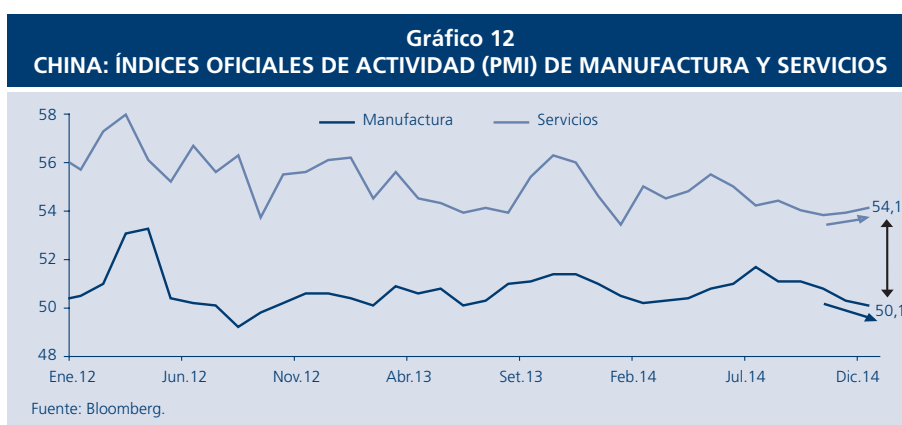
Gráfico 11
CHINA: PRECIO DE VIVIENDA EN LAS 70 PRINCIPALES CIUDADES:
PROMEDIO Y MEDIANA
 (Variación porcentual mensual)


Fuente: Bloomberg.

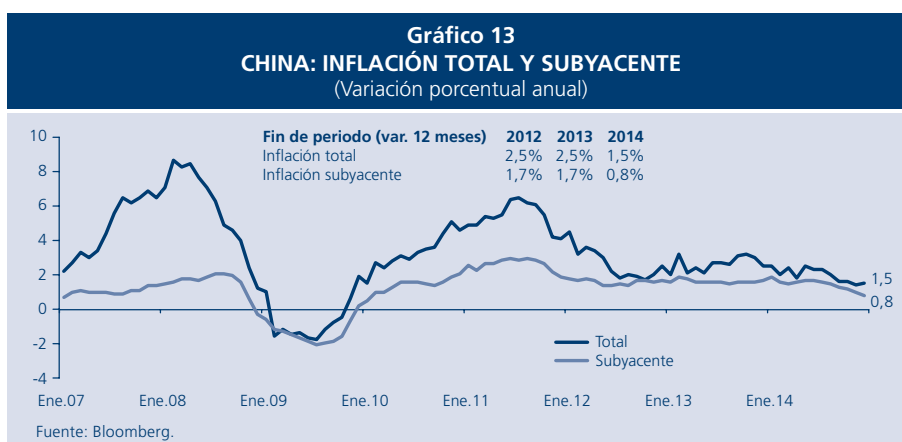




18. A diferencia de los sectores manufactura y construcción, el sector servicios siguió registrando tasas de crecimiento significativas ampliando su brecha con el manufacturero e incrementando su peso en el PBI. De acuerdo con la reciente revisión del PBI de 2013, el sector terciario elevó su participación de 46,1 a 46,9 por ciento del PBI (mientras que el sector secundario cayó de 43,9 a 43,7 por ciento). Asimismo, la favorable evolución de servicios ha incidido en la estabilidad del empleo, logrando neutralizar las pérdidas asociadas a la menor actividad manufacturera.



La debilidad de la demanda doméstica y los bajos precios de los commodities se reflejaron en bajos niveles de inflación. La inflación pasó de 1,6 por ciento a fines de setiembre a 1,5 por ciento a fines de diciembre y la inflación subyacente siguió similar tendencia, ubicándose en su menor nivel desde enero de 2010. La reducción de la inflación elevó las expectativas de que el gobierno daría mayores estímulos.



19. En línea con estos eventos, durante el último trimestre del año el Banco Central dictó mayores medidas centradas en abaratar el costo de financiamiento, particularmente para las pequeñas empresas. A fines de noviembre, el Banco Central redujo, por primera vez desde julio de 2012, sus tasas de préstamos y depósitos a 1 año, de

6,0 a 5,6 y de 3,0 a 2,75 por ciento, respectivamente. Además, como señal de su interés en la liberalización de las tasas, el Banco Central elevó el techo de las tasas que pueden ser ofrecidas por los bancos a los ahorristas, de 1,1 a 1,2 veces la tasa de depósito *benchmark*, y eliminó la orientación *benchmark* para la tasa de ahorro a 5 años. A fines de diciembre flexibilizó los requerimientos de préstamos al modificar el cálculo del ratio de préstamos a depósitos (amplió los depósitos elegibles a los interbancarios y otros más), en un contexto de condiciones de liquidez más ajustadas asociadas con las menores entradas de capital, la estacionalidad de fines de año y el alza de los índices bursátiles.

Estas medidas habrían influido en la evolución positiva del crédito bancario. A diferencia del crédito a la sombra, el crédito bancario en yuanes ha registrado una ligera moderación, en parte gracias a las medidas dictadas por el Banco Central. El crédito bancario en yuanes ha registrado tasas de crecimiento alrededor de 13 por ciento anual (15 por ciento en diciembre de 2012). Por el contrario, la contracción de la banca a la sombra (dada la mayor regulación y la débil demanda de sus clientes tradicionales –los desarrolladores de propiedades e industrias con excesiva capacidad instalada), la menor entrada de capitales y el aumento de los préstamos no rentables han explicado la fuerte moderación del financiamiento total.

20. En este contexto de mayor moderación del crecimiento, en línea con un crecimiento de largo plazo más equilibrado consistente con las metas del gobierno, se ha reducido ligeramente la proyección de crecimiento, de 7,2 a 7,0 por ciento anual en 2015, y de 7,0 a 6,8 por ciento en el 2016. El crecimiento de 2014 se ha revisado al alza, de 7,2 a 7,4 por ciento, en línea con el crecimiento del PBI del cuarto trimestre y los datos de actividad más recientes.
21. En el caso de **Rusia**, la economía está camino a una fuerte recesión. Al aumento de las sanciones de países de Occidente a raíz del conflicto en Ucrania, se sumó la caída en los precios del petróleo, producto que representa alrededor del 60 por ciento de sus exportaciones y 50 por ciento de sus ingresos fiscales. Estos hechos, junto con el aumento de las tasas de rendimiento en Estados Unidos y Europa, han causado una fuerte escasez de divisas en el sistema llevando a una apreciación de 85 por ciento del dólar frente al rublo durante 2014. Ello a pesar de los sucesivos incrementos en la tasa de interés de política, acumulando un incremento de 1 150 pbs durante 2014, y de la disminución de las reservas internacionales de US\$ 511 a fines de 2013 a US\$ 388 mil millones a enero de este año.

Con ello, nuestra proyección ha sido revisada a la baja de 1,0 a -4,0 por ciento respecto al reporte anterior debido principalmente a la contracción esperada para el primer semestre. Para 2016, se espera que el PBI caiga 1,5 por ciento.

22. En el tercer trimestre de 2014, la mayoría de los países de **América Latina** continuaron registrando una desaceleración en su crecimiento. Esto es explicado, principalmente,

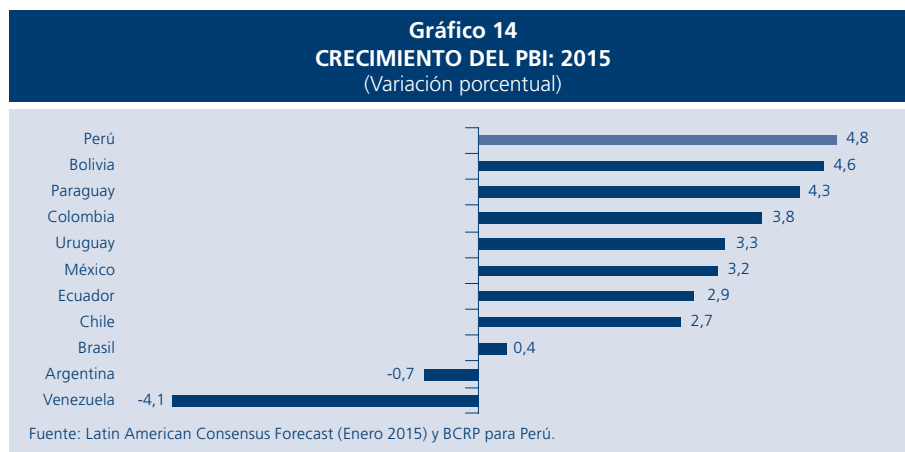




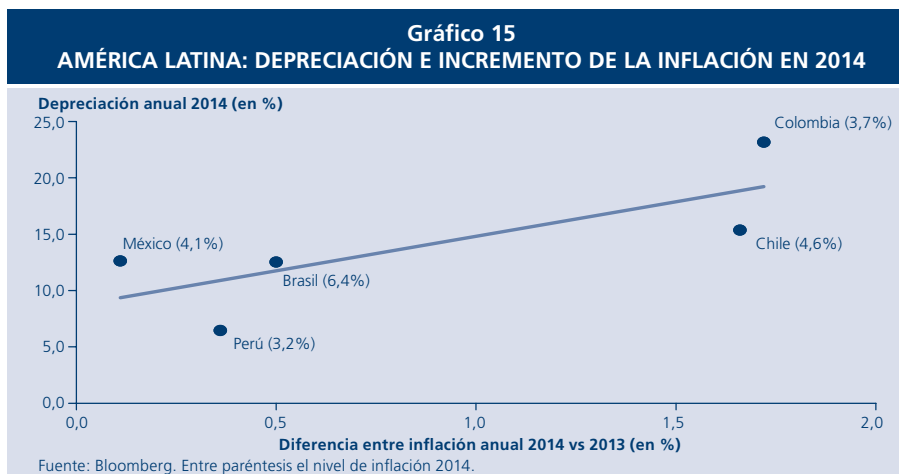
por un menor impulso de la demanda interna, en particular, de la inversión privada que, en los casos de Chile y Brasil acumulan una contracción en los primeros nueve meses del año.

23. En **Brasil**, el PBI retrocedió 0,2 por ciento en términos anuales en el tercer trimestre afectado por la contracción de la inversión y una acentuación de la desaceleración del consumo privado. El gobierno ha anunciado la necesidad de un ajuste fiscal durante 2015 para restaurar la confianza en las finanzas públicas. Por su parte, el Banco Central presenta un limitado espacio para realizar una política monetaria expansiva debido a la persistente inflación. Ambos factores explican que las perspectivas de crecimiento para 2015 sean moderadas. En el caso de Chile, el crecimiento de 0,8 por ciento anual se debe, principalmente, a la contracción de la inversión en términos anuales por quinto trimestre consecutivo. Se espera que las medidas de estímulo fiscal ayuden a reactivar el crecimiento el siguiente año.

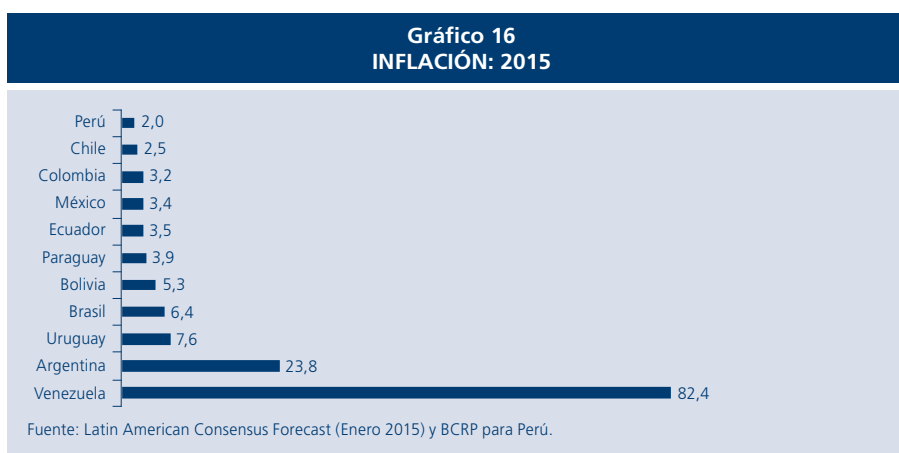
Por su parte, **México** registró un incremento de 2,2 por ciento anual en el periodo de referencia debido al impulso del sector externo en línea con la recuperación de los Estados Unidos, así como una mejora del consumo privado. En **Colombia**, el crecimiento registrado fue de 4,2 por ciento lo que señala una ligera desaceleración debido, en parte, a una contribución negativa del sector externo. El crecimiento de ambos países, exportadores netos de petróleo, estaría afectado por los menores precios del crudo en 2015.



24. Durante 2014, la inflación en los países de América Latina con esquemas de metas explícitas de inflación mostró una tendencia al alza. Este ritmo ascendente de los precios obedeció, principalmente, al efecto traspaso de la depreciación de sus monedas, así como a choques internos como externos. Cabe mencionar que en todos los casos, en el año, las tasas de inflación terminaron cercanas al límite superior o fuera de los rangos metas establecidos por sus bancos centrales.



Para 2015, las expectativas concuerdan que las tasas de inflación de los países de la región tenderían a moderarse y registrarían tasas menores a las de 2014 en línea con menores precios del petróleo.



Mercados financieros

25. En el cuarto trimestre de 2014, los mercados financieros internacionales tuvieron una evolución menos favorable que en el tercer trimestre. Ello se explica –en parte– por las menores perspectivas para la economía global, reflejado en el recorte de proyecciones de crecimiento mundial para 2015. Con excepción de Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento de las economías desarrolladas se han deteriorado, al igual que en el caso de varias economías emergentes.

Otro factor fue la fuerte caída en el precio del petróleo. Esta corrección brusca fue interpretada como una señal de debilidad de la economía global, señal que se reforzó tras el recorte de la demanda proyectada por la OPEP y la Agencia Internacional de





Energía (AIE) para 2015. La caída de precio generó además incertidumbre sobre la situación de varias economías emergentes exportadoras de dicho producto, en particular de Rusia.

El tercer factor que afectó a los mercados hacia fines de año fue la situación política de Grecia tras la convocatoria a elecciones para enero 2015. Existe la probabilidad que las elecciones sean ganadas por un partido opuesto a las actuales reformas y a los acuerdos firmados por dicho país con los organismos internacionales. Ello, como sucedió en 2010, ha colocado a Grecia en un panorama incierto e incluso ha generado dudas sobre su permanencia dentro de la unión monetaria de la Eurozona.

En este contexto, el nivel de aversión al riesgo, medido por el índice VIX, registró alzas significativas con periodos de alta volatilidad en octubre y diciembre, luego de haber alcanzado en el mes de julio su nivel más bajo desde la crisis financiera internacional.

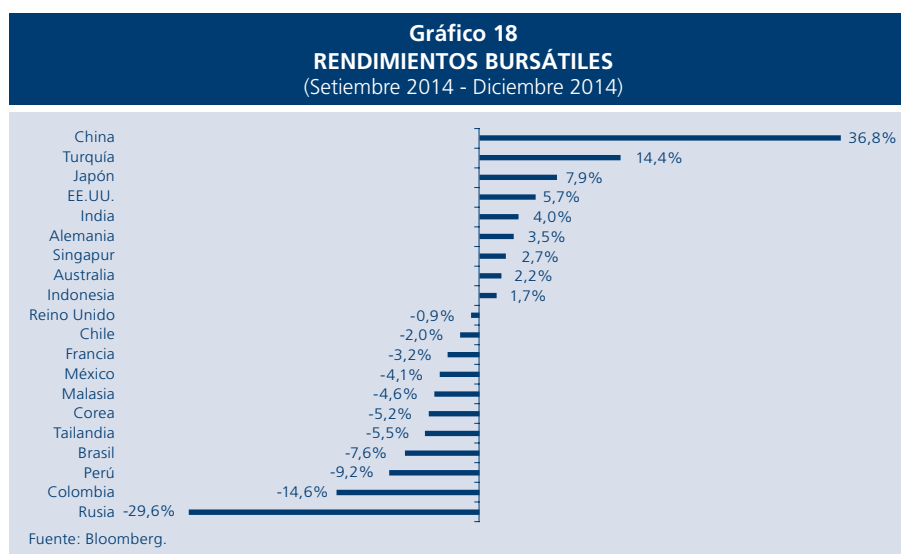


26. Los **rendimientos bursátiles** en el último trimestre de 2014 tuvieron evolución mixta pero, en términos generales, menos favorable que lo señalado en el reporte anterior.

Por un lado, la bolsa de Estados Unidos tuvo una evolución positiva apoyada por los datos de actividad mayormente favorables. Y en el caso de Japón, la mejora se explicó por la depreciación del yen que favoreció básicamente a las empresas exportadoras. En el caso de Alemania, la bolsa se vio favorecida por expectativas de mayor estímulo del Banco Central Europeo para inicios de este año, que se materializaron en enero. Asimismo, los estímulos dados por el Banco Central de China –y la expectativa de estímulos adicionales– impulsaron esta plaza bursátil.

Por el contrario, la mayoría de bolsas de economías emergentes se vieron afectadas por la menor demanda por activos riesgosos por los factores descritos anteriormente

(moderación económica de China y problemas en Rusia, entre otros). Destacó la caída de 30 por ciento de la bolsa de Rusia en el cuarto trimestre.



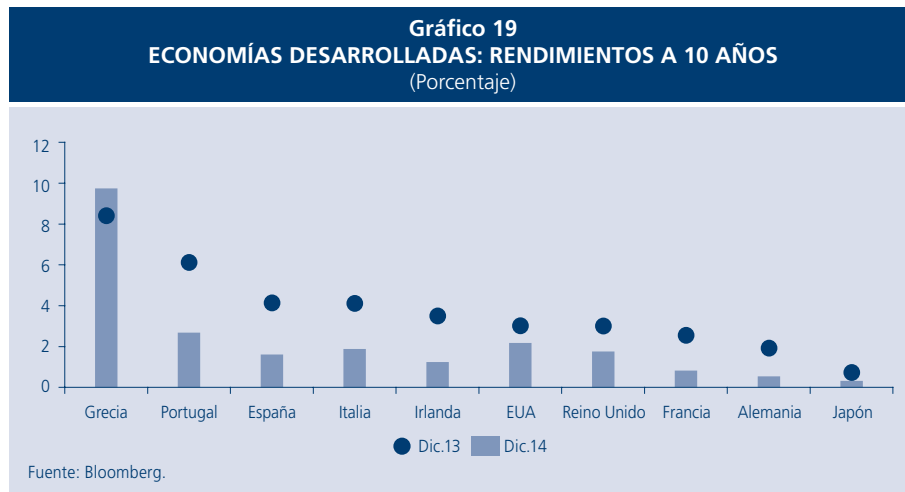
27. Los **mercados de deuda pública** de las economías desarrolladas registraron en la mayoría de los casos una mayor demanda, originando una reducción en los rendimientos –en mayor magnitud que con respecto al trimestre pasado– en un contexto de perspectivas menos favorables para la economía mundial y de incertidumbre política por Grecia.

En **EUA**, los rendimientos se redujeron continuando con la tendencia observada a lo largo del año. Ello se explica, en parte, por la demanda de inversionistas extranjeros (que poseen el 50 por ciento de los bonos del Tesoro) que buscaron activos seguros por el contexto de mayor incertidumbre y al ser más atractivos que otros bonos de muy bajo riesgo (como los de Alemania y Japón) que muestran menores rendimientos. Sin embargo, en diciembre los rendimientos aumentaron ligeramente al continuar mostrando la economía señales de recuperación y tras el comunicado de la Fed que generó mayores expectativas de alza de tasas de interés para 2015.

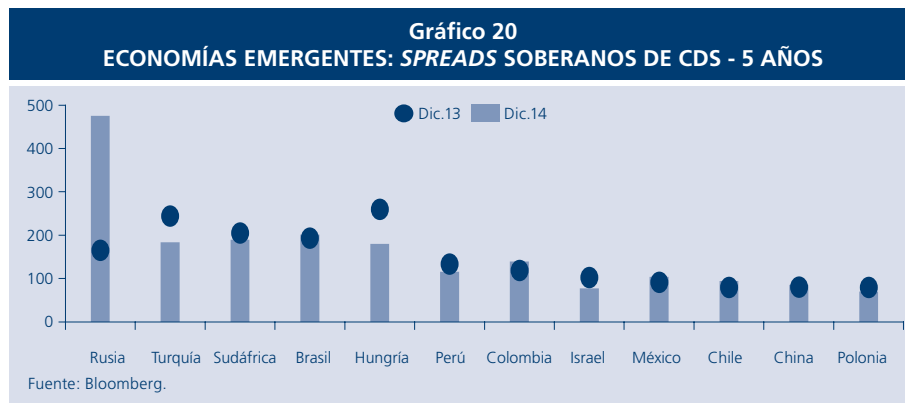
28. En la **Eurozona**, la débil evolución de la actividad y las expectativas de que el BCE lance en este año un programa de compra de activos (que se anunció en su reunión de enero) han incidido en la tendencia descendente de los rendimientos soberanos del bloque. Los rendimientos de los bonos de Alemania y Francia alcanzaron niveles mínimos en línea con la mayor demanda por activos seguros.

En el caso de los rendimientos más riesgosos (economías periféricas), la crisis de Rusia y la reciente incertidumbre política en Grecia han limitado esta evolución. Incluso, en el caso de Grecia, los rendimientos se han elevado significativamente en los últimos tres meses (en más de 5 por ciento luego de alcanzar un mínimo de 5,57 por ciento).





29. Los mercados de deuda de los países de **América Latina** mostraron una evolución desfavorable, en línea con las demás economías emergentes, afectadas por el problema en la economía rusa, las señales de desaceleración en China y las expectativas de elevación de tasas por parte de la Fed. También influyeron las bajas cifras de crecimiento mostradas en la mayoría de las economías de la región y la caída en el precio de los *commodities*. En estas circunstancias los *spreads* crediticios (CDS) mostraron un alza en el cuarto trimestre.



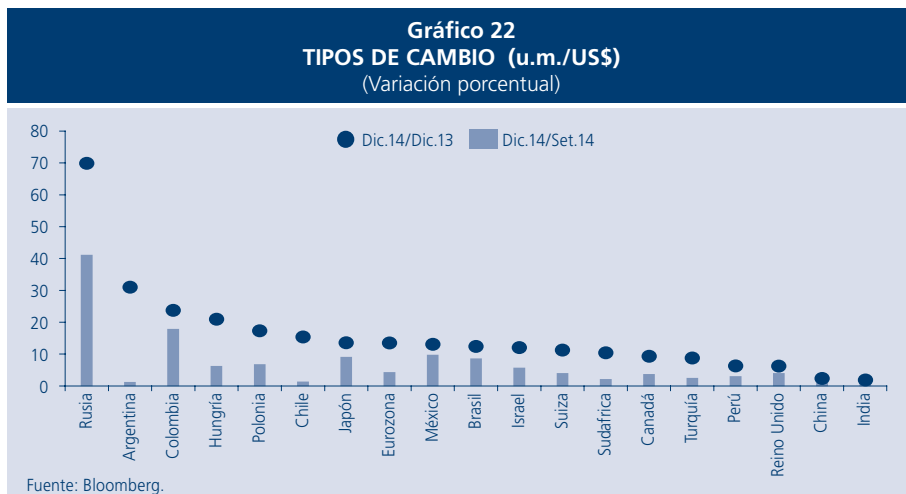
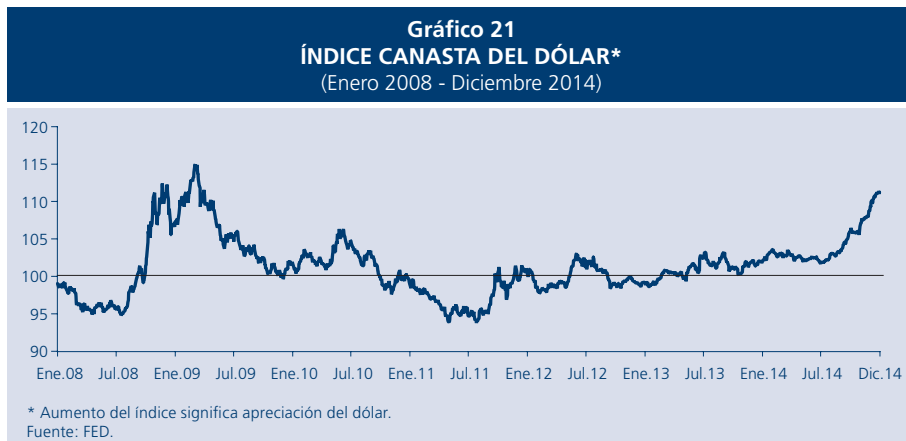
Durante 2014, las emisiones de deuda de economías emergentes denominadas en divisas alcanzaron un valor record. Según Reuters, la emisión total (soberana y corporativa) fue alrededor de US\$ 480 mil millones, mayor a los US\$ 439 mil millones de 2013. Las emisiones fueron principalmente corporativas, aprovechando el contexto de bajas tasas, alcanzando US\$ 367 mil millones.

Tipos de cambio

30. De acuerdo con el índice de la Fed, el dólar se apreció 4,7 por ciento entre octubre y diciembre de 2014, continuando con la tendencia de apreciación generalizada del

dólar del trimestre anterior, cuando se registró una apreciación de 3,9 por ciento. Esta tendencia hacia la apreciación del dólar ha proseguido en el mes de enero. Ello se da en un contexto en que el mercado espera un alza en la tasa de la Fed durante 2015 y, simultáneamente, un incremento en los estímulos monetarios en otras economías, como la Eurozona y Japón donde las perspectivas macroeconómicas se han deteriorado. Así, el dólar mostró una apreciación de 9,3 por ciento frente al yen y de 4,5 por ciento frente al euro. Cabe señalar que, en forma contraria a esta tendencia, en el mes de enero el franco suizo se fortaleció frente al dólar ante la medida del banco central suizo de eliminar el piso cambiario que mantenía frente al euro.

Respecto a las monedas emergentes, destaca la depreciación de 48 por ciento del rublo en el cuarto trimestre de 2014. La moneda se ha visto afectada por la drástica caída en el precio del petróleo y las sanciones por parte de Estados Unidos y la Eurozona. Lo anterior, junto con las señales negativas de China, afectó a las monedas emergentes. En la región las monedas que más se depreciaron fueron el peso colombiano y mexicano en 17,9 y 9,9 por ciento respectivamente.



**Decisiones de tasa de interés**

31. Aunque la mayoría de bancos centrales mantuvieron sus tasas de interés de política, entre octubre y diciembre un grupo importante de economías redujeron tasas. Sólo tres países las elevaron durante los últimos meses.

Los países que redujeron tasas de interés han experimentado una desaceleración económica que, en la mayoría de casos, ha estado acompañada por niveles decrecientes de inflación o por una caída en el nivel de precios (como en el caso de Suecia donde la inflación viene siendo negativa desde el mes de agosto). La excepción ha sido Chile donde la reducción de tasa se dio en un contexto de una inflación por encima de su rango meta (aunque con perspectivas de convergencia en 2015).

Por el contrario, Brasil, Indonesia y Rusia elevaron sus tasas de interés. En el primer caso, la medida se dio en un contexto en que tanto la inflación como las expectativas para 2015 se encuentran por encima del rango meta (2,5-6,5 por ciento). En el caso de Indonesia, se han registrado presiones al alza en los precios por la depreciación de la rupia y la eliminación de subsidios a los combustibles. Rusia por su parte realizó durante el trimestre varias alzas que significaron un alza acumulada de 900 pbs. Esta elevación de tasas se dio en un contexto de marcadas presiones depreciatorias asociadas a la depreciación del rublo y a la incertidumbre sobre la economía rusa a raíz de la significativa caída en el precio del petróleo.

Cuadro 6
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

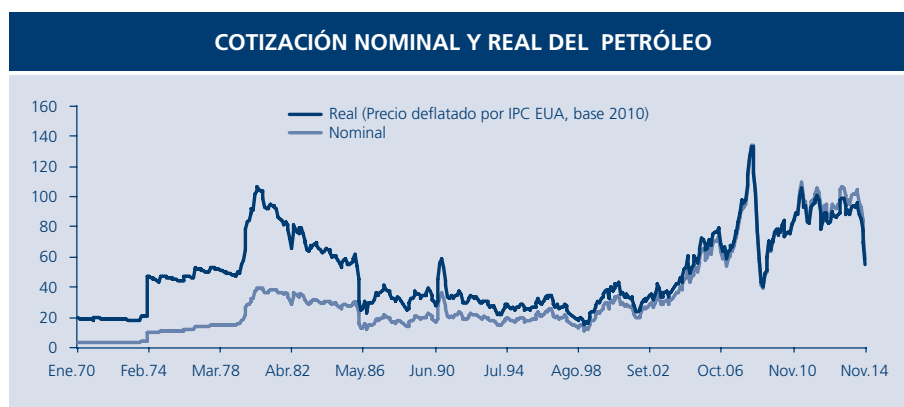
	Dic.12	Dic.13	Set.14	Dic.14	Variación (pbs) con respecto a:		
					Set.14	Dic.13	Dic.12
Islandia	6,00	6,00	6,00	5,25	-75	-75	-75
Serbia	11,25	9,50	8,50	8,00	-50	-150	-325
Polonia	4,25	2,50	2,50	2,00	-50	-50	-225
Chile	5,00	4,50	3,25	3,00	-25	-150	-200
Corea del Sur	2,75	2,50	2,25	2,00	-25	-50	-75
Suecia	1,00	0,75	0,25	0,00	-25	-75	-100
Noruega	1,50	1,50	1,50	1,25	-25	-25	-25
Pakistán	9,50	10,00	10,00	10,00	0	0	0
China	6,00	6,00	6,00	6,00	0	0	-40
Turquía	9,00	7,75	11,25	11,25	0	350	225
India	8,00	7,75	8,00	8,00	0	25	0
Colombia	4,25	3,25	4,50	4,50	0	125	25
Filipinas	3,50	3,50	4,00	4,00	0	50	50
Nueva Zelanda	2,50	2,50	3,50	3,50	0	100	100
Perú	4,25	4,00	3,50	3,50	0	-50	-75
México	4,50	3,50	3,00	3,00	0	-50	-150
Australia	3,00	2,50	2,50	2,50	0	0	-50
Hungría	5,75	3,00	2,10	2,10	0	-90	-365
Tailandia	2,75	2,25	2,00	2,00	0	-25	-75
Taiwán	1,88	1,88	1,88	1,88	0	0	0
Canadá	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	0
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	0
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	0
Rumania	5,25	4,00	3,00	3,00	0	-100	-225
Eurozona	0,75	0,25	0,05	0,05	0	-20	-70
Suiza	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0	0
Israel	2,00	1,00	0,25	0,25	0	-75	-175
Sudáfrica	5,00	5,00	5,75	5,75	0	75	75
Malasia	3,00	3,00	3,25	3,25	0	25	25
Indonesia	5,75	7,50	7,50	7,75	25	25	200
Brasil	7,25	10,00	11,00	11,75	75	175	450
Rusia	n.d.	5,5	8,00	17,00	900	1 150	n.a.

Recuadro 1

LA CAÍDA EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO: LOS CANALES DE TRANSMISIÓN

En los reportes de inflación previos se señaló que el mercado de petróleo se encontraba relativamente holgado debido, entre otros factores, al crecimiento de la oferta en Estados Unidos y, en menor medida a una desaceleración de la demanda, particularmente de China. Ello se había reflejado en un incremento en los inventarios de petróleo de 69 millones de barriles en el cuarto trimestre de 2014, respecto a similar periodo del año previo. Sin embargo, los problemas geopolíticos –en particular los relacionados a los disturbios y huelgas en Libia, al conflicto interno en Nigeria, al Estado Islámico y al conflicto entre Rusia y Ucrania– limitaban las expectativas a la baja en el precio de este producto.

Por ello, la magnitud y la velocidad del ajuste en los precios observado desde julio han excedido cualquier pronóstico. Ello se apoya en el cambio en las perspectivas del mercado: entre octubre y diciembre, tanto la Agencia Internacional de Energía (IEA) como el Departamento de Energía de los Estados Unidos (EIA) revisaron significativamente a la baja la demanda por petróleo y, simultáneamente, aumentaron la proyección de oferta. Los precios del petróleo han registrado una caída de 43,8 por ciento entre julio y diciembre. Si exceptuamos el ajuste ocurrido en la crisis financiera internacional y la reducción del precio de petróleo de Arabia Saudita a fines de 1985, se trata del mayor ajuste observado en un período de cinco meses.



La forma en que este ajuste brusco viene afectando a la economía global se da a través de varios canales.

- a. **Una transferencia de recursos hacia países que consumen más:** Una caída en el precio del petróleo supone una transferencia de recursos desde los países exportadores hacia los países importadores. Considerando una producción de 90 millones de barriles por día, la caída de US\$ 40 en el precio del petróleo implicaría una transferencia de recursos de aproximadamente US\$ 1,6 billones anuales. Dado que los países beneficiados tienen una propensión marginal a consumir mayor, el consumo global se incrementaría a raíz de esta transferencia de recursos. De acuerdo con estimaciones del FMI, una caída permanente del precio del petróleo impactaría en 0,9 puntos porcentuales al crecimiento global; siendo China y varias economías desarrolladas las más beneficiadas.
- b. **Menores recursos de los fondos soberanos:** Cuatro de los cinco principales fondos soberanos corresponden a países exportadores de petróleo (Emiratos Árabes Unidos, Noruega, Arabia Saudita y Kuwait). Estos fondos





soberanos inyectan recursos a la economía global a través de sus inversiones lo cual mejora las condiciones de financiamiento global y reduce las tasas de interés internacionales. Por ejemplo, los países exportadores de petróleo constituyen el cuarto mayor tenedor extranjero de bonos del Tesoro americano. Por lo tanto, los menores excedentes de los países petroleros implicarían que sus fondos soberanos tengan menos recursos para inyectar en los mercados internacionales, e incluso podrían retirar fondos liquidando algunas posiciones.

- c. **Deterioro de los fundamentos de las economías exportadoras:** En muchas de las economías exportadoras –como Rusia, Venezuela y Nigeria y varios países árabes– la posición fiscal y externa depende significativamente de la exportación de petróleo. En el caso de Rusia, por ejemplo, el rublo ha perdido alrededor de 80 por ciento de su valor con respecto al dólar en 2014. Esta depreciación afecta la demanda interna debido al alto nivel de endeudamiento externo de su sector corporativo.

En el caso de los países árabes, diversas estimaciones señalan que el precio del petróleo que permite financiar su gasto público se ubica significativamente por encima de los precios actuales. Ello supone que tendría que reducir significativamente su gasto o, en su defecto, recurrir al endeudamiento para mantenerlo en los niveles actuales.

- d. **Riesgo de contagios sobre otras economías emergentes:** Las dudas sobre la sostenibilidad de estas economías podría llevar a un incremento en la aversión al riesgo, lo que supondría una menor demanda por activos de las economías emergentes, que suelen ser considerados de mayor riesgo relativo. Ello supone que, incluso algunas economías emergentes que se podrían beneficiar de los menores precios de petróleo, se puedan ver afectadas por el deterioro en sus condiciones de financiamiento. Este es el caso de Turquía, país que es importador neto de petróleo pero que tiene un elevado déficit en cuenta corriente.
- e. **Incremento de los riesgos de deflación en algunas economías desarrolladas:** En la actualidad varias economías desarrolladas –Japón, Suecia y varios países de la Eurozona– enfrentan presiones deflacionarias que pueden afectar el proceso incipiente de recuperación económica. La caída en el precio del petróleo acentuaría estas presiones aunque se espera que dichas economías mantengan o incrementen sus políticas monetarias expansivas con el fin de revertir estas presiones adicionales.

Estos canales se concretarían en mayor medida en tanto este choque sea de carácter permanente. Si bien existe un mercado holgado que justifica una corrección a la baja en los precios, existen dudas sobre si el ajuste reciente está en línea con los fundamentos. Por ejemplo, a los precios actuales muchos proyectos no serían rentables, lo que supone una restricción no prevista en la oferta (en particular en el mediano plazo). Asimismo, los conflictos recientes en el Medio Oriente podrían afectar la producción en el corto plazo y afectar también la inversión, con el impacto sobre la oferta en un horizonte más largo. A estos factores se contraponen los riesgos de una desaceleración de la economía mundial por encima de lo previsto.

II. Actividad económica

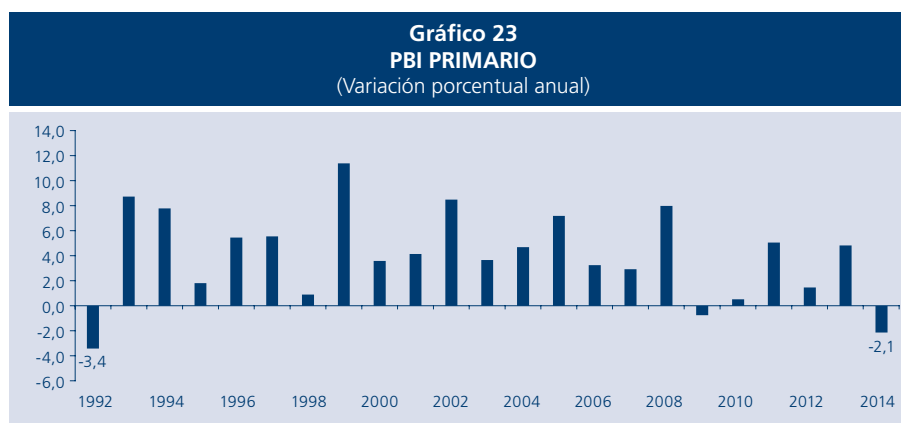
PBI sectorial

32. Durante el año 2014 la economía habría crecido 2,4 por ciento, menor al 3,1 por ciento previsto en el Reporte de Inflación de Octubre, debido a la fuerte persistencia de factores de demanda y choques de oferta que continuaron afectando negativamente el crecimiento durante el último trimestre del año.

En cuanto a la demanda, tras tres años de caída permanente de los términos de intercambio (-12,1 por ciento de variación acumulada) su impacto se hizo evidente sobre variables como la inversión y el consumo del sector privado. Por el lado del sector público, la menor ejecución del gasto, principalmente por parte de los gobiernos subnacionales, habría impedido un mayor crecimiento de sectores no primarios como el sector construcción, el cual se habría visto fuertemente afectado por el menor avance físico de obras públicas durante el año.

Por el lado de la oferta, la presencia de choques transitorios tales como las menores leyes observadas en las principales minas de oro y cobre; el impacto de la plaga de la roya sobre la producción del café; y las alteraciones climáticas asociadas a condiciones de un Fenómeno de El Niño débil, que afectaron tanto la pesca como la agricultura; continuaron contrayendo fuertemente la actividad primaria.

33. El impacto de los choques de oferta sobre la producción se traduciría en una caída del PBI de los sectores primarios en 2,1 por ciento, la mayor contracción observada desde el año 1992. Los principales sectores afectados fueron la pesca y la manufactura primaria (asociada principalmente a la disponibilidad de anchoveta), minería (por menores leyes en algunas minas) y agricultura (por problemas climáticos).





Cuadro 7
PROYECCIÓN DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO PARA 2014
(Variaciones porcentuales)

	2013	Proyección del año 2014 con información a	
		Diciembre 2013	Enero 2015
I. Choques asociados a factores de oferta			
Arroz	0,1	2,7	-6,3
Anchoveta	27,2	21,2	-52,0
Harina y aceite de pescado	44,9	37,5	-62,6
Oro	-3,3	1,4	-10,2
Cobre	7,4	17,3	0,6
Zinc	5,4	4,8	-2,8
II. Choques asociados a factores de demanda			
Construcción	8,9	7,3	2,1
Inventarios (contribución al PBI)	0,9	-0,1	-0,2
III. PBI	5,8	6,0	2,4
PBI primario	5,7	5,2	-2,1
PBI no primario	5,8	6,1	3,6

34. Durante 2014, el sector que más habría contribuido a la desaceleración de las actividades primarias es manufactura primaria (0,8 puntos porcentuales), seguido del sector minería e hidrocarburos (0,7 puntos porcentuales). En el caso de los procesadores primarios, la caída en la producción de harina y aceite de pescado habría afectado fuertemente al crecimiento del subsector, que en total habría disminuido fuertemente durante el cuarto trimestre de 2014. Ello se debería a la suspensión de la segunda temporada de pesca de la región norte-centro, por causa de la poca disponibilidad de anchoveta durante el último trimestre del año.

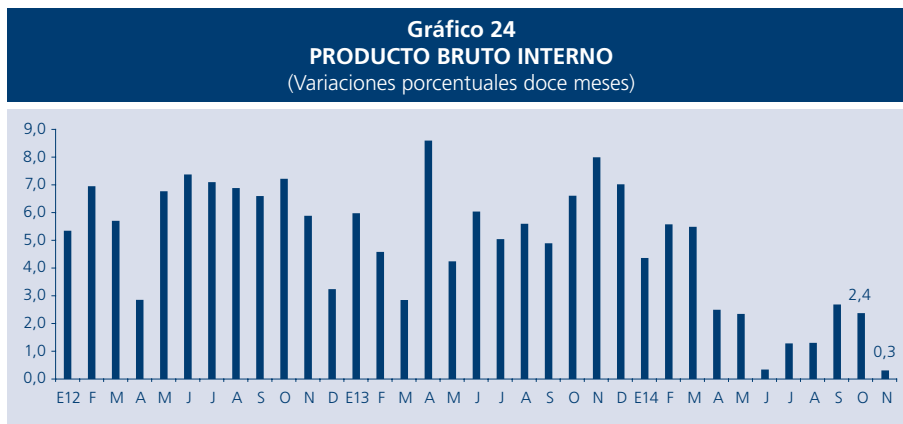
Cuadro 8
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2013	2014*		2015*		2016*	
	Año	RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
Agropecuario	1,6	1,5	1,4	2,3	2,6	3,5	3,5
Pesca	18,1	-6,8	-25,3	23,1	17,2	16,9	18,1
Minería e hidrocarburos	4,9	-1,6	-0,9	6,5	5,6	10,8	10,5
Minería metálica	4,3	-2,8	-2,2	6,5	6,3	12,3	12,1
Hidrocarburos	7,2	3,2	3,9	6,6	3,2	5,6	5,0
Manufactura	5,1	-0,7	-2,9	4,5	3,7	4,8	4,7
Recursos primarios	14,9	-2,4	-8,9	6,2	5,4	5,4	5,5
Manufactura no primaria	2,3	0,2	-0,9	4,0	3,2	4,7	4,5
Electricidad y agua	5,5	5,4	4,9	5,5	5,3	6,1	6,1
Construcción	8,9	2,9	2,1	7,0	5,7	7,5	7,0
Comercio	5,9	4,9	4,4	5,5	4,9	5,8	5,5
Servicios	6,2	5,2	4,8	5,6	4,9	5,8	5,5
PRODUCTO BRUTO INTERNO	5,8	3,1	2,4	5,5	4,8	6,3	6,0
Nota:							
PBI primario	5,7	-1,1	-2,1	5,8	5,0	8,3	8,2
PBI no primario	5,8	4,1	3,6	5,5	4,7	5,8	5,5

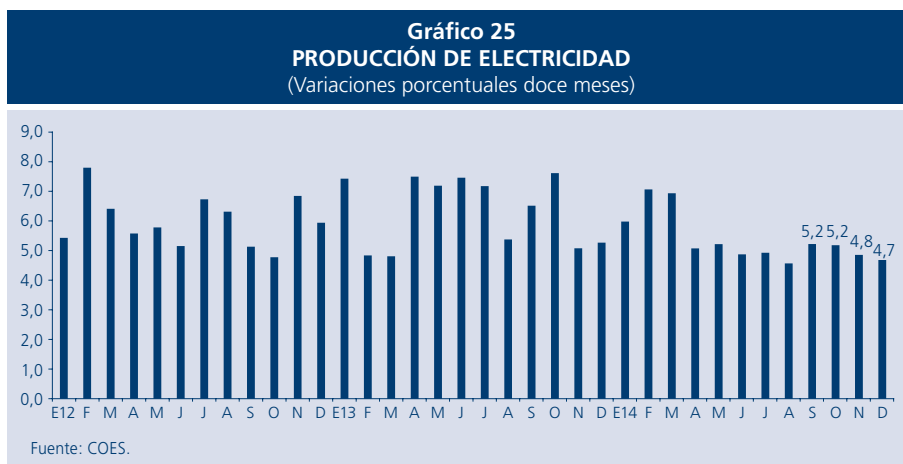
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Por otro lado, en cuanto a la minería, el subsector de minería metálica estaría contribuyendo negativamente al crecimiento en 0,2 puntos porcentuales, principalmente por la reducción en la producción de oro informal en la región de Madre de Dios. Esta caída en el subsector se revertiría durante 2015 debido a un mayor crecimiento particularmente en la producción de cobre, que gracias a la entrada en operación de nuevos proyectos y ampliaciones permitiría un restablecimiento del sector minería para los próximos años.

35. Los indicadores contemporáneos y adelantados de actividad económica muestran que a partir del segundo trimestre del año el crecimiento económico se desaceleró. Sin embargo, durante el último trimestre del año se observa cierta recuperación en estos indicadores. Ello da como resultado un crecimiento proyectado del PBI para 2014 de 2,4 por ciento.

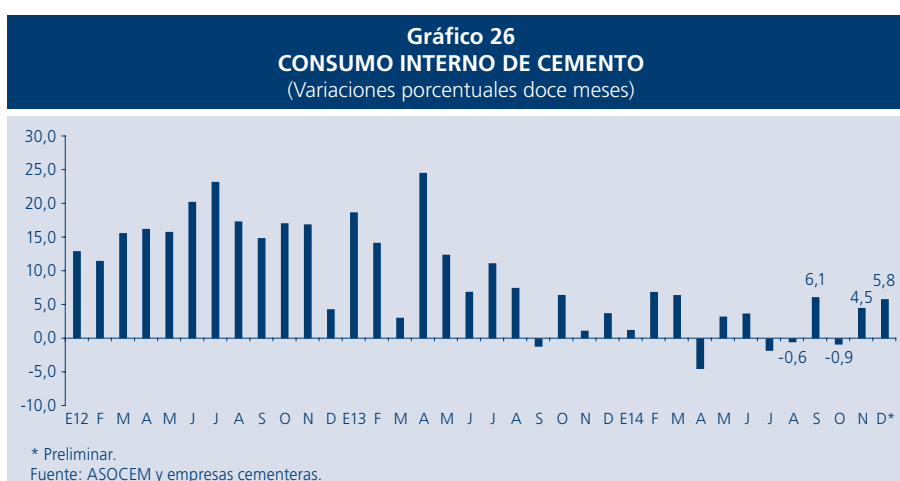


36. En cuanto a la producción de electricidad, en el año 2014 se tendría un crecimiento de 5,4 por ciento, mientras que en 2013 se observó un crecimiento de 6,3 por ciento.

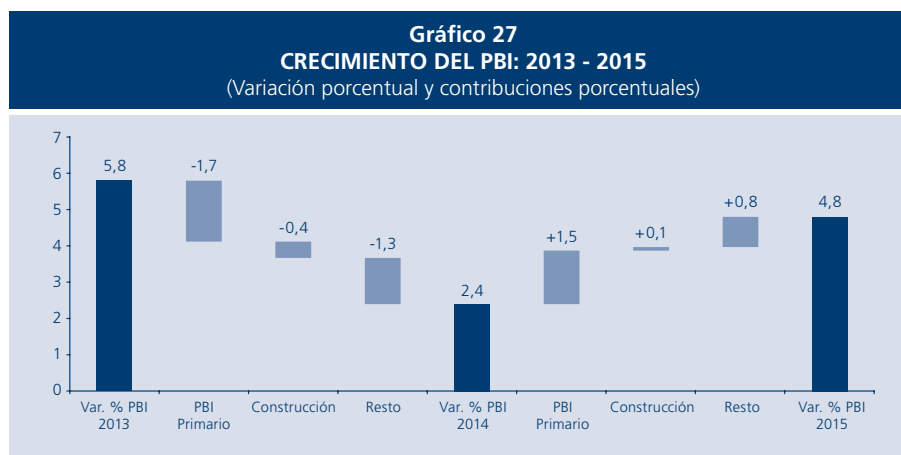




En el caso del consumo interno de cemento, el crecimiento durante 2014 (2,4 por ciento) habría sido menor al observado en 2013 (8,6 por ciento), debido a un retraso en el avance de obras públicas y un menor ritmo de ejecución de proyectos inmobiliarios privados, en particular en la zona norte del país. No obstante, el crecimiento durante diciembre habría sido mayor a lo observado en la mayoría de meses del año.



37. La proyección de crecimiento del PBI para 2014 ha sido revisada a la baja de 3,1 por ciento en el Reporte de Inflación de octubre a 2,4 por ciento en el presente reporte. Esta revisión se da por factores transitorios que habrían afectado los resultados del último trimestre del año en mayor medida a lo esperado en el reporte de inflación anterior. En particular, la revisión estaría impulsada por un menor crecimiento en el sector manufactura, dado que el procesamiento de recursos primarios se habría visto fuertemente afectado durante el último trimestre del año por la suspensión de la segunda temporada de pesca de anchoveta.
38. Para 2015 se espera una recuperación del PBI, el cual pasaría de 2,4 a 4,8 por ciento. En primer lugar, se espera una reversión parcial de los choques de oferta observados durante 2014, con lo cual el PBI primario pasaría de una caída de 2,1 por ciento a un crecimiento de 5,0 por ciento. Además, se espera una recuperación por el lado de la demanda basada en un mayor gasto público, el cual luego de desacelerarse durante 2014 (de un crecimiento de 8,4 por ciento en 2013 a 3,0 por ciento en 2014) pasaría a crecer 8,3 por ciento en 2015. Otros factores que impulsarían la demanda son la recuperación de la confianza empresarial y la continuación de una posición monetaria flexible.



39. Por el lado sectorial, el mayor crecimiento del producto para 2015 (4,8 por ciento) estaría asociado a la recuperación de los sectores de manufactura (3,7 por ciento) y minería e hidrocarburos (5,6 por ciento). El crecimiento de la manufactura estaría sustentado tanto por el lado primario, gracias a que los eventos climatológicos que afectaron la pesca durante 2014 se disiparían parcialmente para el presente año; así como por el sector no primario, cuyo mayor crecimiento se debería a la recuperación de la confianza empresarial desde finales de 2014. En el caso del sector minería e hidrocarburos el crecimiento de la producción de cobre y zinc sería lo que más contribuiría a la recuperación.
- a. El **sector agropecuario** habría registrado un crecimiento de 1,4 por ciento durante 2014, frente a un 1,5 por ciento proyectado en el reporte de inflación anterior. La revisión se da debido a una menor producción de espárrago para agroexportación en Ica durante el último trimestre del año.

Para el año 2015 se espera un crecimiento de 2,6 por ciento en la producción del sector agropecuario. La recuperación durante 2015 se debería a una mejora en la producción de café, que desde finales de 2014 evidenció un mayor crecimiento en las regiones de Cajamarca, San Martín y Amazonas. Ello gracias a un mejor manejo agronómico y una menor afectación de los cultivos por el hongo de la roya amarilla, que conllevaría un crecimiento de 10,0 por ciento en la producción de café para 2015. Del mismo modo, se espera que la campaña de producción de arroz en la zona norte del país no evidencie los problemas hídricos que se presentaron durante el verano de 2014, con lo que la producción de arroz crecería 3,0 por ciento para 2015. Finalmente, la proyección del sector para 2016 sería de 3,5 por ciento, igual al reporte de inflación anterior.





- b. La producción del **sector pesca** habría disminuido en 25,3 por ciento durante el año 2014, frente a la caída de 6,8 por ciento proyectada en el Reporte de Inflación de octubre. A los bajos resultados observados durante la primera temporada de pesca de anchoveta de la región norte-centro se le sumó en el mes de noviembre, la decisión de suspender la segunda temporada de extracción de este recurso. Ello se debió a que el arribo de sucesivas ondas Kelvin de aguas cálidas durante el año 2014 habrían afectado el ciclo reproductivo de la anchoveta. De este modo, las expediciones de Instituto del Mar del Perú (IMARPE) encontraron una baja cantidad de biomasa, con alta presencia de juveniles, lo cual impidió la extracción del recurso.

Luego de disiparse las anomalías climáticas observadas durante 2014 y alcanzar una normalización gradual de la temperatura del mar se recuperarían las condiciones ambientales adecuadas para la alimentación y reproducción de la anchoveta. Con ello, para el presente año se espera un crecimiento del sector de 17,2 por ciento, explicado completamente por la mayor captura de anchoveta. Para 2016, se espera que se complete la recuperación con lo que se alcanzaría un crecimiento del sector de 18,1 por ciento.

- c. Se estima que la producción de **minería metálica** se reduciría en 2,2 por ciento en 2014, a diferencia de lo proyectado en el reporte de inflación anterior (-2,8 por ciento). Este mejor resultado relativo se debería a un mayor crecimiento en la producción de oro por mayor producción de la empresa minera Yanacocha y una mayor producción de zinc por parte de Antamina.

Para 2015, se espera un crecimiento de la producción de minería metálica de 6,3 por ciento que estaría explicado por una mayor producción de cobre (10,7 por ciento) y zinc (7,3 por ciento), mientras que se registra una menor caída en la producción de oro.

La mayor producción de cobre para 2015 se debería a una mayor producción de Toromocho, que estaría cerca de duplicar su producción durante 2014 y Antamina por una recuperación en las leyes de extracción de la mina. Del mismo modo, el inicio de la operación comercial de Constancia contribuiría positivamente al crecimiento de la producción de este metal. En el caso del zinc, se espera una recuperación del sector, que alcanzaría un crecimiento de 7,3 por ciento, impulsada por una mayor producción de Antamina y El Brocal, la última por la ampliación de capacidad de la mina.

Durante 2016 el crecimiento de la producción de cobre sería mayor (23,8 por ciento) debido a la puesta en operación de la ampliación de Cerro Verde y el inicio del proyecto las Bambas. Además, Antamina recuperaría sus leyes de extracción para alcanzar niveles de producción cercanos a los observados previamente al año 2014.

Cuadro 9 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)				
	2013	2014*	2015*	2016*
Oro	-3,3	-10,2	-5,4	-8,6
Cobre	7,4	0,6	10,7	23,8
Zinc	5,4	-2,8	7,3	3,0

* Proyección.

- d. La producción de **hidrocarburos** para 2014 crecería 3,9 por ciento, variación superior a lo proyectado en el reporte de inflación del mes de octubre (3,2 por ciento). El incremento se debería a una mayor producción de gas natural del Lote 56 de Pluspetrol dedicado para exportación.

Para 2015, algunas empresas petroleras habrían decidido modificar sus planes de inversión y producción para poder mantener sus márgenes operativos ante la disminución del precio del crudo. Por ende, la proyección de crecimiento del subsector para el presente año (3,2 por ciento) sería menor a lo observado durante 2014. Para 2016 se espera un mayor crecimiento (5,0 por ciento) impulsado por una mayor producción de hidrocarburos líquidos, gracias a una mayor producción de gas natural del Lote 88 de Pluspetrol, considerando la ampliación de capacidad de transporte del gasoducto.

- e. La producción de la **manufactura primaria** habría bajado 8,9 por ciento en 2014, en contraste con lo proyectado en el Reporte de Inflación anterior. Ello se debería principalmente a una caída en la producción de harina y aceite de pescado (62,6 por ciento) debido a la suspensión de la segunda temporada de pesca de anchoveta en el cuarto trimestre del año. La manufactura no primaria habría disminuido 0,9 por ciento en 2014, siendo los sectores más afectados aquellos vinculados al sector de bienes de capital.

La proyección de crecimiento del sector manufactura para los años 2015 y 2016 (3,7 por ciento y 4,7 por ciento) considera una recuperación de la demanda tanto por bienes de consumo como por insumos, en línea con la recuperación de la actividad económica y la mayor demanda externa por productos no tradicionales industriales.

La proyección de crecimiento del **sector construcción** para 2014 habría pasado de 2,9 por ciento a 2,1 por ciento debido a una desaceleración de la inversión pública, así como por un menor desarrollo de proyectos inmobiliarios.

PBI gasto

40. Dada la dinámica de un ciclo económico débil y la menor previsión de inversión, se ha revisado a la baja el estimado de crecimiento para 2014, de 3,1 a 2,4 por ciento,





mientras que para 2015 se estima que la economía crezca 4,8 por ciento, tasa más cercana a la del PBI potencial. En este contexto, se revisa a la baja el crecimiento de la demanda interna para 2014 de 3,3 a 2,5 por ciento, en línea con la dinámica de la inversión privada, cuya tasa de crecimiento se ha revisado de -0,4 a -1,5 por ciento. Además el gasto público creció 3,0 por ciento, tasa menor a la prevista en el reporte anterior.

Cuadro 10
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2013	2014*	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
I. Demanda interna	7,0	2,5	5,0	4,7	5,5	5,2
1. Gasto privado	6,7	2,4	4,6	3,9	5,0	4,7
Consumo	5,3	4,3	4,7	4,5	5,2	4,8
Inversión privada fija	6,4	-1,5	5,2	3,0	6,3	5,2
2. Gasto público	8,4	3,0	6,9	8,3	7,9	7,9
Consumo	6,7	6,4	6,0	6,6	6,0	6,0
Inversión	12,1	-3,6	8,8	12,0	11,6	11,6
II. Demanda Externa Neta						
1. Exportaciones	-0,9	-2,2	6,5	3,4	9,4	9,4
2. Importaciones	3,6	-1,3	4,2	2,9	5,9	5,9
III. PBI	5,8	2,4	5,5	4,8	6,3	6,0

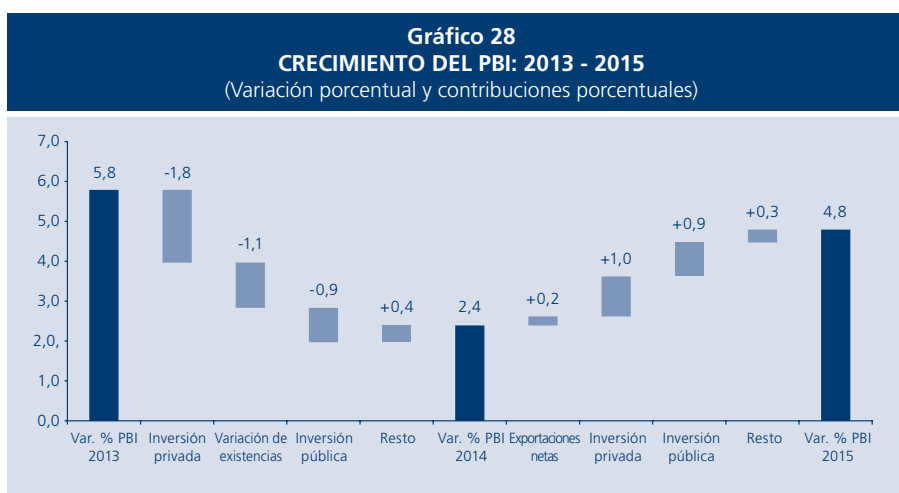
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

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

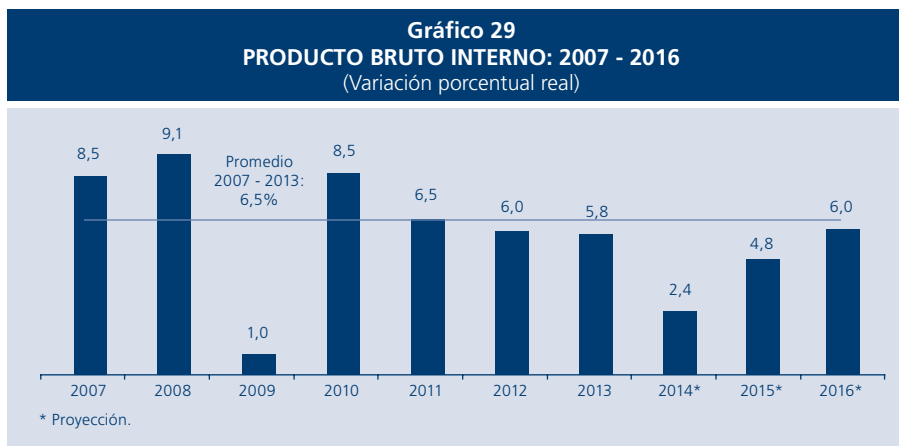
	2013	2014*	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
I. Demanda interna	7,1	2,6	5,1	4,8	5,6	5,3
1. Gasto privado	5,7	2,1	3,9	3,4	4,2	3,9
Consumo	3,3	2,6	2,9	2,8	3,2	3,0
Inversión privada fija	1,4	-0,4	1,1	0,6	1,4	1,1
Variación de existencias	1,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,4	-0,1
2. Gasto público	1,4	0,5	1,2	1,4	1,4	1,4
Consumo	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7
Inversión	0,7	-0,2	0,5	0,6	0,7	0,7
II. Demanda Externa Neta						
1. Exportaciones	-0,2	-0,6	1,5	0,8	2,3	2,2
2. Importaciones	1,0	-0,4	1,1	0,8	1,5	1,5
III. PBI	5,8	2,4	5,5	4,8	6,3	6,0

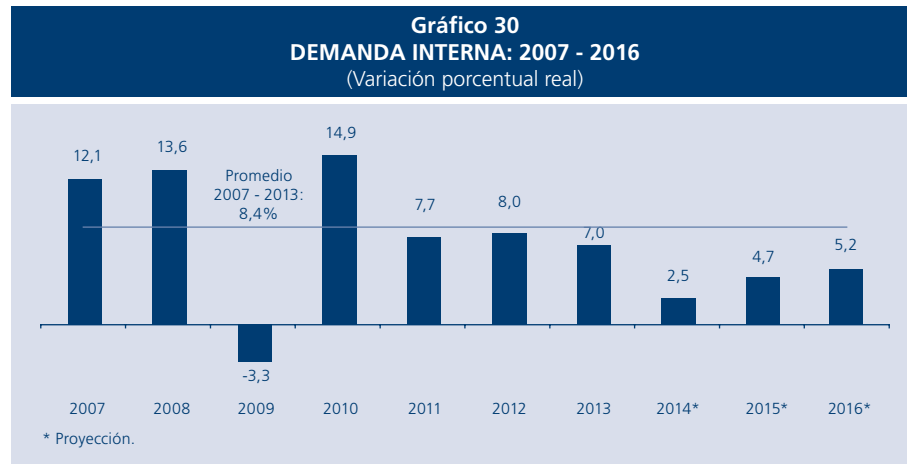
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

41. La recuperación prevista del PBI para 2015 se sustenta en un mayor impulso de las exportaciones, principalmente de los envíos mineros en un contexto de recuperación de la producción minera. Asimismo, los montos de proyectos anunciados y otorgados en concesión significarían una tasa de crecimiento positiva de la inversión privada, revirtiendo la caída observada en 2014.

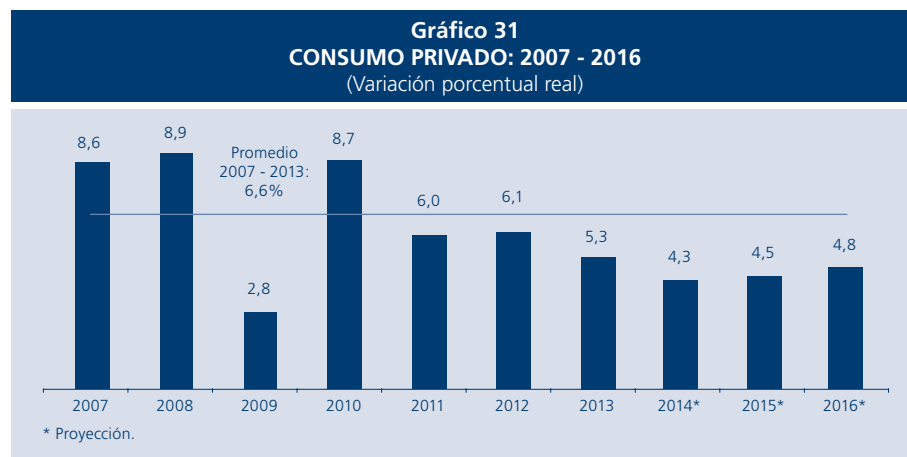


42. Para el año 2015 se espera una recuperación en el crecimiento de la demanda interna, cuya tasa de crecimiento se estima en 4,7 por ciento, tasa mayor a la que se registraría en 2014. Esta expansión se debe a un mayor dinamismo esperado de la inversión tanto privada como pública. Para 2016 se estima una tasa de crecimiento de 5,2 por ciento para la demanda interna considerando que la inversión privada crecería 5,2 por ciento, tomando en cuenta los anuncios de inversión y los proyectos entregados en concesión.



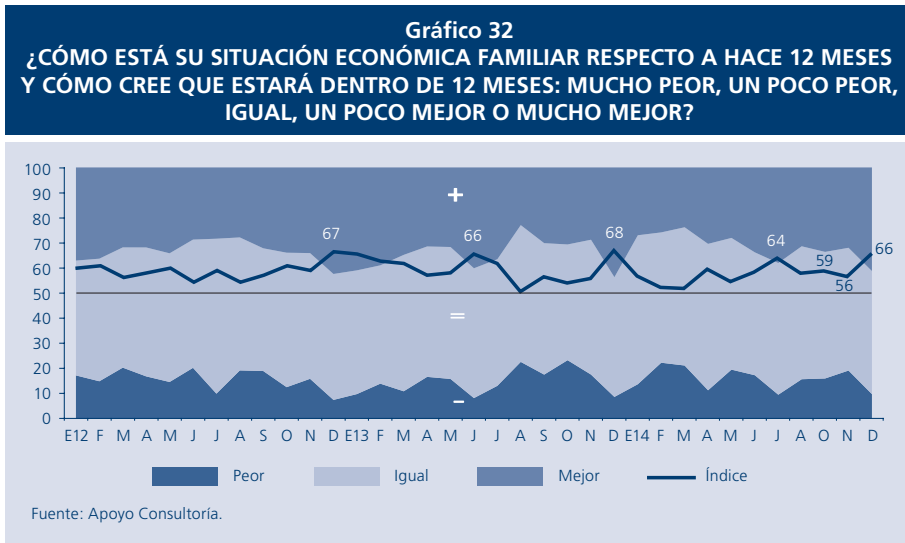


43. Las tasas de crecimiento del consumo privado continúan con un ritmo moderado de desaceleración hasta el cuarto trimestre de 2014. El gasto de consumo privado habría crecido 4,3 por ciento en 2014, tasa inferior a la del año anterior (5,3 por ciento). La información reciente de diversos indicadores refleja la evolución del consumo privado.

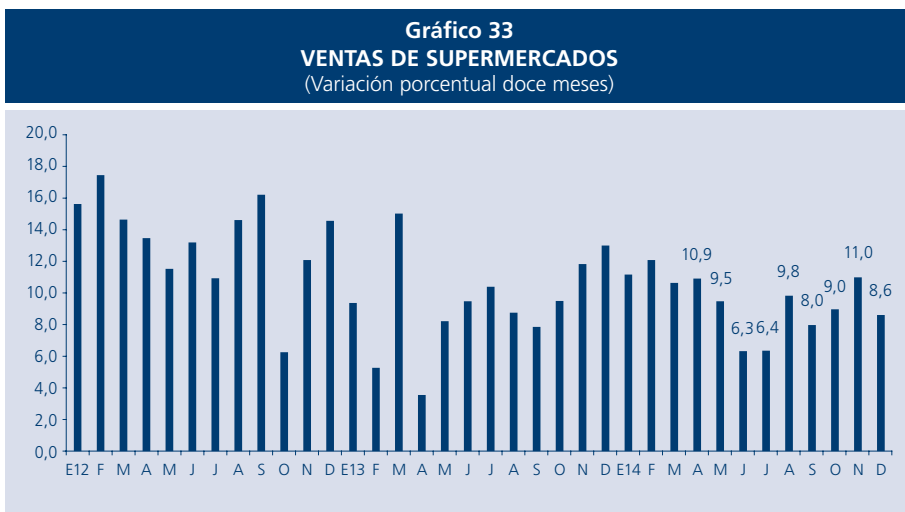


A continuación se presentan algunos indicadores que reflejan la dinámica del gasto de consumo privado.

- a. El Índice de Confianza del Consumidor tuvo un nivel optimista de 58 puntos en promedio durante el año 2014, aunque menor al registrado en el año anterior (60 puntos).

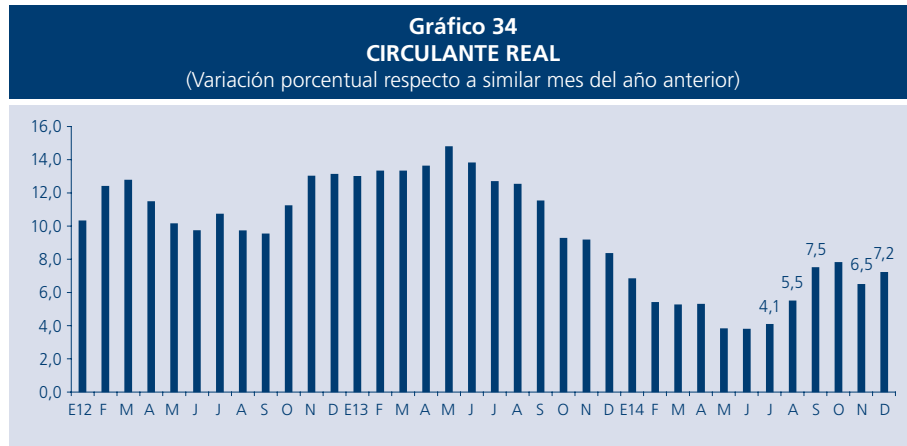


- b. Asimismo las ventas de supermercados registraron un crecimiento acumulado de 9,4 por ciento en 2014, tasa ligeramente superior a la del año previo (9,3 por ciento).

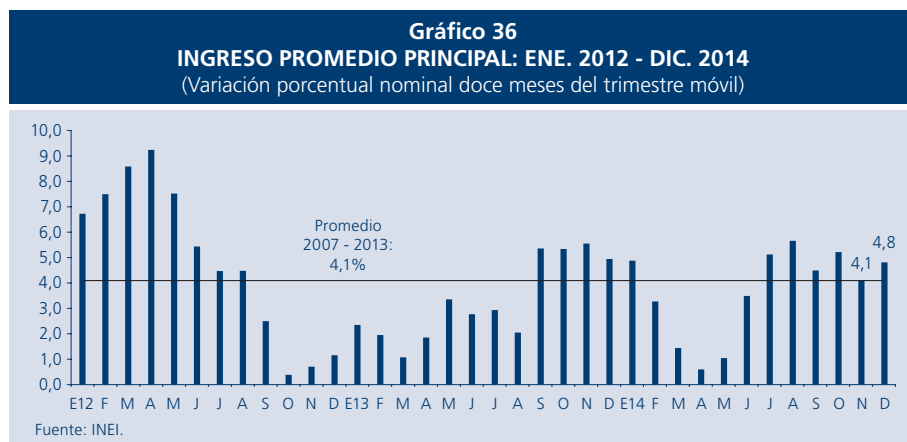
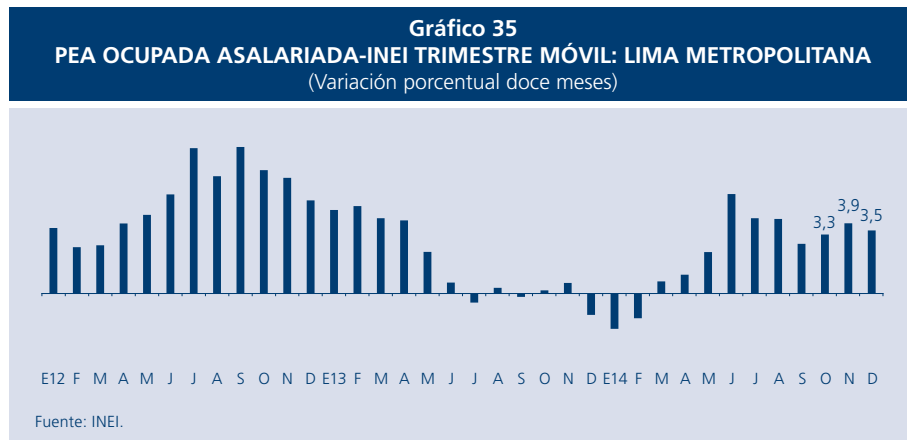


- c. Otro factor detrás del desempeño del gasto de consumo es el crecimiento del circulante que registró una tasa de variación de 7,2 por ciento en diciembre de 2014. Este incremento refleja una mayor disponibilidad de liquidez, asociada a una dinámica moderada del consumo a nivel agregado.

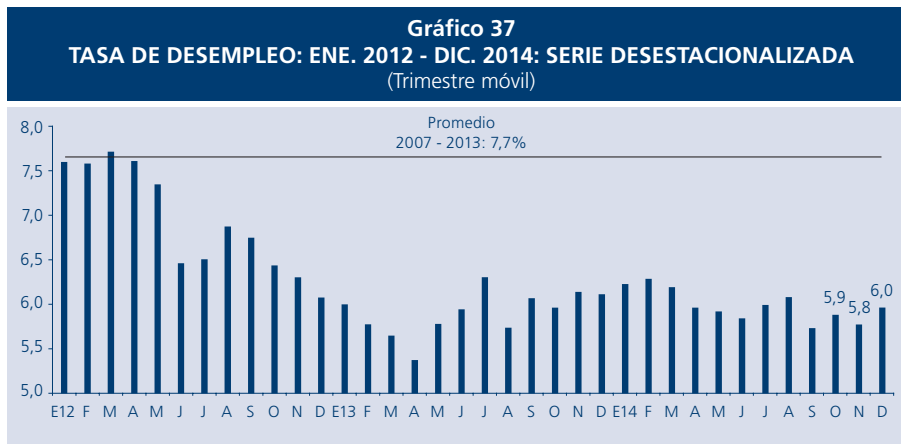




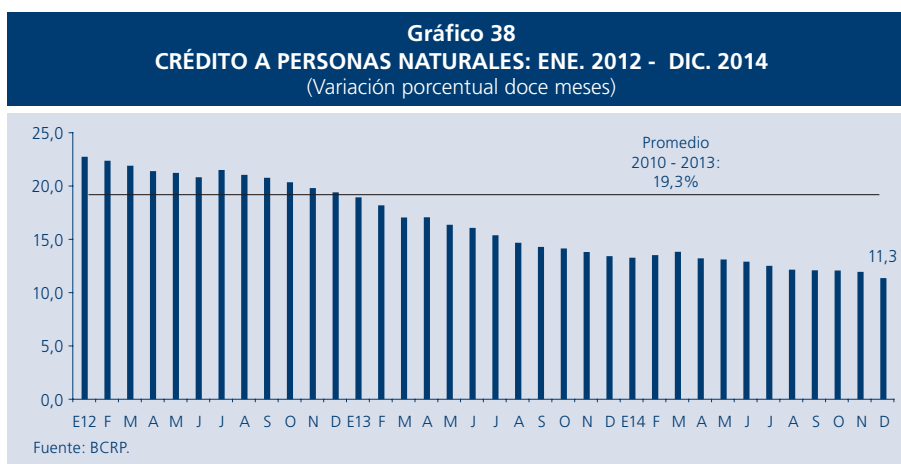
- d. Los datos del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) muestran que el crecimiento de la población ocupada asalariada durante el año 2014 (2,3 por ciento) fue mayor al registrado en el año anterior (1,6 por ciento). Además, el ingreso laboral real registró en diciembre de 2014 una tasa de crecimiento superior a la tasa promedio del periodo 2007-2013 (4,1 por ciento).



- e. La tasa de desempleo, indicador que refleja la parte de la población activa que busca empleo sin éxito, alcanzó una tasa de 5,9 durante el año 2014, igual a la tasa observada en el año 2013. Este resultado se debe a que en 2014 tanto el número de personas desocupadas como la Población Económicamente Activa (PEA) crecieron 1,0 por ciento.

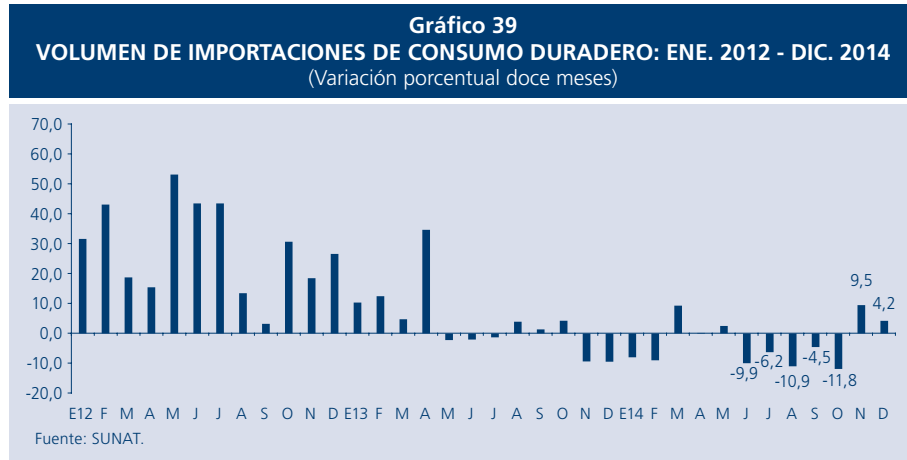


- f. El crecimiento del crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, continúa con un ritmo moderado. La tasa de crecimiento registró un incremento de 11,3 por ciento en diciembre de 2014, acumulando un crecimiento de 13 por ciento en el año 2014, menor al registrado en 2013 (16 por ciento).

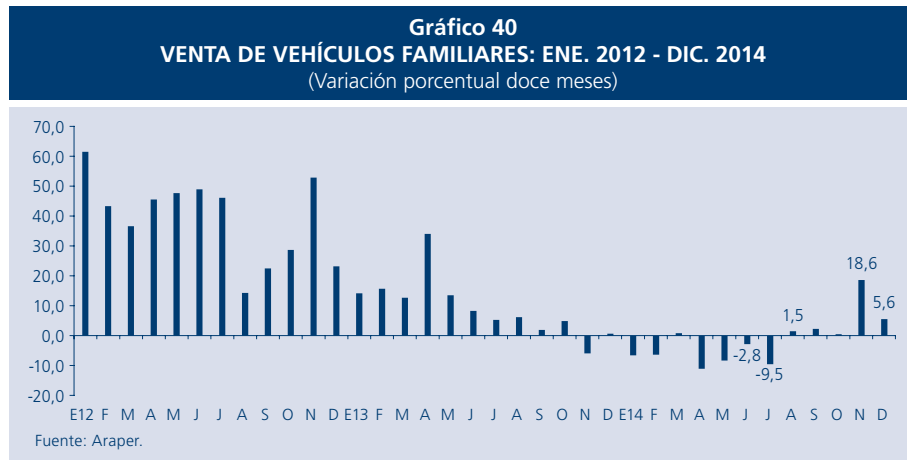


- g. El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero ha tenido una tendencia decreciente desde fines de 2013. Así en el año 2014 acumuló una caída de 3,1 por ciento, tasa que contrasta con el crecimiento registrado en el año 2013 (2,9 por ciento).





- h. La adquisición de bienes de consumo duradero de parte de las familias se ha recuperado en los meses de noviembre y diciembre, reflejando el mayor grado de confianza de los consumidores en el último trimestre del año 2014. Las ventas de autos familiares nuevos registraron un aumento de 12,4 por ciento entre dichos meses, luego de registrar tasas negativas en los primeros meses del año 2014.



- i. El ingreso nacional disponible habría registrado un crecimiento de 2,3 por ciento en 2014, menor al 5,9 por ciento registrado en el año 2013. Para los años 2015 y 2016 se proyecta que el ingreso nacional disponible crecería 4,6 y 6,0 por ciento respectivamente, en línea con la recuperación prevista del producto.

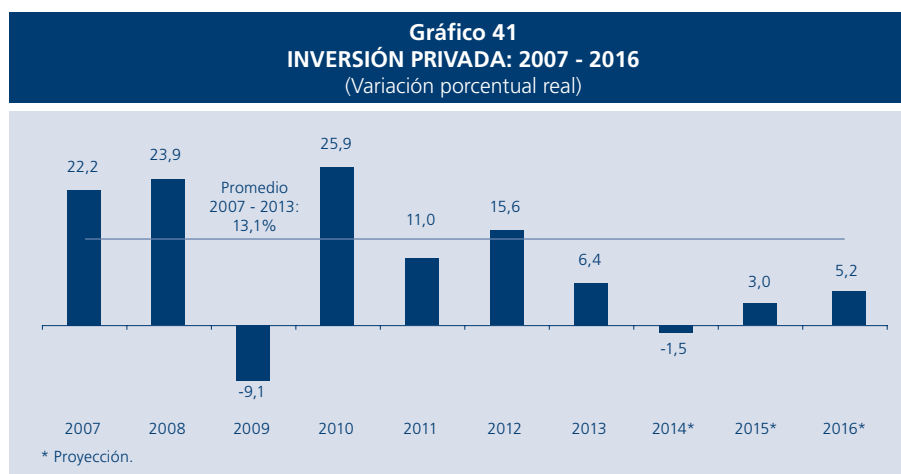
Cuadro 12 INGRESO NACIONAL DISPONIBLE (Variaciones porcentuales reales)						
	2013	2014*	2015*		2016*	
	Año	Año	RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
1. Producto Bruto Interno	5,8	2,4	5,5	4,8	6,3	6,0
2. Producto Nacional Bruto	7,2	3,3	5,8	5,3	6,7	6,3
3. Ingreso Nacional Bruto	6,0	1,7	6,0	5,2	6,6	6,1
4. Ingreso Nacional Disponible^{1/}	5,9	2,3	5,4	4,6	6,5	6,0

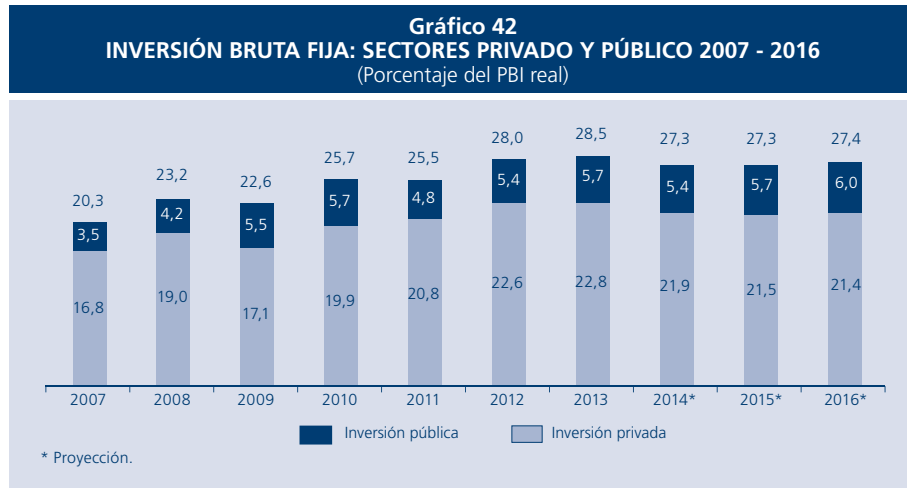
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.
1/ Incluye la renta de factores, ganancias netas producidas por términos de intercambio y transferencias netas recibidas de no residentes.

Considerando estos indicadores, la proyección del crecimiento del consumo privado para el año 2014 se ha revisado de 4,6 por ciento a 4,3 por ciento. Para los años siguientes se espera un aumento gradual de su tasa de crecimiento en línea con la evolución prevista del ingreso.

44. La inversión del sector privado registraría una reducción de 1,5 por ciento en 2014, debido principalmente a un frágil desempeño de la mayoría de los sectores económicos que se refleja principalmente en la evolución de las importaciones de bienes de capital que han mostrado tasas negativas a lo largo del año 2014. Asimismo, las expectativas de los inversionistas se han mantenido en el tramo optimista, pero aún en niveles bajos respecto a años previos.

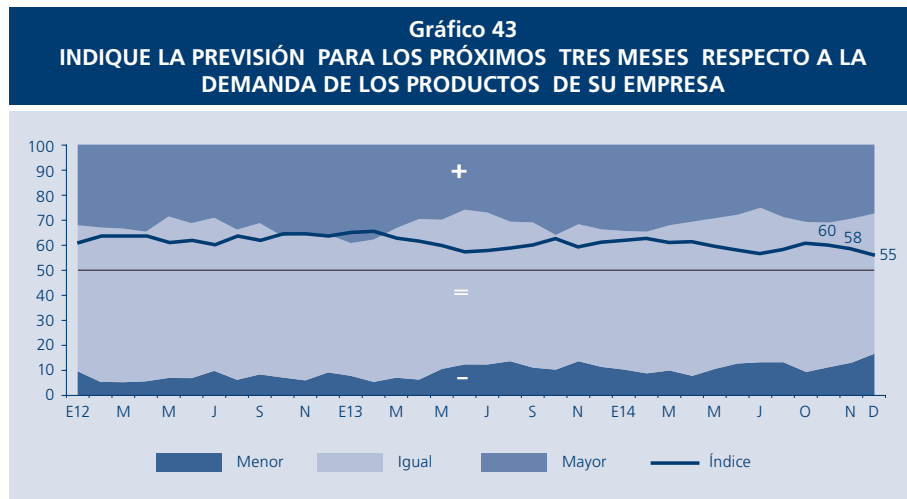
Para 2015 y 2016 se prevé que la inversión privada crecerá a tasas de 3,0 y 5,2 por ciento respectivamente considerando los proyectos anunciados y los otorgados en concesión. De esta manera, el ratio de inversión bruta fija total, que incluye a los sectores privado y público, pasaría de 27,3 por ciento en 2015 a 27,4 por ciento en 2016.





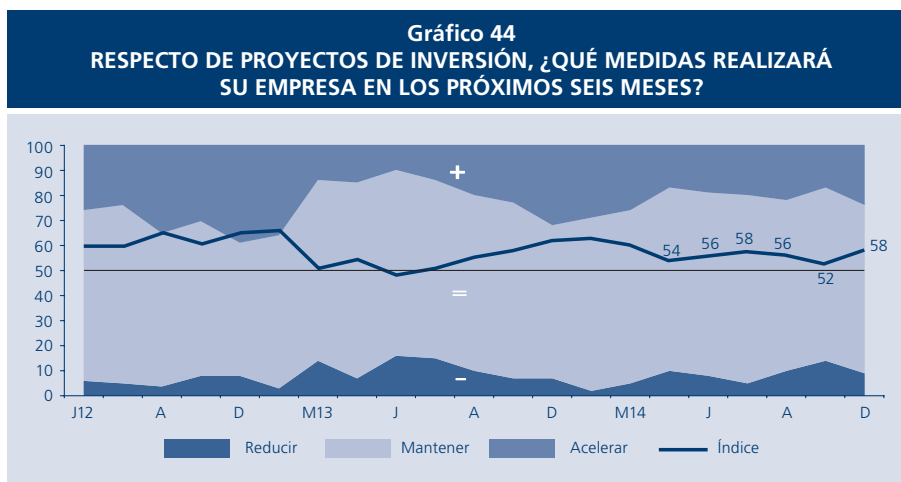
A continuación se presentan algunos indicadores que reflejan la evolución de la inversión privada:

- a. Las expectativas de demanda a tres meses se mantienen en el tramo optimista y alcanzan 55 puntos en diciembre. Este indicador, registró 59 puntos en promedio durante el año 2014, nivel menor en 2 puntos con respecto al valor registrado durante el año anterior.

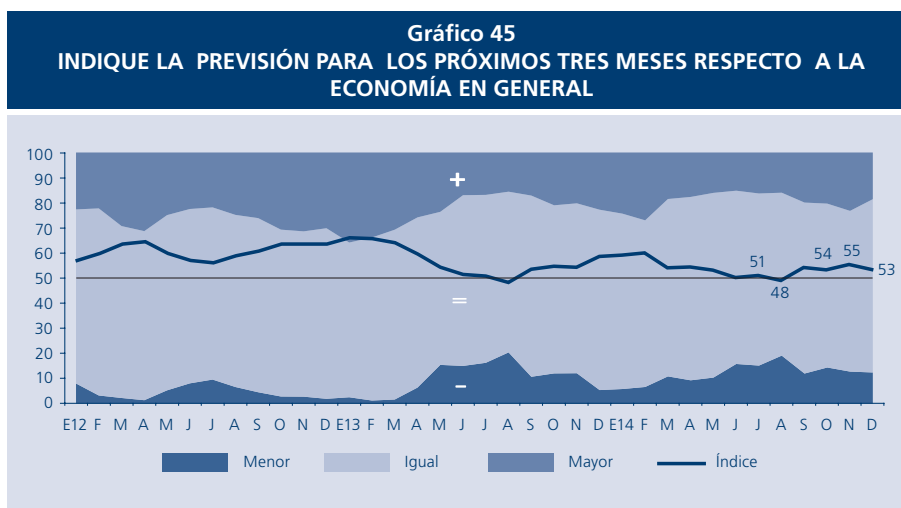


- b. El indicador de expectativas de inversión a 6 meses continuó manteniéndose en el tramo optimista alcanzando 58 puntos en diciembre, nivel mayor a lo

registrado en setiembre, aunque menor al nivel que tenía en los primeros meses del año.

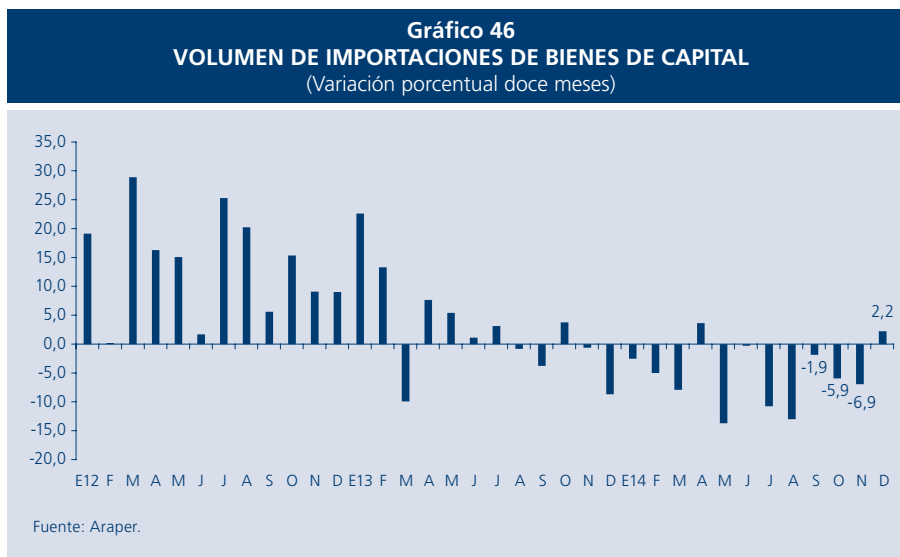


- c. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses fue de 53 puntos en diciembre manteniéndose en el tramo optimista.



- d. El volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión, disminuyó 5,4 por ciento en el año 2014, tasa que contrasta con la registrada en el año previo (2,3 por ciento).





- e. La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI revela ajustes a la baja para el año 2015. Así, en el caso del sistema financiero se registra una revisión de la tasa esperada de crecimiento del PBI de 5,0 a 4,5 por ciento entre octubre y diciembre de 2014; para los analistas económicos de 5,3 a 4,5 por ciento, y entre los representantes de empresas no financieras de 5,0 a 4,5 por ciento.

Cuadro 13
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

	Expectativas del:		
	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Ene.15
Sistema Financiero			
2015	5,4	5,0	4,5
2016	5,2	5,5	5,0
Analistas Económicos			
2015	5,7	5,3	4,5
2016	6,0	5,5	5,2
Empresas No Financieras			
2015	5,0	5,0	4,5
2016	5,5	5,2	5,0

RI: Reporte de Inflación.

45. Los anuncios de proyectos de inversión privada para el periodo 2015-2016 alcanzan US\$ 31,7 mil millones monto superior en 1,1 mil millones con respecto al total previsto para el mismo período en el Reporte de Inflación de octubre.

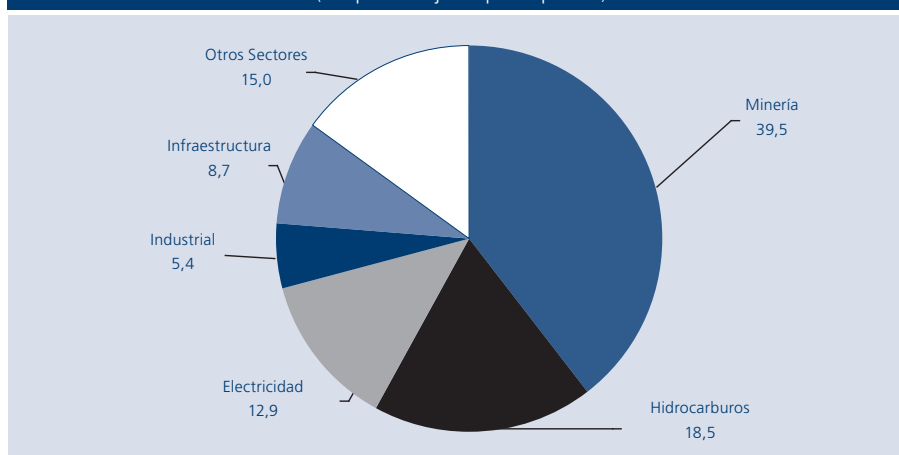
Cuadro 14
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2015 - 2016
(Millones de US\$)

	Total Inversión			Número de Proyectos
	RI Oct.14	RI Ene.15	Diferencia	
Minería	12 768	12 549	-219	33
Hidrocarburos	5 368	5 856	488	21
Electricidad	3 612	4 080	468	31
Industrial	1 577	1 715	138	13
Infraestructura	2 767	2 767	0	20
Otros Sectores	4 545	4 767	222	89
Total	30 637	31 734	1 097	207

RI: Reporte de Inflación.

Los sectores minería e hidrocarburos participan con el 58 por ciento del total de anuncios para el período 2015-2016. Según el Ministerio de Energía y Minas las inversiones en el sector minero a noviembre de 2014 fueron US\$ 7 714 millones. Cabe señalar que en diciembre el gobierno aprobó el plan ambiental para la ampliación de la mina de cobre Toquepala, de Southern. La construcción de este proyecto demandará una inversión de US\$ 1 200 millones y tomará dos años ampliando su capacidad de procesamiento mediante la instalación de una nueva planta concentradora la cual permitirá duplicar su capacidad de producción a 120 mil toneladas métricas por día. Los anuncios de inversión del sector minero se han reducido respecto al Reporte previo debido, entre otros factores, a una disminución en la escala del proyecto San Gabriel (antes Chucapaca), de Buenaventura. La inversión requerida para desarrollar este proyecto sería alrededor de US\$ 450 millones, menor en US\$ 550 millones respecto a la previsión anterior, contemplando explotación subterránea en lugar de un tajo abierto. Se estima que la producción anual bordearía las 200 mil onzas de oro e inicie operaciones a partir de 2018.

Gráfico 47
PROYECTOS DE INVERSIÓN PREVISTOS 2015 - 2016
(En porcentaje de participación)





En el sector hidrocarburos, el Consorcio Gasoducto Sur Peruano ha estimado una mayor inversión en US\$ 600 millones debido a costos no previstos, tales como la afinación de estudios de suelos y trabajos para acondicionar 400 kilómetros de carretera que permitirán el paso de vehículos que transporten los tubos para esta obra. La inversión total sería de US\$ 4,1 mil millones. Cabe mencionar que el primer lote de tuberías ya fue importado para la construcción del primer tramo del gasoducto. En diciembre, el Ministerio de Energía y Minas, aprobó el proceso de cesión del estudio de impacto ambiental (EIA) de Kuntur, lo que aceleraría la construcción y finalización del proyecto. De otro lado, Graña y Montero se adjudicó la licencia por 30 años para los lotes III y IV en Talara, anunciando exploraciones en ambos lotes que demandarían inversiones de alrededor de US\$ 560 millones.

Durante 2014 se adjudicaron alrededor de US\$ 10 mil millones en proyectos de inversión bajo la modalidad de concesiones. Según Proinversión, para 2015 se estarían concesionando 17 proyectos que implicarían una inversión de US\$ 4,6 mil millones.

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

	Inversión estimada	
	2014	2015
A. Adjudicados	9 979	
Línea 2 y Ramal Av. Faucett - Av. Gambetta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao	5 075	
Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto del Sur Peruano	3 643	
Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero - Cusco	537	
Línea de Transmisión 220 kV Moyobamba - Iquitos y Subestaciones Asociadas	499	
Terminal Portuario General San Martín	129	
Línea de Transmisión 220 kV Friaspata - Mollepata y Subestación Orcotuna 220/60 kV	39	
Línea de Transmisión 220 kV La Planicie - Industriales y Subestaciones Asociadas	35	
Telecabina Kuelap	18	
Prestación de Servicios de Seguridad Tecnológica en las Prisiones	4	
B. Por Adjudicar		4 632
Nuevas Centrales Hidroeléctricas para proveer de energía a nivel nacional en el período 2020-2021		2 700
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima		400
Longitudinal de la sierra tramo 4		340
Masificación de Uso de Gas Natural		300
Sistema de Abastecimiento de LNG para el Mercado Nacional		250
Central Térmica de Quillabamba		180
Obras de Regulación del Río Chillón		70
Hidro vía Amazónica		69
Línea de Transmisión 220 kV Azángaro - Juliaca - Puno		69
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Ayacucho		55
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Huanavelica		47
Teleférico de Choquequirao		43
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Apurímac		42
Primera Etapa de la Subestación Carapongo y enlaces de Conexión a Líneas Asociadas		40
Conectividad Integral en Banda Ancha para el Desarrollo Social de la Zona Norte del País - Región Lambayeque		19
Prospecto Huayday Ambara		8
C. Total Proyectos (A) y (B)	9 979	4 632

Fuente: Proinversión.

Cuadro 16 PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN		
SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
Minería	Freeport-Macmoran Aluminium Corporación Aluminium Corp Of China Ltd. Southern Copper Corporation Southern Copper Corporation MMG Limited Shougang Corporation Rio Tinto PLC. Grupo Milpo Bear Creek Mining Corporation Compañía de Minas Buenaventura Compañía de Minas Buenaventura Hochschild Mining S.A. Minera IRL Limited Hochschild Mining S.A.	Ampliación de Mina Cerro Verde Ampliación Toromocho Tía María Ampliación de Mina Toquepala Las Bambas Ampliación de Mina Marcona La Granja Ampliación de Minas Cerro Lindo y El Porvenir Corani Tambomayo San Gabriel (Antes Chucapaca) Inmaculada Ollachea Crespo
Hidrocarburos	Consorcio Gasoducto Sur Peruano China National Petroleum Corporation Karoon Gas Australia/Vietnam American Pluspetrol Perú Corp. S.A. China National Petroleum Corporation Calidda Gas Natural del Perú Graña y Montero Petróleo	Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur Peruano Lote 39: Exploración 21 pozos Exploración Lote Z-38 (20 pozos) Exploración Lote 88 y 56 Lote 57 - Kinteroni Masificación de Gas Repotenciar Lotes III - IV
Electricidad	Energía Azul S.R.L. Enersur; Kallpa Generación Quimpac S.A.; Inkia Energy Interconexión Eléctrica ISA Perú S.A. Odebrecht S.A.C. Grupo Económico Endesa S. A. Corsán-Corviam; Engevix y Enex Volcan Compañía Minera S.A.A. Termochilca S.A.C. Grupo Cobra	Central Hidroeléctrica Santa María Nodo Energético del Sur Central Hidroeléctrica Cerro del Águila Línea De Transmisión 500 kV Mantaro - Marcona - Socabaya - Montalvo y subestaciones asociadas Central Hidroeléctrica Cerro de Chaglla Central Hidroeléctrica Curibamaba Central Hidroeléctrica Molloco Central Hidroeléctrica Belo Horizonte Central Térmica Santo Domingo de Olleros - Ciclo Combinado Parque Eólico Tres Hermanas (Nazca)
Industrial	Corporación JR Lindley S.A. Repsol YPF S.A. Mitsubishi; Hochschild Mining PLC Grupo Hochschild Técnicas Reunidas S.A.	Ampliación y Nuevas Plantas: Trujillo, Pucusana, Cusco, Iquitos Ampliación de Planta La Pampilla Planta de Fosfatos Nueva Planta Cementera en Piura Modernización Refinería de Talara
Infraestructura	Consorcio Nuevo Metro de Lima Odebrecht S.A.C. Consorcio Consierra II Consorcio Angostura Siguan II Grupo Romero Graña y Montero S.A.; Odebrecht S.A.C. Consorcio Kuntur Wasi Consorcio Paracas OAS S.R.L.	Línea 2 de Metro de Lima Vías Nuevas de Lima Longitudinal de la Sierra Tramo 2 Majes Siguan II Ampliación Puerto Matarani Proyecto de Irrigación Chavimochic (Tercera Fase-3era Etapa) Aeropuerto Internacional de Chinchero Terminal Portuario General San Martín Vía Parque Rímac
Otros Sectores	Grupo Telefónica Inversiones Centenario S.A.A.; Parque Arauco Grupo Telefónica Grupo Salinas Grupo Falabella Grupo Interbank Graña y Montero Vivienda Besalco S.A. Grupo Suma Yota del Perú SAC. Holding del Grupo Wong Inmobiliaria S.A Grupo Gloria Ingenieros Civiles Asociados	Planes de Inversión 2015 - 2016 Centro Comercial Camino Real Banda Ancha Satelital (4G) Red Dorsal de Fibra Óptica Expansión y Nuevos Centros Comerciales Expansión y Nuevos Centros Comerciales Proyectos Inmobiliarios Proyectos Inmobiliarios Complejo de Viviendas Nuevo Paracas Expansión e Instalación de Redes LTE-4G Centro Comercial y Terminal Terrestre Edificio de Oficinas Corporativas Stratego Azucareras (Casagrande, Cartavio y San Jacinto)-Proyecto Olmos Flota y Equipos

Fuentes: Medios de prensa e información de empresas.

En diciembre de 2014 se iniciaron las obras en la Línea 2 del Metro de Lima y los trabajos previos a la construcción del Gasoducto Sur Peruano. Este último contempla la ampliación y mejoramiento de los caminos de acceso y la implementación de



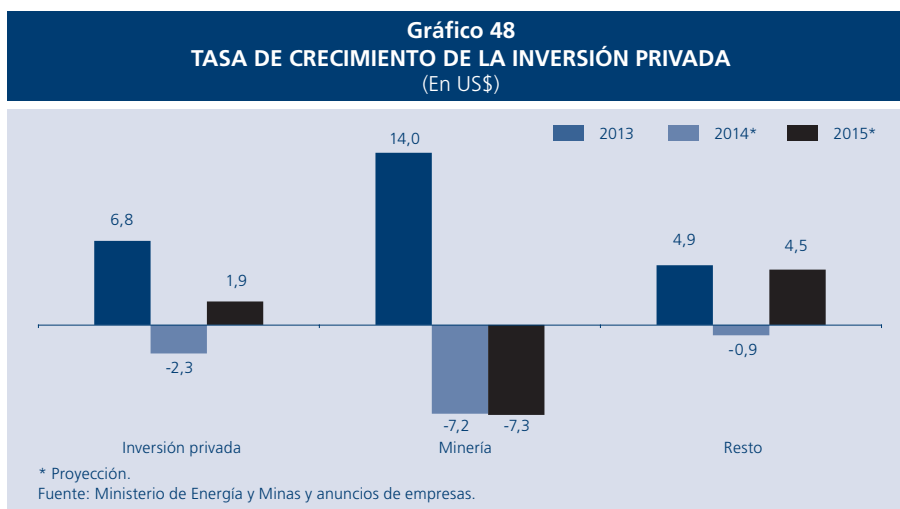


los campamentos. Con respecto al proyecto Nuevo Aeropuerto Internacional de Chinchero, el Consorcio Kuntur Wasi presentará los expedientes de ingeniería al Ministerio de Transportes y Comunicaciones y el estudio de impacto ambiental en marzo y abril de 2015.

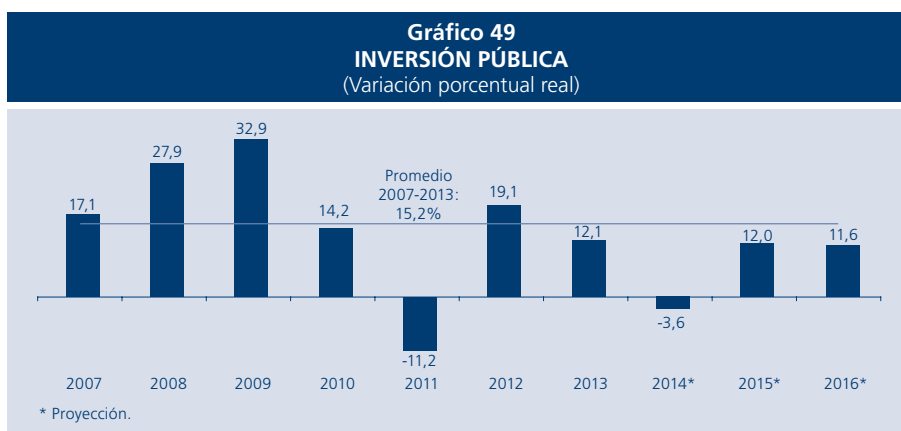
El Estado peruano a través de Proinversión licitará la provisión de energía eléctrica, lo cual implicará que los ganadores de la licitación construyan nuevas centrales hidroeléctricas que entrarán en operación comercial en la próxima década. Se espera que para proveer la energía se requerirá una inversión de US\$ 2,7 mil millones a partir de 2016.

Los otros sectores continúan realizando importantes anuncios de ejecución de nuevos proyectos de ampliación y remodelación a nivel nacional. Así, el proveedor de internet OLO destinará inversiones a expandir y mejorar su servicio con instalaciones de estaciones LTE-4G en Lima y provincias. Colegios y universidades como Innova Schools, Universidad Tecnológica del Perú, del grupo Interbank continuarán su expansión a nivel nacional. Cabe mencionar que en diciembre de 2014 se inauguró la Universidad de Ingeniería y Tecnología del grupo Rothschild cuya inversión fue de US\$ 100 millones.

En 2014 la inversión privada disminuyó respecto al año previo afectada por la reducción de la inversión en el sector minero, por la finalización de proyectos como Toromocho y Antapaccay y menores inversiones en empresas como Southern y Antamina. Para el año 2015 se considera una caída de la inversión minera por segundo año consecutivo al culminarse la construcción del proyecto Constancia. El crecimiento de la inversión privada para 2015 reflejaría las mayores inversiones en otros sectores como infraestructura, hidrocarburos e industria, entre otros. Destacarían proyectos como el Gasoducto del Sur Peruano, la Planta de Fosfato de Hoshchild, el Nodo Energético del Sur, las inversiones de ampliaciones de redes de Telefónica, Entel, Claro y OLO, la Línea de Transmisión Mantaro-Socabaya-Montalvo, la construcción de centros comerciales, entre otros.



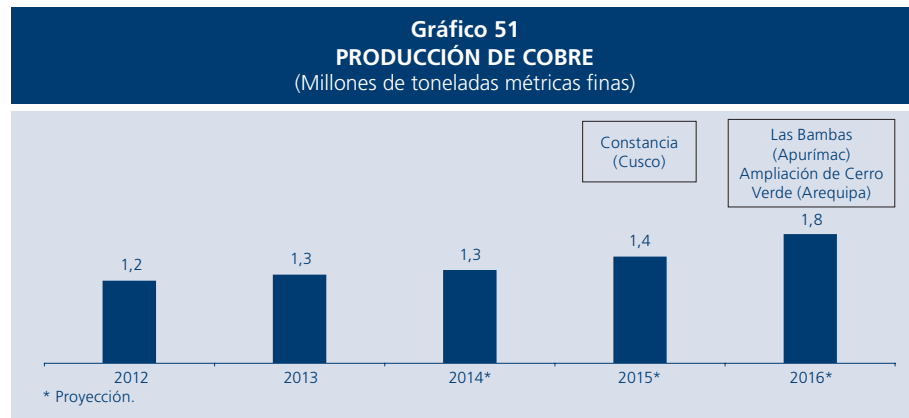
46. La **inversión pública** registró una variación anual negativa de 3,6 por ciento en 2014 (12,1 por ciento en 2013). Este resultado se explica por menor ejecución en el gasto de inversión de los gobiernos subnacionales. Para el año 2015 se contempla un escenario en donde el ritmo de gasto de las unidades ejecutoras es mayor a lo observado en el año 2014. De esta manera se espera una tasa de crecimiento de la inversión pública de 12,0 por ciento. En 2016 se mantendría una tasa de crecimiento similar.



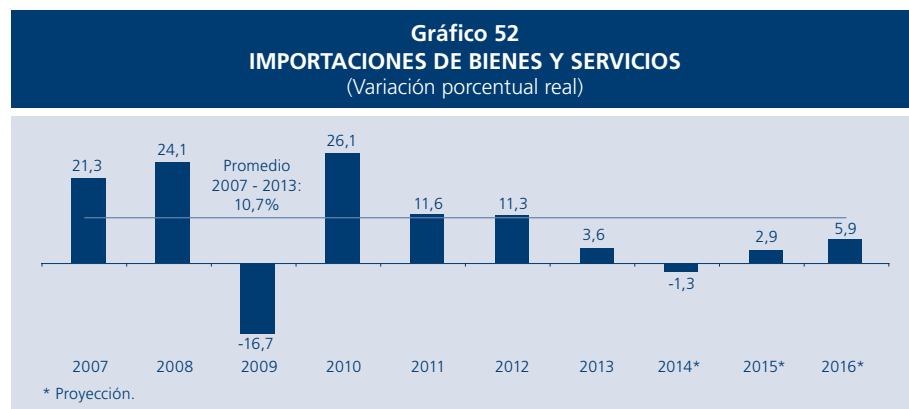
47. Las **exportaciones reales** de bienes y servicios registrarían una caída de 2,2 por ciento en 2014, por la reducción de envíos de productos tradicionales principalmente oro, cobre y café. Por su parte, las exportaciones de productos no tradicionales como agropecuarios y pesqueros habrían crecido a tasas positivas, compensando parcialmente la reducción del volumen de exportación de productos tradicionales.

Para el año 2015 se proyecta una recuperación en el crecimiento de las exportaciones, considerando mayores exportaciones mineras por mayor producción de Toromocho, inicio de operación del proyecto Constancia y recuperación de leyes de algunas unidades mineras. Para el año 2016 se mantiene la tasa estimada en el Reporte previo de 9,4 por ciento, que se sustentaría por la entrada en operación del proyecto minero Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde.





48. Las **importaciones** de bienes y servicios habrían disminuido 1,3 por ciento en el 2014, principalmente por un menor dinamismo de las importaciones de bienes de capital y en menor medida de insumos industriales. Para el año 2015 se espera una recuperación de las importaciones de 2,9 por ciento, consistente con la proyección de crecimiento del PBI. Para 2016 se mantiene la tasa de crecimiento en 5,9 por ciento en línea con la evolución de la demanda interna.



Recuadro 2
CÁLCULO DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (PTF)

El concepto de productividad total de factores (o PTF) está relacionado a la eficiencia con la que se emplean los factores de producción en una economía. Típicamente hay 3 razones detrás del crecimiento de la PTF: i) progreso técnico o avance tecnológico, ii) mejora en un tercer factor (diferente al capital y/o trabajo) que no está siendo directamente considerado en la función de producción, pero que incide directamente en ésta; y iii) mejora en la calidad de los factores que no es capturada a través de la medición de cantidades empleadas que se hace de estos para el cálculo de la producción.

La literatura del crecimiento económico indica que el incremento de la PTF explica el aumento de los ingresos de los países en el largo plazo.¹ Empíricamente, la variación de la PTF se calcula a partir de la llamada contabilidad del crecimiento, que permite descomponer las contribuciones del capital, el trabajo y la PTF en el crecimiento del producto.

Para entender cómo se deriva esta contabilidad, se considera una función de producción con tecnología Cobb-Douglas, esto es, una función de la forma:

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$$

Esta función supone rendimientos constantes a escala, donde incrementos en el capital (K) y el trabajo (L) generan un incremento en el producto (Y) en igual proporción. El parámetro A refleja en este caso la PTF, que recoge el efecto de todo aquello que puede afectar el producto adicional al aporte del capital y el trabajo, en tanto los exponentes α y $1-\alpha$ representan las participaciones de los factores de producción en el producto.

Esta expresión puede transformarse a tasas de crecimiento para cada una de las variables consideradas tomando logaritmos en primer lugar y luego diferenciado respecto al tiempo, lo cual nos conduce a la siguiente expresión:

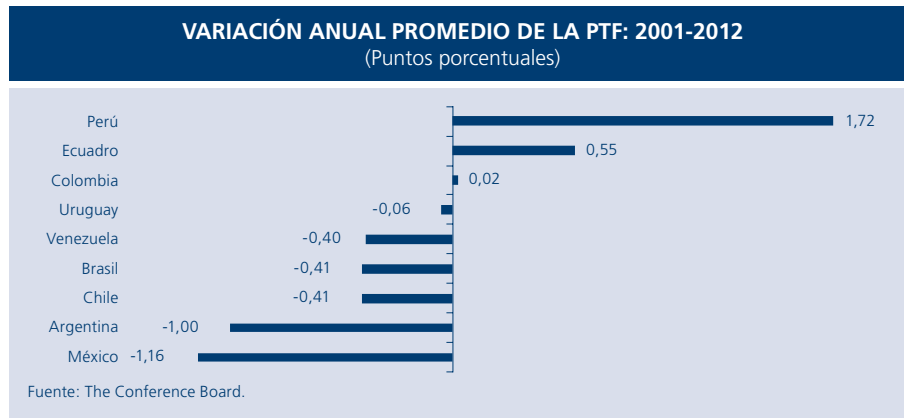
$$\Delta\%A = \Delta\%Y = \alpha\Delta\%K - (1 - \alpha)\Delta\%L$$

Esta expresión tiene la ventaja de que las mediciones de producto, capital y trabajo son directamente medibles a partir de las cuentas nacionales. El crecimiento de la PTF se estima como la diferencia del crecimiento del producto y el crecimiento de los factores de producción (el llamado residuo de Solow).

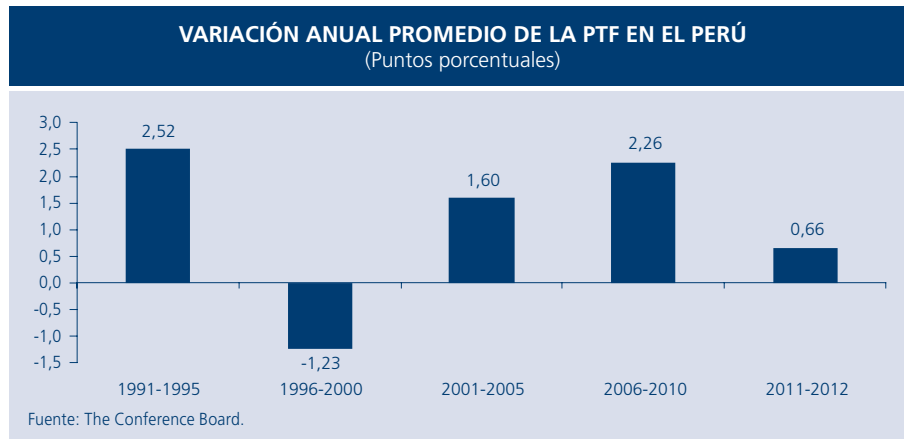
De acuerdo con la contabilidad del crecimiento estimada por *The Conference Board*, el Perú lideró el crecimiento de la PTF en la región entre 2001 y 2012, cuando la PTF se expandió en 1,7 por ciento anual. En el mismo periodo, países como Colombia no mostraron mejora alguna de la PTF y otros países como Argentina y México tuvieron contracciones mayores al 1 por ciento de la PTF.

1 Para una más amplia revisión del tema, ver Barro, R. y X. Sala-i-Martin (2009). *Crecimiento Económico*, Barcelona: Reverté.





En el caso de Perú, con la información disponible entre 1991 y 2012, se aprecia un crecimiento importante de la PTF en la primera mitad de la década de 1990, luego de iniciadas las reformas de primera generación, que fue interrumpido en el periodo 1996-2000, donde ocurrió un severo Fenómeno del Niño además de crisis financieras internacionales. Posteriormente, la PTF recuperó su dinamismo y en el periodo 2006-2010 la PTF creció 2,26 por ciento en términos anuales. Sin embargo, en los últimos 2 años disponibles se observa que el dinamismo de la PTF se ha desacelerado.

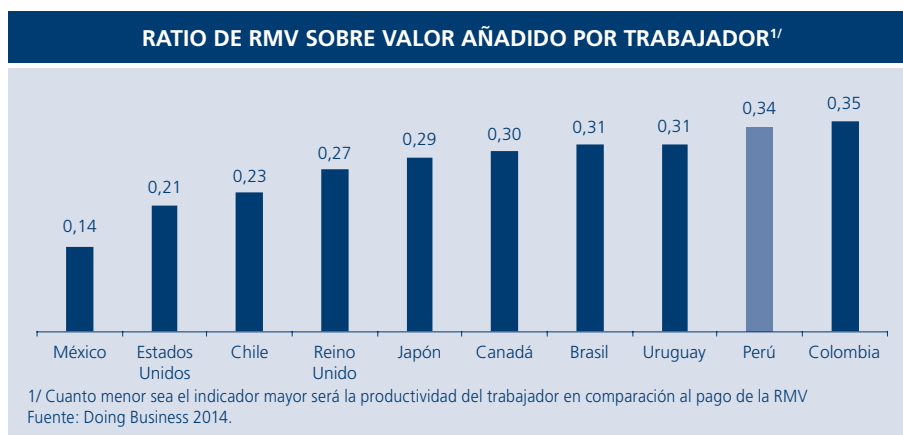


Como se señaló al inicio de este recuadro, los resultados de la PTF recogen el efecto de las variables que afectan el producto pero que no son directamente medidas en la contabilidad del crecimiento. La literatura empírica del crecimiento ha convenido en llamar a estas variables determinantes del crecimiento. Por lo tanto, las perspectivas de un país para crecer en el largo plazo están en función del fortalecimiento de estos determinantes.

Al respecto, las medidas de productividad que diferentes organizaciones emplean, como el *World Economic Forum*, se relacionan con la teoría del crecimiento económico y señalan cómo evolucionan los determinantes de la productividad (y del crecimiento a largo plazo) en el tiempo. Estos organismos, a diferencia del método de la contabilidad del crecimiento, no miden la productividad de manera residual, sino que la aproximan a través de las variables determinantes del crecimiento en el largo plazo, que son agrupadas en diversas categorías como institucionalidad, educación, ambiente macroeconómico, tamaño de los mercados, desarrollo de los mercados financieros, innovación, etc.

Recientemente, el reporte sobre el índice de competitividad global del *World Economic Forum* de 2014 ha advertido la pérdida de 4 posiciones de nuestro país en el ranking, del puesto 61 al 65. De esta manera, para retomar un crecimiento sostenido de largo plazo se requieren reformas que corrijan la baja institucionalidad de la economía y la baja eficiencia en el mercado de bienes y el mercado laboral. En el mercado de bienes se necesita simplificar los requisitos y permisos para realizar nuevas inversiones. Asimismo, se requiere disminuir la carga de la regulación gubernamental que genera sobrecostos al inversionista. Por otro lado, en el mercado laboral se requieren reformas que reduzcan la rigidez en la contratación y despidos (puesto 130 de 144 países), que incentiva la informalidad, y procurar reformas que mejoren la productividad de los trabajadores.

En particular, sobre este último punto, de acuerdo con la más reciente publicación del *Doing Business*, la remuneración mínima vital (RMV) en el Perú equivale a un tercio del valor agregado por trabajador, por encima de otros países de la región como Uruguay, Brasil o Chile y países desarrollados como EEUU y Canadá. Este resultado indica que se requiere un aumento significativo en la productividad de la economía para competir en mejores condiciones con otros países dado el nivel actual de la RMV.





III. Balanza de pagos

Balanza comercial

49. En 2014 la balanza comercial tendría un déficit de US\$ 2,8 mil millones, como resultado de la caída continua de los términos de intercambio. Se estima que la disminución de los términos de intercambio desde 2011 tuvo un impacto negativo de 2,6 puntos porcentuales del PBI en la balanza comercial. Se ha revisado a la baja el déficit por efecto de mayores exportaciones (en 0,2 por ciento respecto a la proyección de octubre) y menores importaciones (en 0,3 por ciento respecto a la proyección de octubre). La revisión toma en cuenta una mayor disminución en las importaciones de bienes de capital, en línea con una tasa de crecimiento más negativa estimada para la inversión en dicho año.
50. Para el año 2015 se proyecta un déficit de la balanza comercial similar al del año previo. Las menores importaciones de insumos y petróleo y derivados, asociadas a la menor cotización internacional del crudo, compensarían los menores envíos al exterior, particularmente de productos tradicionales, en un contexto de mayor caída esperada de los precios de exportación. Para 2016 se espera una reducción gradual del déficit comercial impulsado por la mejora en los volúmenes exportados de productos mineros (cobre) y pesqueros (harina de pescado).

Cuadro 17
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

	2013	2014*	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
EXPORTACIONES	42 177	37 994	40 182	36 090	44 286	39 871
<i>De las cuales:</i>						
Productos tradicionales	30 954	26 230	27 742	23 779	30 676	26 671
Productos no tradicionales	10 985	11 524	12 219	12 030	13 372	12 962
IMPORTACIONES	42 217	40 809	41 804	38 903	44 588	41 918
<i>De las cuales:</i>						
Bienes de consumo	8 837	8 882	9 048	9 510	9 635	10 095
Insumos	19 512	18 812	18 186	15 045	19 263	16 251
Bienes de capital	13 654	12 922	13 435	12 513	14 541	13 692
BALANZA COMERCIAL	-40	-2 815	-1 622	-2 813	-302	-2 047

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Cuadro 18 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales)						
	2013	2014*	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
1. Valor:						
Exportaciones	-9,0	-9,9	6,0	-5,0	10,2	10,5
Productos tradicionales	-11,1	-15,3	6,1	-9,3	10,6	12,2
Productos no tradicionales	-1,9	4,9	5,7	4,4	9,4	7,8
Importaciones	2,6	-3,3	2,2	-4,7	6,7	7,8
2. Volumen:						
Exportaciones	-3,8	-2,9	6,7	2,9	9,9	9,5
Productos tradicionales	-4,4	-6,3	7,5	1,1	11,1	10,8
Productos no tradicionales	-1,5	5,8	5,4	5,4	7,0	6,5
Importaciones	3,5	-1,8	4,0	2,6	5,9	5,8
3. Precio:						
Exportaciones	-5,5	-7,3	-0,6	-7,7	0,2	0,9
Productos tradicionales	-7,0	-9,5	-1,3	-10,3	-0,5	1,3
Productos no tradicionales	-0,4	-0,9	0,3	-1,0	2,3	1,2
Importaciones	-0,8	-1,5	-1,8	-7,1	0,7	1,9

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

51. Las exportaciones previstas para el año 2014 son similares a las estimadas en el Reporte previo y serían 9,9 por ciento menores a las de 2013, principalmente por menores productos tradicionales. De la reducción de US\$ 4 724 millones observada en las exportaciones tradicionales en el año respecto a 2013, las exportaciones de oro por parte de empresas comercializadoras representaron alrededor de US\$ 1 980 millones, como resultado de las acciones de interdicción contra la minería ilegal.
52. Para **2015** y **2016** las exportaciones alcanzarían US\$ 36,1 mil y US\$ 39,9 mil millones, respectivamente. La proyección de 2015 considera menores ventas al exterior de productos petroleros reflejando la reducción del precio internacional del petróleo observada desde mediados de 2014. Asimismo, este año se observarían mayores exportaciones mineras, principalmente de cobre.

Para 2016 se espera una recuperación de las exportaciones mineras, asociada a la entrada en operación de proyectos de cobre como Las Bambas, la ampliación de Cerro Verde y una recuperación de la producción de Antamina; así como a mayores embarques de productos pesqueros, asumiendo este año como uno de condiciones climáticas normales.

La tasa de crecimiento de las exportaciones no tradicionales para **2015** sería menor a la observada en el año previo reflejando tanto menores volúmenes y precios. Los volúmenes exportados en los sectores agropecuario y pesquero seguirían mostrando un comportamiento positivo pero más moderado al experimentado en 2014. Para **2016** se espera que las exportaciones no tradicionales totalicen US\$ 13,0 mil millones reflejando la recuperación de los precios y volúmenes respecto a los observados en los dos años previos como respuesta a las mejores perspectivas de crecimiento mundial respecto a las que se habrían observado en 2014.





Gráfico 53
EXPORTACIONES DE BIENES: 2007 - 2016
(Miles de millones de US\$)

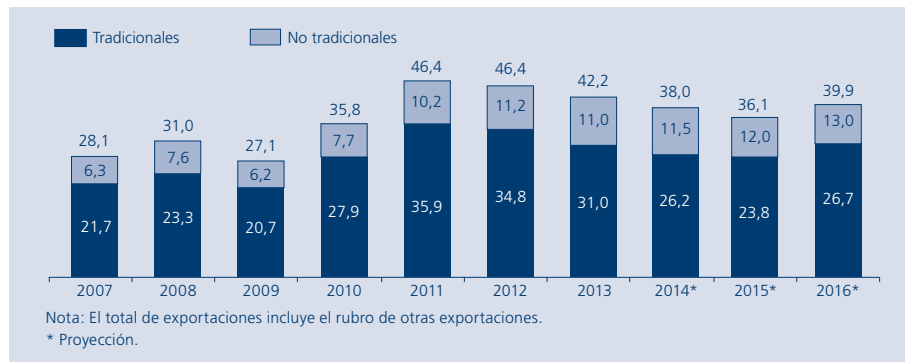
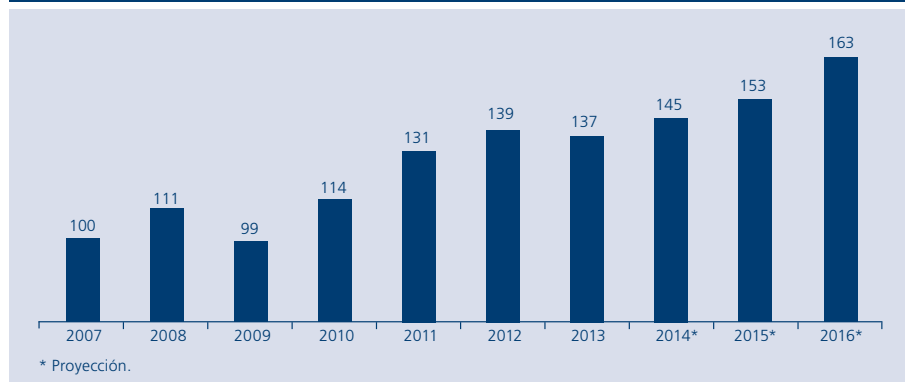


Gráfico 54
VOLUMEN DE EXPORTACIONES DE COBRE: 2007-2016
(Índice 2007 = 100)



Gráfico 55
VOLUMEN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES: 2007-2016
(Índice 2007 = 100)



53. Para **2014** se prevé US\$ 40,8 mil millones de importaciones, monto inferior a lo previsto en el Reporte de Inflación de octubre. La revisión a la baja refleja principalmente menores volúmenes de bienes de capital, en línea con la evolución de la inversión, y una reducción de los precios más pronunciada, reflejando en parte el mayor descenso observado en el precio internacional del petróleo. En **2015** se prevé una recuperación del volumen de importaciones. En particular se proyectan recuperaciones en las compras de insumos y bienes de capital, en línea con el crecimiento de la actividad manufacturera e inversión para este año, así como de bienes de consumo asociado a la recuperación del consumo privado. Asimismo, se observaría una mayor contracción del precio en línea con la evolución prevista en la cotización internacional del petróleo, el cual impactaría sobre el precio de algunos insumos importados.

Para **2016** se observaría un crecimiento de las importaciones de 7,8 por ciento, lo que contempla tasas de crecimiento del volumen consistentes con la evolución y recuperación de la actividad económica.



54. Se estima que la reducción en el precio del petróleo tendría un impacto positivo sobre la balanza comercial considerando que el Perú es un importador neto de crudo. De esta manera, la balanza petrolera reduciría su déficit de US\$ 1 736 millones de 2014 a uno de US\$ 1 155 millones para 2015, y cerraría el año 2016 con un déficit de US\$ 1 319 millones.





Cuadro 19
BALANZA NETA PETROLERA^{1/}
(Millones de US\$)

	2013	2014*	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
Exportaciones	3 834	3 822	4 117	2 507	4 232	2 878
Importaciones	6 200	5 557	5 823	3 663	5 854	4 196
Balanza neta	-2 366	-1 736	-1 707	-1 155	-1 622	-1 319

1/ Incluye petróleo crudo y derivados.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Términos de intercambio

55. En el cuarto trimestre de 2014, el índice de términos de intercambio registraría un nivel promedio de 98,3, menor en 3,5 por ciento con respecto a similar periodo de 2013. El índice de precios de exportación disminuiría en 8,1 por ciento y el de importaciones en 4,8 por ciento en el mismo periodo.

Con estos desarrollos, se estima que para el año 2014 los términos de intercambio disminuirían 5,8 por ciento. La caída en los precios de exportación (7,3 por ciento) sería parcialmente compensada por la disminución en el precio de las importaciones (1,5 por ciento).

56. La caída de los precios internacionales fue prácticamente generalizada. Destacó la fuerte caída en el precio del petróleo en el último trimestre de 2014, en un contexto de crecimiento de la oferta de crudo (especialmente en Estados Unidos) y de perspectivas de una menor demanda. Esta tendencia se acentuó en los primeros días de enero por mayores señales de un mercado superavitario en 2015. La caída en el precio del petróleo afectó a la baja la cotización de los alimentos, pero fue contrarrestada por restricciones de Rusia a las exportaciones de trigo y maíz. Los menores precios de petróleo, sumado al impacto de la apreciación del dólar sobre la inflación externa, explican la caída en el precio de las importaciones.

Por el lado de las exportaciones, la caída en los precios de los metales básicos se explicó principalmente por las menores perspectivas de crecimiento a nivel global, en especial de China y la Eurozona; además, por un mercado superavitario en el caso del cobre. La disminución de la proyección de oro se explica por las expectativas de fortalecimiento del dólar ante las expectativas de alza de tasas por parte de la Fed y problemas de baja inflación en diferentes economías desarrolladas. En contraste, el precio de la harina de pescado registró una tendencia al alza debido a que no se realizó la segunda temporada de pesca industrial para la zona centro-norte del Perú.

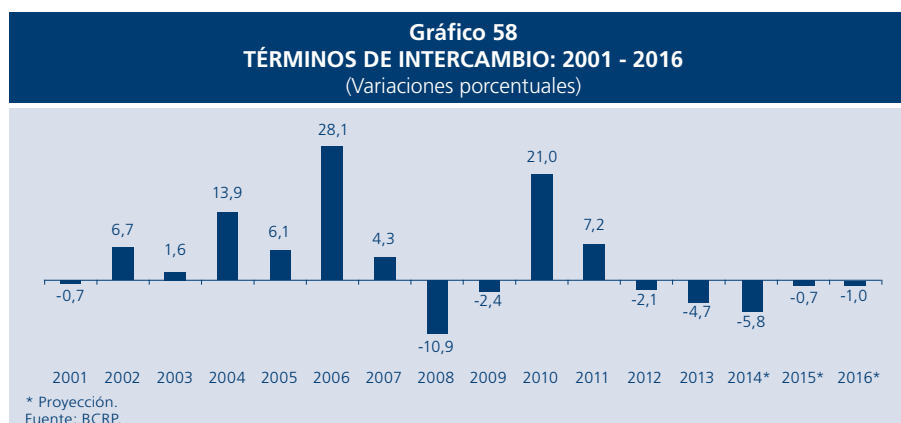
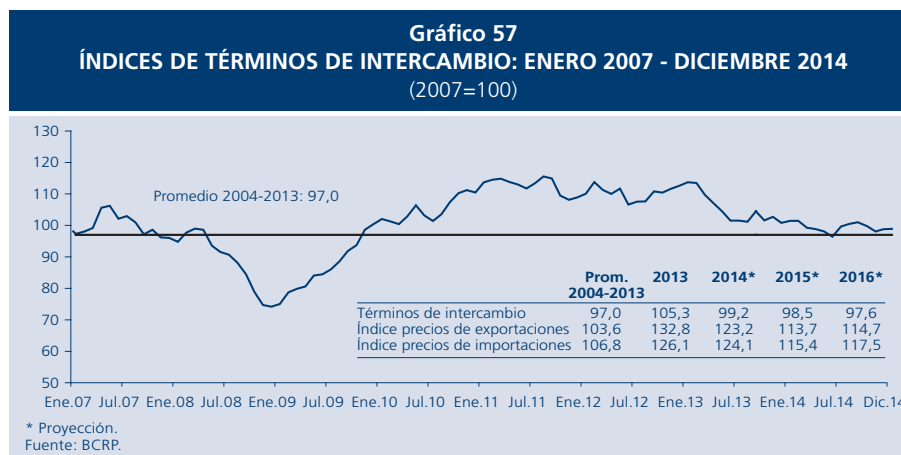
57. Luego de la corrección de 2014, se estima que los términos de intercambio disminuyan 0,7 por ciento en 2015 y 1,0 por ciento en 2016. Ello supone, para la mayoría de productos, niveles de precios inferiores a los previstos en el Reporte de Inflación

de octubre. La mayor revisión se da en el caso del petróleo y cobre, en línea con lo señalado anteriormente.

Cuadro 20
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2012 - 2016
(Datos promedios anuales)

	2012	2013	2014*		2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
Términos de intercambio	-2,1	-4,7	-5,1	-5,8	1,2	-0,7	-0,5	-1,0
Precios de Exportaciones	-2,2	-5,5	-5,7	-7,3	-0,6	-7,7	0,2	0,9
Cobre (ctv US\$ por libra)	361	332	314	311	310	269	308	270
Zinc (ctv US\$ por libra)	88	87	96	98	95	98	96	99
Plomo (ctv US\$ por libra)	94	97	98	95	99	87	99	90
Oro (US\$ por onza)	1 670	1 411	1 278	1 266	1 255	1 210	1 255	1 210
Precios de Importaciones	-0,2	-0,8	-0,7	-1,5	-1,8	-7,1	0,7	1,9
Petróleo (US\$ por barril)	94	98	98	93	90	51	87	58
Trigo (US\$ por TM)	276	266	241	243	213	241	220	243
Maíz (US\$ por TM)	273	235	154	155	141	163	149	169
Aceite de Soya (US\$ por TM)	1 125	992	809	812	741	717	744	718

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



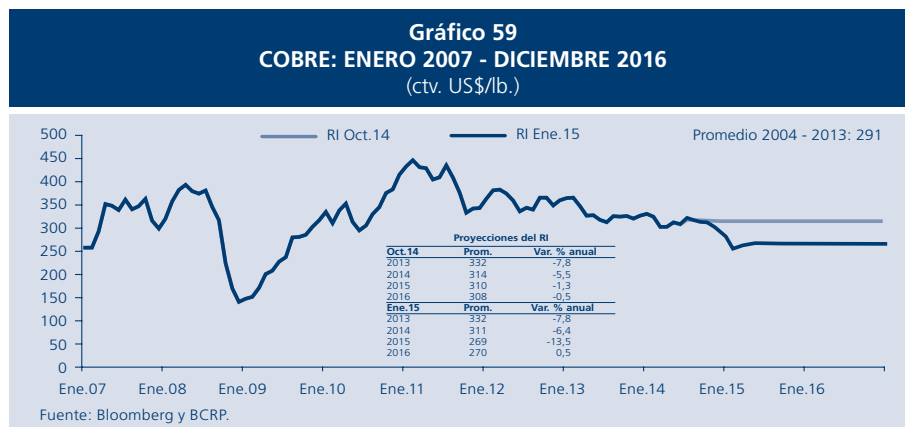


Cobre

58. La cotización del **cobre** se redujo 6,6 por ciento en los últimos tres meses, cerrando con una cotización promedio mensual de US\$/lb. 2,91 en diciembre. Con ello, la cotización del cobre acumuló una caída de 10,9 por ciento en 2014.

La reducción de la cotización del cobre en el trimestre se sustentó en el cambio de las perspectivas económicas de China y la Eurozona. Por el lado de la oferta, la producción de cobre refinado de China continuó creciendo, alcanzando en noviembre un nivel record histórico por cuarto mes consecutivo. El rápido crecimiento de la producción de cobre refinado en China se explica por la reapertura de refineries que habían cerrado por mantenimiento o averías en el primer semestre del año. La caída en el precio fue limitada por algunos factores de oferta asociados a huelgas en Indonesia y Perú, restricciones en el suministro de energía y un menor grado del mineral extraído.

En los primeros días de enero, la cotización continuó la tendencia a la baja, alcanzando el día 14 un nivel mínimo de US\$/lb. 2,55. Para el horizonte de proyección se espera una ligera recuperación del precio alcanzando un promedio de US\$/lb. 2,69 para 2015 y US\$/lb. 2,70 para 2016. Esta estimación por debajo de lo proyectado en el Reporte de Inflación pasado refleja un menor crecimiento de la demanda china y un incremento de la producción de concentrados que generarían un mercado superavitario para estos años. Sin embargo, recortes no previsto en la oferta y la recuperación económica de Estados Unidos podrían darle cierto soporte al precio.

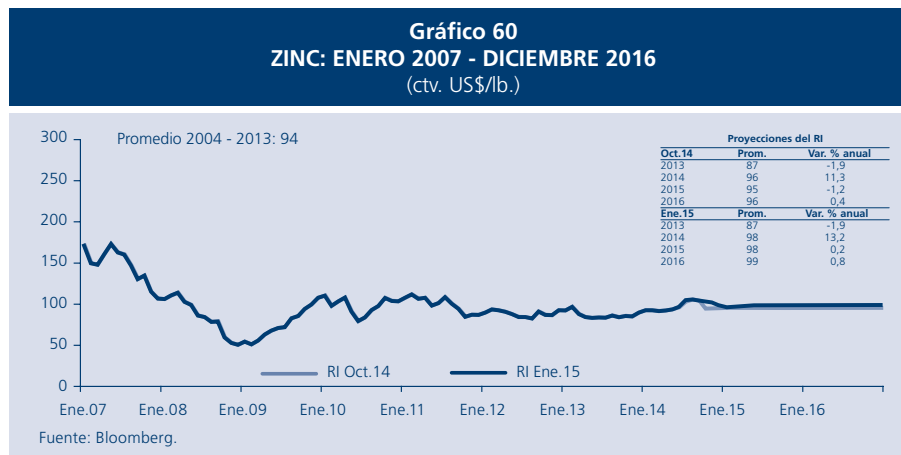


Zinc

59. Durante los tres últimos meses, la cotización del **zinc** se redujo 5,4 por ciento, cerrando diciembre con un precio mensual promedio de US\$ 0,98 por libra. Sin embargo, el precio del zinc acumuló un incremento de 9,9 por ciento en 2014, debido a una reducción de los inventarios globales y a la expectativa de un déficit de oferta durante la mayor parte del año.

La desaceleración del crecimiento chino, en particular del sector construcción, revirtió parcialmente el incremento de los precios registrado en los primeros tres trimestres del año. Asimismo, la caída de los precios del petróleo contribuyó con la reducción de la cotización del zinc, uno de los metales más intensivos en el uso de petróleo.

Para el período de proyección, los fundamentos del mercado del zinc muestran un mercado más ajustado por el continuo incremento en la demanda y los temores de una menor producción futura, aunque atenuado por la desaceleración que registra China y los elevados niveles de inventarios globales. Se prevé que, en el horizonte de proyección, la cotización internacional de zinc se sitúe ligeramente por encima de los niveles estimados en el Reporte de Inflación de octubre.



Oro

60. Durante los últimos tres meses, la cotización del **oro** se redujo 3,2 por ciento, revirtiendo parcialmente su tendencia ascendente registrada en los primeros meses del año. Con ello, la cotización del oro acumuló una disminución de 2,0 por ciento en 2014, cerrando en una cotización promedio mensual de US\$/oz. 1 199 en diciembre. En los primeros días del año, el precio del oro registró un incremento debido a una mayor demanda como activo de refugio y una mayor demanda física de China e India.

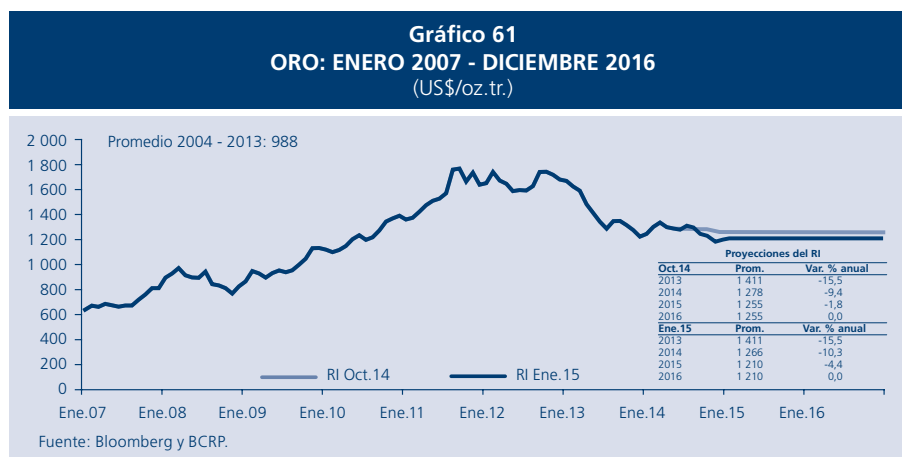
La caída del precio del oro de los últimos meses estuvo vinculada al fortalecimiento del dólar frente a la canasta de monedas. La apreciación del dólar reflejó un fortalecimiento mayor al esperado de la economía de Estados Unidos y las crecientes expectativas de que la Fed brinde señales de alza en su tasa de interés, luego de haber finalizado el retiro de su estímulo cuantitativo. Otro factor que contribuyó con la caída de la cotización del oro fue el temor a una deflación en la mayoría de economías avanzadas como consecuencia de la desaceleración en la Eurozona y Japón, así como por el desplome de los precios del petróleo.





Esta caída fue parcialmente contrarrestada por señales de una demanda física creciente, luego que el gobierno indio relajara inesperadamente las restricciones a la importación de oro.

En este contexto, se espera que en el horizonte de proyección, la cotización del oro se mantenga relativamente estable debido al inicio esperado del ciclo de alzas en la tasa de interés de la Fed y la mejora de la actividad económica de Estados Unidos. Ambos factores contribuirán a una cotización del dólar más fortalecida, desalentando la demanda de oro como activo de inversión.



Petróleo

61. Durante los últimos tres meses, el precio promedio mensual del **petróleo** WTI tuvo una disminución de 36,6 por ciento, alcanzando una cotización promedio de US\$/bl. 59,1 en diciembre. Con ello, la cotización del petróleo acumuló una caída de 39,6 por ciento en 2014. En los primeros días de enero, el precio del petróleo siguió la tendencia a la baja y alcanzó US\$/bl. 45,9, nivel mínimo en cinco años, debido a mayores señales de un mercado superavitario en 2015.

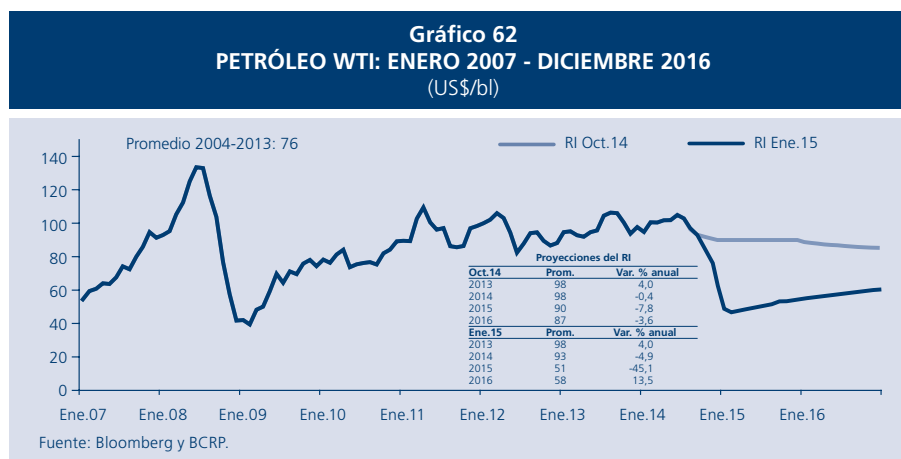
Los precios del petróleo, que venían cayendo desde fines de junio, acentuaron su reducción debido a la materialización de un exceso de oferta en el mercado global de crudo. En particular surgieron señales que el crecimiento de la producción en los países no miembros de la OPEP, superaría el crecimiento de la demanda global. Gran parte de la mayor oferta la explicó el crecimiento de la producción de crudo de Estados Unidos, lo que ha ocasionado una reducción en su demanda de importaciones de crudo.

Diversos organismos continuaron revisando a la baja su estimado de demanda global de petróleo crudo. En diciembre, la Agencia Internacional de Energía recortó su proyección de demanda para 2015, por cuarta vez en los últimos 5 meses, y elevó

la proyección de producción de crudo de los países no miembros de la OPEP para el próximo año.

En este contexto, la OPEP decidió mantener su cuota de producción en 30 millones de barriles diarios (mbd) en su reunión de noviembre, aunque en la práctica continuaron produciendo por encima del límite acordado. La OPEP prefirió tratar de mantener su participación de mercado, y evitar que la producción de crudo no convencional de Estados Unidos continúe creciendo y haciéndose más eficiente en costos. Esta decisión se dio a pesar de que la OPEP redujo su estimado de demanda de crudo a 28,9 mbd para 2015, la más baja en 12 años.

Este escenario prevé que, en el horizonte de proyección, el precio internacional del petróleo WTI se cotice en niveles menores a los estimados en el Reporte de Inflación de previo. Sin embargo, se mantienen elevados los factores de riesgo, tanto al alza, como a la baja. Por un lado, la probabilidad de incrementos de los precios se mantiene elevada debido a temores que la caída en el precio haya sido excesiva y a las recurrentes tensiones políticas presentes en los países productores de la OPEP. Por el contrario, la probabilidad de caída de los precios se asocia a una producción de crudo mayor al estimado en Estados Unidos y a la pronta solución de los conflictos en Medio Oriente, Libia y Nigeria.



Maíz

62. En diciembre, la cotización internacional promedio del **maíz** fue de US\$ 149,0 por tonelada, mayor en 17,4 por ciento al cierre promedio de setiembre 2014. Con ello, el promedio del precio del grano de 2014 fue de US\$ 155,1 por tonelada, menor en 33,9 por ciento al promedio del año 2013.

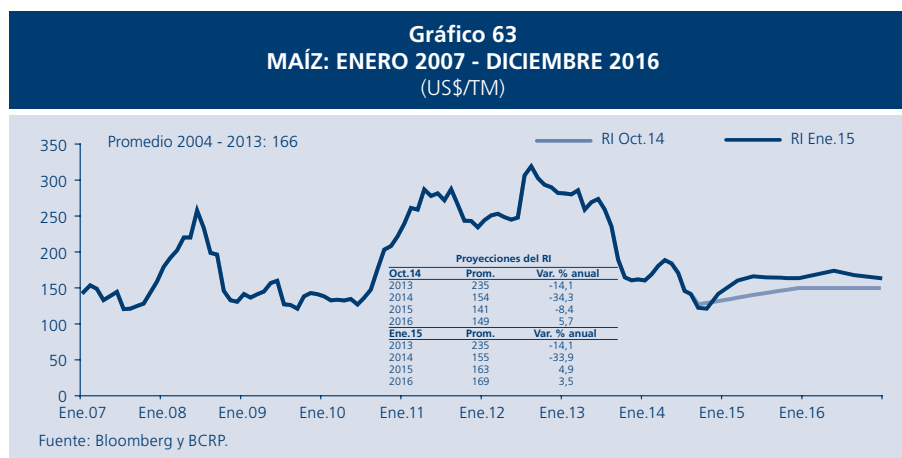
Esta variación refleja, principalmente, el incremento de los precios de noviembre y diciembre (9,5 por ciento y 8,2 por ciento, respectivamente). La tendencia al alza de





los precios estuvo impulsada por revisiones a la baja no esperadas de los inventarios finales de la campaña 2014 - 2015 de EUA (de 50,84 millones de toneladas a 50,75 millones de toneladas en diciembre) y por la revisión a la baja en octubre de la cosecha de EUA por menores rendimientos. Además, agregó presión al alza las condiciones climáticas desfavorables que retrasaron las cosechas. Esta evolución alcista del precio del maíz estuvo contrarrestada, parcialmente, por la caída de la cotización del petróleo que limitó una mayor demanda de etanol y por la apreciación del dólar frente al euro.

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

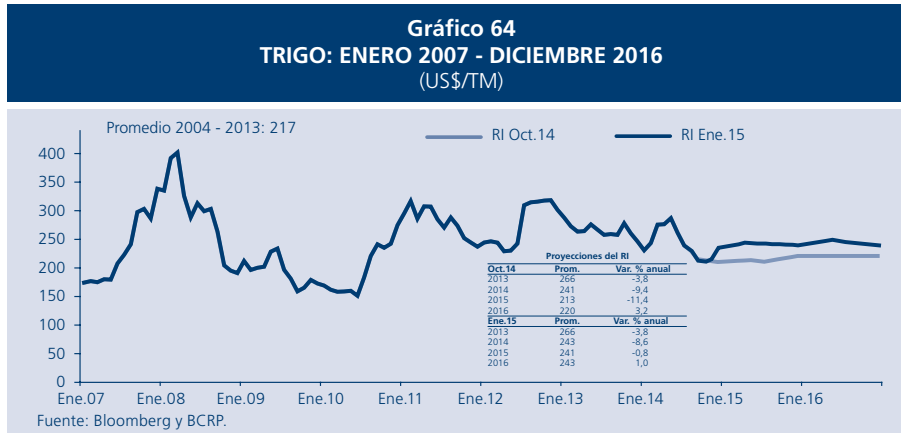


Trigo

63. Al mes de diciembre, el precio internacional del **trigo** registró un incremento de 11,4 por ciento respecto a setiembre y cerró con un nivel promedio de US\$/TM 235. El promedio de la cotización en 2014 fue de US\$/TM 243 lo cual representa una caída de 8,6 por ciento respecto al promedio de 2013.

Al igual que el caso del maíz, el mayor precio refleja los incrementos de noviembre (2,5 por ciento respecto a octubre) y sobre todo de diciembre (8,8 por ciento respecto a noviembre). Esta evolución se explicó, principalmente, por la adopción de restricciones por parte de Rusia a sus exportaciones que se tradujeron en limitaciones administrativas (emisiones de inspecciones sanitarias) y en impuestos a las exportaciones de trigo.

Asimismo, el USDA revisó a la baja los inventarios finales globales para la campaña 2014/2015 de 196,38 millones de TM en septiembre a 194,90 millones de TM en diciembre debido a la revisión al alza del consumo global. Debido a estos factores, se estima que el precio del trigo se cotice a niveles superiores a los del Reporte de Inflación previo.

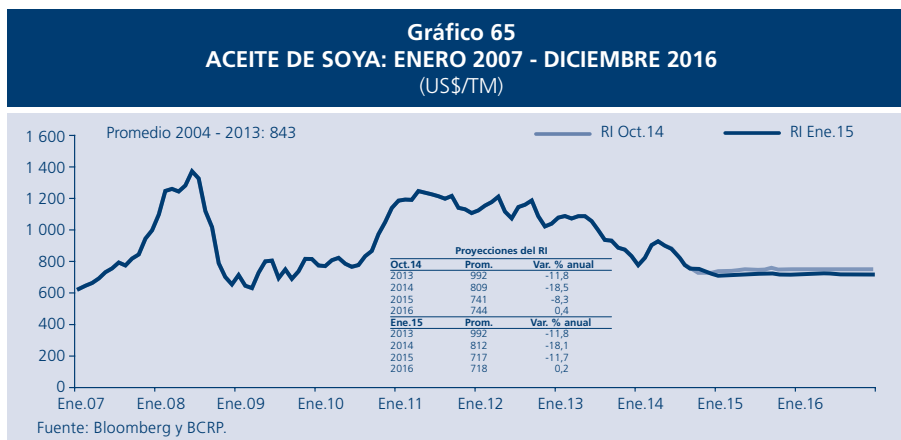


Aceite de Soya

64. La cotización promedio de diciembre del **aceite de soya** fue US\$/TM 718, nivel inferior en 4,2 por ciento al promedio del mes de setiembre. Esta evolución es explicada por los retrocesos en los meses de noviembre (1,9 por ciento respecto a octubre) y diciembre (2,6 por ciento respecto a noviembre), principalmente.

A diferencia del maíz y el trigo, el precio del aceite de soya estuvo afectado por la caída de la cotización del petróleo y por las condiciones climáticas favorables para los cultivos de América del Sur que generan expectativas de una cosecha récord de la región. Por su parte, tanto la cosecha global como la de Estados Unidos han sido revisadas al alza en los últimos tres meses por parte del USDA lo que agregó una mayor presión a la baja en el corto plazo. Sin embargo, el USDA recortó los inventarios finales globales y de Estados Unidos para la campaña 2014/2015 debido a la revisión al alza del consumo global reflejado en una mayor demanda de China por soya estadounidense.

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



**Balanza en cuenta corriente y su financiamiento**

65. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sería 4,4 por ciento para **2014**, menor al observado en 2013. Respecto al Reporte previo, se observaría un nivel más bajo de déficit en cuenta corriente producto principalmente del menor pago por rentas extranjeras en un año donde se observó una caída de los precios de exportación más fuerte a la prevista, al cual se sumaría al impulso de menores importaciones.

Para **2015** se prevé un déficit en cuenta corriente similar al del año previo ya que el aumento de exportaciones netas compensaría los menores términos de intercambio (-0,7 por ciento). Para **2016** se espera una recuperación gradual del saldo en cuenta corriente a raíz de la entrada en operación de Las Bambas, lo que explicaría el incremento de las exportaciones en dicho año.

Cuadro 21						
BALANZA DE PAGOS						
(Millones de US\$)						
	2013	2014*	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-9 126	-8 975	-9 712	-9 355	-8 462	-8 490
Porcentaje del PBI	-4,5	-4,4	-4,3	-4,4	-3,5	-3,7
1. Balanza comercial	-40	-2 815	-1 622	-2 813	-302	-2 047
a. Exportaciones	42 177	37 994	40 182	36 090	44 286	39 871
b. Importaciones	-42 217	-40 809	-41 804	-38 903	-44 588	-41 918
2. Servicios	-1 801	-1 610	-1 493	-1 572	-1 593	-1 506
3. Renta de factores	-10 631	-9 151	-10 224	-8 604	-10 352	-8 702
4. Transferencias corrientes	3 346	4 601	3 627	3 634	3 786	3 765
Del cual: Remesas del exterior	2 707	2 727	2 900	2 860	3 024	2 968
II. CUENTA FINANCIERA	12 032	6 277	10 712	9 355	10 462	9 290
Del cual:						
1. Sector privado	13 378	6 784	9 313	7 803	9 387	8 070
a. Largo plazo	14 881	7 032	9 610	7 787	9 373	8 079
b. Corto plazo ^{1/}	-1 503	-248	-297	16	14	-9
2. Sector público ^{2/}	-1 345	-507	1 399	1 552	1 075	1 220
III. RESULTADO DE BALANZA DE PAGOS (=I+II)	2 907	-2 698	1 000	0	2 000	800
Nota:						
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado (% del PBI) ^{3/}	9,5	7,0	6,4	5,9	5,5	5,2
PBI (miles de millones de US\$)	202,3	204,0	224,3	212,7	242,9	229,5
1/ Incluye errores y omisiones netos.						
2/ Incluye financiamiento excepcional.						
3/ Incluye Inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.						
* Proyección.						
RI: Reporte de Inflación.						

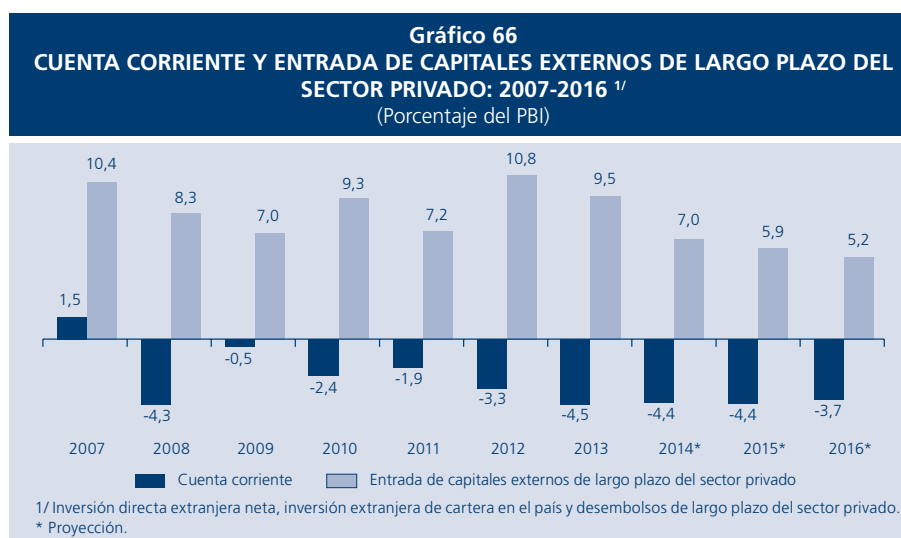
66. La inversión cerraría el año 2016 con una participación de 25,6 por ciento del PBI, cubierta principalmente, por el ahorro interno de los sectores público y privado nacionales, los que en conjunto se proyecta alcancen niveles de 21,9 por ciento del PBI en 2016. Dado el menor nivel de déficit en cuenta corriente como porcentaje

del PBI hacia el final del horizonte de proyección, se espera que el ahorro interno aumente su participación como fuente de financiamiento de la inversión, cubriendo más del 80 por ciento de la misma.

Cuadro 22 BRECHA AHORRO-INVERSIÓN (Porcentaje del PBI)						
	2013	2014*	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
1. INVERSIÓN BRUTA FIJA	26,6	25,6	25,7	25,4	26,1	25,6
2. AHORRO INTERNO NETO^{1/}	22,1	21,2	21,4	21,0	22,6	21,9
a. Privado	15,4	15,9	15,9	17,1	16,9	17,7
b. Público	6,7	5,4	5,5	3,9	5,7	4,2
3. AHORRO EXTERNO	4,5	4,4	4,3	4,4	3,5	3,7

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

67. Se espera una tendencia decreciente en el financiamiento de largo plazo de fuentes privadas hacia 2016 asociado por un lado al término del ciclo observado de grandes inversiones mineras en parte como respuesta al fin del período de altas tasas de crecimiento de los precios de las materias primas y, por otro lado, a un escenario de mayores tasas de interés externas en línea con la expectativa del mercado respecto al ajuste que realizaría la Fed aproximadamente desde mediados de 2015. No obstante, dicho financiamiento continuará excediendo la brecha en la cuenta corriente en el período 2014-2016.



68. El flujo neto de financiamiento externo privado de largo plazo alcanzaría US\$ 7,0 mil millones en **2014**, contándose como inversiones en el exterior por parte de residentes un total de US\$ 4,2 mil millones y como inversiones en el país por parte de no residentes US\$ 11,3 mil millones. Este nivel de financiamiento neto





es menor al estimado en el Reporte de Inflación previo. La revisión considera que el sector no financiero habría recibido mayores flujos de préstamos e inversión de cartera, aprovechando condiciones de financiamiento externas aún favorables en comparación a los promedios históricos, lo que compensaría los menores flujos de inversión extranjera directa y financiamiento del sector financiero.

Para **2015** se espera un ritmo más lento de entrada de capitales privados de largo plazo, principalmente por un menor financiamiento externo de cartera tanto del sector financiero como no financiero, en línea con condiciones financieras externas menos atractivas ante la expectativa de aumentos en las tasas de interés internacionales.

Para **2016** se proyecta un flujo neto positivo de US\$ 8,1 mil millones, equivalente a 3,5 por ciento del PBI, mayor al que se observaría en 2015. Para este año se espera una menor adquisición de activos externos por parte de residentes en un contexto de estabilización de las condiciones financieras externas tomando en cuenta que el efecto de las probables mayores tasas de interés internacionales se reflejarían en su mayoría en el año 2015.

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

	2013	2014*	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
A. LARGO PLAZO	14 881	7 032	9 610	7 787	9 373	8 079
Porcentaje del PBI	7,4	3,4	4,3	3,7	3,9	3,5
1. ACTIVOS	-1 291	-4 232	-2 917	-2 759	-2 479	-2 258
2. PASIVOS	16 173	11 264	12 527	10 546	11 853	10 337
Inversión directa extranjera en el país	9 298	7 829	8 010	7 685	8 174	7 754
Sector no financiero	5 551	3 163	3 018	2 361	2 678	2 083
Préstamos de largo plazo	1 211	718	817	580	607	308
Inversión de cartera	4 340	2 445	2 200	1 781	2 072	1 775
Sector financiero	1 323	271	1 500	500	1 000	500
Préstamos de largo plazo	-212	-212	700	100	500	0
Inversión de cartera	1 536	483	800	400	500	500
B. CORTO PLAZO^{1/}	-1 503	-248	-297	16	14	-9
C. SECTOR PRIVADO (A + B)	13 378	6 784	9 313	7 803	9 387	8 070

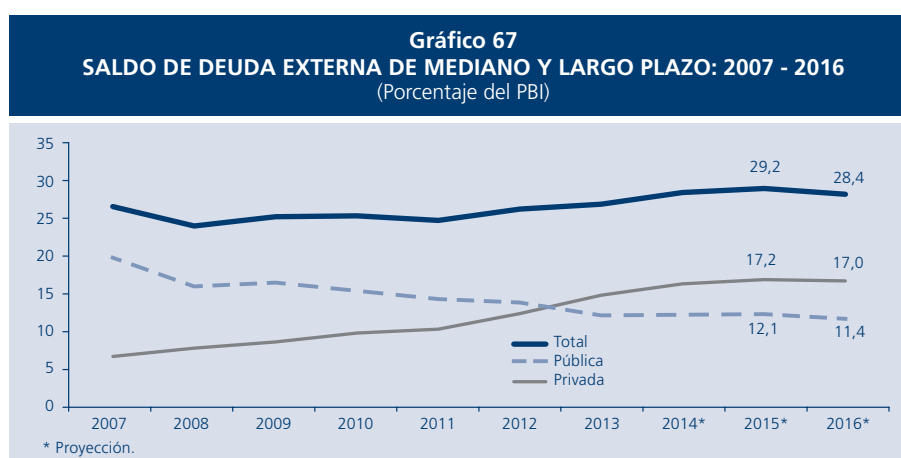
^{1/} Incluye errores y omisiones netos.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

69. La **cuenta financiera del sector público** tendría un flujo positivo de US\$ 1 552 millones y US\$ 1 220 millones para 2015 y 2016, respectivamente. En el horizonte de proyección se esperan importantes desembolsos destinados a financiar diversos proyectos de inversión como la ampliación de la Refinería de Talara y el desarrollo de la Línea 2 del Metro de Lima.

70. A finales de 2013, el endeudamiento externo del sector privado representó 15 por ciento del PBI, mientras que el del sector público fue equivalente a 11,9 por ciento del producto. Se espera que esta tendencia se mantenga en el horizonte de proyección. Tomando ello en cuenta, la deuda externa pública, incluyendo los bonos internos en poder de no residentes, pasaría de 12 por ciento del PBI en 2014 a 11,4 por ciento del PBI en 2016.

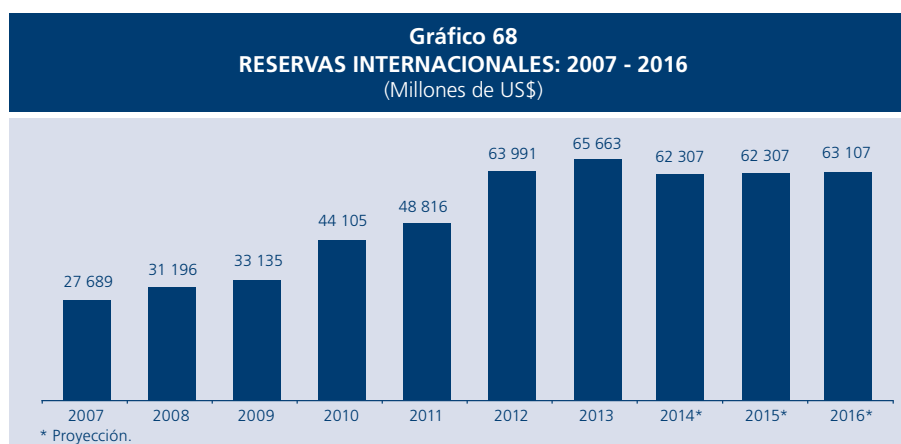


71. La solidez de la balanza de pagos ante eventos negativos en la economía mundial se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores,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

Cuadro 24
INDICADORES DE COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Como porcentaje de:	2004	2009	2014*
PBI	19,2	27,2	30,5
Deuda externa de corto plazo	171,8	297,1	732,5
Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	173,2	281,6	356,4

* Proyección.

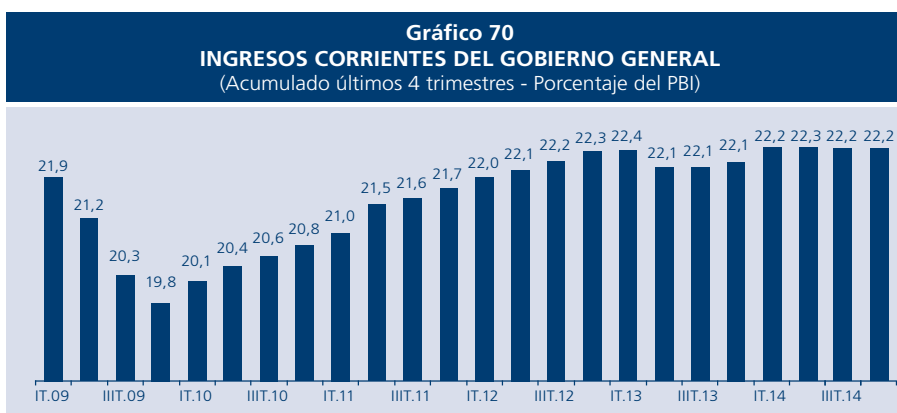
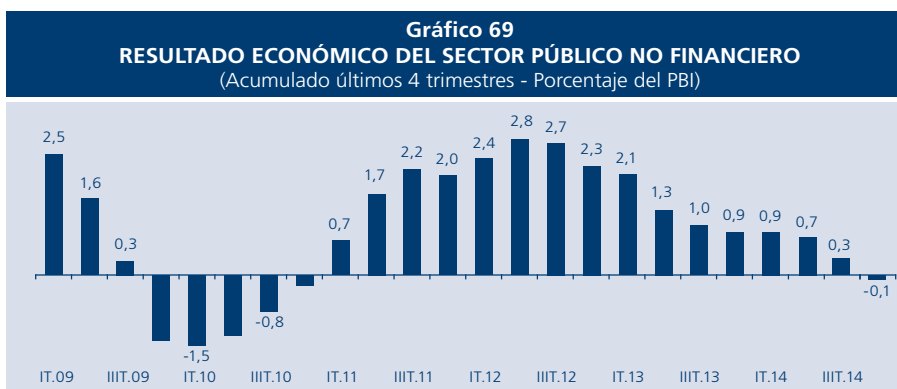


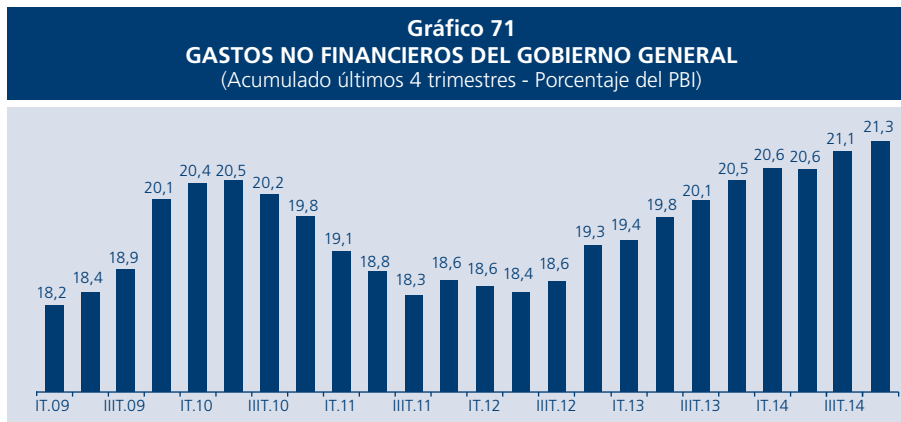


IV. Finanzas públicas

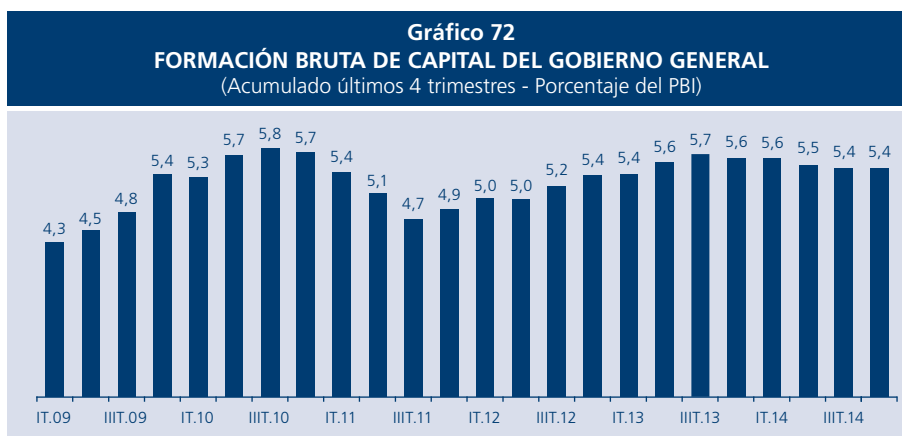
Resultado económico

72. El resultado económico del sector público no financiero en 2014 fue deficitario en 0,1 por ciento del PBI, ratio que contrasta con el superávit previsto (0,2 por ciento) en el Reporte de Inflación de Octubre. Este desempeño se explica tanto por los mayores gastos no financieros que aumentaron de 21,2 por ciento a 21,3 por ciento en el presente reporte, como por los menores ingresos corrientes que se redujeron de 22,3 por ciento a 22,2 por ciento en el reporte actual. En particular, el gasto corriente se incrementó en 0,3 puntos porcentuales del PBI respecto a lo previsto como consecuencia de las medidas fiscales implementadas, en tanto que el aumento de los ingresos (2,8 por ciento) fue menor debido a la moderación en el crecimiento de la actividad económica.





Por niveles de gobierno, en 2014 el menor resultado económico está explicado principalmente por las operaciones del gobierno nacional, que pasaron de tener un superávit de 0,9 por ciento a un déficit de 0,4 por ciento, evolución que se compensó parcialmente por una ligera mejora en los resultados de los gobiernos subnacionales, que pasaron de un resultado negativo conjunto de 0,2 a uno positivo de 0,3 por ciento, como consecuencia de la desaceleración de su gasto producto de las dificultades en la ejecución de sus programas de inversión. Las empresas estatales, por su parte, registraron un resultado nulo a diferencia del superávit de 0,1 por ciento obtenido en 2013.



73. Para los años **2015** y **2016** se proyectan resultados económicos negativos de 2,0 por ciento, lo que significa un deterioro de la posición fiscal respecto al resultado que se obtendría en el año 2014. Esta evolución se explica básicamente por la caída de los ingresos corrientes como consecuencia del conjunto de medidas adoptadas en el cuarto trimestre del 2014, principalmente la reducción del impuesto a la renta para empresas y personas naturales, así como por la disminución del precio del

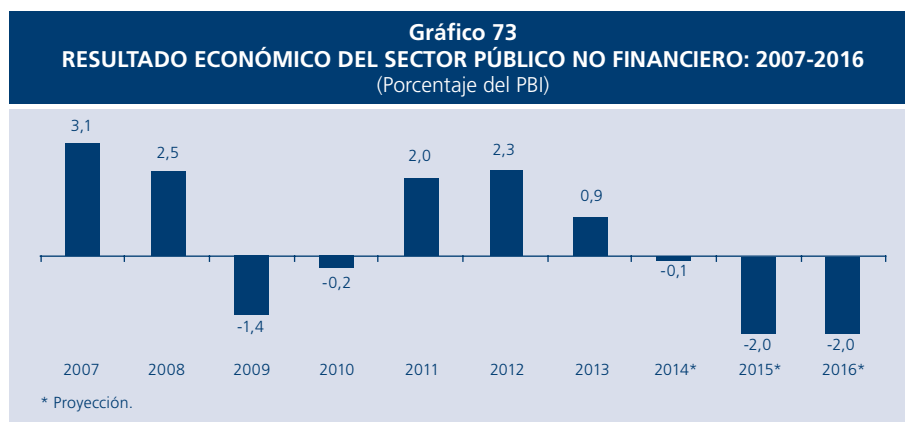




petróleo que afecta primordialmente los ingresos fiscales por regalías del sector hidrocarburos.

Cuadro 25 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Porcentaje del PBI)						
	2013	2014	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
1. Ingresos corrientes del gobierno general^{1/}	22,1	22,2	21,9	20,7	21,9	20,8
Variación % real	3,7	2,8	3,8	-2,7	6,2	6,4
2. Gastos no financieros del gobierno general^{2/}	20,5	21,3	21,3	21,7	21,3	21,8
Variación % real	11,2	6,9	6,1	6,2	6,3	6,2
Del cual:						
Gasto corriente	14,3	15,4	15,2	15,6	14,9	15,4
Variación % real	10,6	10,4	6,4	5,4	4,4	4,4
Formación bruta de capital	5,6	5,4	5,5	5,5	5,7	5,8
Variación % real	10,0	-1,0	5,6	5,6	11,3	11,2
3. Otros	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
4. Resultado primario (1-2+3)	2,0	0,9	0,6	-1,1	0,4	-1,2
5. Intereses	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9
6. Resultado económico	0,9	-0,1	-0,3	-2,0	-0,5	-2,0

1/ El gobierno central incluye los ministerios, universidades nacionales, instituciones públicas y gobiernos regionales. El gobierno general tiene una cobertura más amplia que incluye además del gobierno central, a la seguridad social, organismos reguladores y supervisores, beneficencias públicas y gobiernos locales.
2/ Incluye el gasto devengado por las compensaciones netas al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

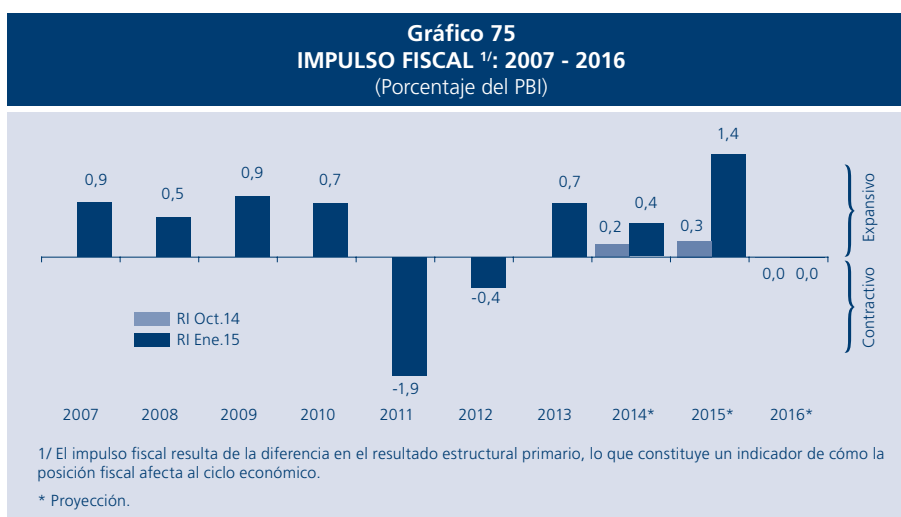


Impulso fiscal

74. El **resultado económico estructural** es un indicador que muestra la evolución de las decisiones de política fiscal deduciendo del resultado económico convencional

los efectos vinculados al ciclo económico y los efectos de los precios de *commodities* relevantes para nuestra economía. Así por ejemplo, un aumento de los ingresos efectivos no forma parte de los ingresos estructurales, si estos se obtienen como producto de un alza temporal de los precios de los minerales. El resultado económico estructural fue deficitario en 0,4 por ciento en 2014. Para 2015 y 2016 se proyecta un resultado negativo de 1,7 por ciento.

El **impulso fiscal** que permite identificar los cambios en la posición fiscal descontando los efectos del ciclo económico, fue de 0,4 por ciento para el año 2014, lo que indica una posición fiscal ligeramente expansiva que es consistente con el mayor gasto no financiero del gobierno general, particularmente el corriente. Para el año 2015 este indicador sería de 1,4 por ciento del PBI, en línea con una política fiscal expansiva, en tanto que para 2016 tendería a una posición neutral.



**Ingresos fiscales**

75. En **2014**, los ingresos corrientes del gobierno general aumentaron 2,8 por ciento, incremento que se explicó principalmente por el crecimiento del Impuesto a la Renta (6,5 por ciento). En este caso, fueron determinantes los mayores recursos captados por pagos extraordinarios correspondientes al Impuesto a la Renta de Contribuyentes No Domiciliados (aproximadamente S/. 3 400 millones equivalentes a 0,6 por ciento del PBI que permitieron un crecimiento de este rubro en 104,7 por ciento) por ganancias de capital generadas por la venta indirecta de acciones de empresas constituidas localmente por parte de accionistas que no domicilian en el país. En contraste, el impuesto a la renta de tercera categoría se redujo en 8,5 por ciento como reflejo de los menores pagos de los sectores minero, comercio y manufactura. El Impuesto General a las Ventas (IGV) terminó creciendo en el año a una tasa de 2 por ciento, variación que recoge las caídas registradas en el tercer y cuarto trimestre de 2014 de 1,4 y 0,6 por ciento, respectivamente.

Cuadro 26			
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL			
(Variaciones porcentuales reales)			
	2012	2013	2014
INGRESOS TRIBUTARIOS	7,5	3,6	3,3
Impuesto a la Renta	6,9	-4,7	6,5
Impuesto General a las Ventas	5,1	5,6	2,0
Impuesto Selectivo al Consumo	0,5	8,4	-9,2
Impuesto a las Importaciones	6,7	8,7	1,6
Otros ingresos tributarios	26,2	24,7	-6,1
Devoluciones de impuestos	5,3	3,5	-7,9
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	6,4	4,2	1,2
TOTAL	7,2	3,7	2,8

Cuadro 27					
IMPUESTO A LA RENTA POR CATEGORÍAS					
	Millones de nuevos soles			Var.% real	
	2012	2013	2014	2013	2014
TOTAL	37 278	36 512	40 157	-4,7	6,5
Primera Categoría	243	310	373	23,9	16,5
Segunda Categoría	1 136	1 275	1 214	9,3	-7,8
Tercera Categoría	20 744	19 633	18 536	-7,9	-8,5
Cuarta Categoría	637	744	834	13,6	8,5
Quinta Categoría	7 054	7 820	8 473	7,9	4,9
No domiciliados	2 244	2 848	6 027	23,3	104,7
Regularización	4 779	3 450	4 232	-29,7	18,7
Otros	441	432	468	-4,5	4,8

76. En **2015** el ratio de ingresos descendería a 20,7 por ciento por efecto de las medidas tributarias tomadas en el cuarto trimestre de 2014. Entre las más importantes se

tiene la reducción de la tasa del impuesto a la renta de tercera categoría de 30 a 28 por ciento en los ejercicios 2015 y 2016, así como el aumento de la tasa aplicable a los dividendos de 4,1 a 6,8 por ciento para los mismos años. Adicionalmente, se ha reestructurado el sistema tributario sobre las rentas de trabajo que suponen una modificación de las tasas sobre la renta imponible, así como un cambio en los tramos de renta imponible.

Se ha afectado la recaudación de los impuestos a las importaciones con la reducción a cero de los aranceles de 1 085 partidas (D.S. N° 314-2014-EF del 18 de noviembre de 2014), básicamente de insumos que tenían tasas de 6 y 11 por ciento. La misma norma dispuso una reducción de la tasa de restitución de derechos arancelarios (drawback) de 5 a 4 por ciento para 2015 y a 3 por ciento para 2016. Adicionalmente se ha reducido el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) aplicable a las gasolinas y gasoholes (D.S. N° 316-2014-EF del 21 de noviembre de 2014) que en promedio ascendían a S/. 1,31 por galón a S/. 0,95 por galón.

Se han simplificado los sistemas de Deduciones² y Percepciones. Se ha reducido el número de bienes y servicios sujeto a deducciones de 39 a 26, quedando fuera bienes como el azúcar, espárragos, algodón, aceite de pescado, entre otros. Paralelamente, se dispuso la reducción de la tasa de deducción a 16 rubros que tenían tasas entre un rango de 4 a 12 por ciento, a un rango de 1,5 a 10 por ciento. En el caso de las percepciones, se retiró 29 bienes de este régimen con lo que a la fecha sólo permanecen bajo este sistema 12 bienes como la harina de trigo, envases, tapas para botellas y frascos, entre otros. La medida no afecta los sistemas de percepciones sobre importaciones y sobre combustibles.

Estas medidas contribuyen a mejorar los indicadores de liquidez de las empresas (debido a la reducción de los montos y el tiempo de los recursos inmovilizados), con un mayor impacto en las pequeñas y medianas, reduciendo sus costos financieros y favoreciendo un mayor dinamismo de la actividad económica.

Se ha establecido de manera excepcional, un régimen especial de recuperación anticipada del IGV para las microempresas que consiste en obtener la devolución del IGV pagado en la adquisición de bienes de capital nuevos que no hubiese sido

2 El Régimen de **deducciones** es un mecanismo por el cual el adquirente de un bien o servicio afecto al régimen deduce del precio de venta el porcentaje establecido y lo deposita en una cuenta en el Banco de la Nación a nombre del vendedor del bien o prestador del servicio quien podrá utilizar dichos fondos para efectuar el pago de sus deudas tributarias. En el régimen de **percepciones** el vendedor nombrado "agente de percepción" recarga al comprador el porcentaje de percepción sobre el precio de venta de los bienes sujetos al régimen. Posteriormente el comprador podrá usar los montos percibidos para cancelar sus obligaciones por IGV.





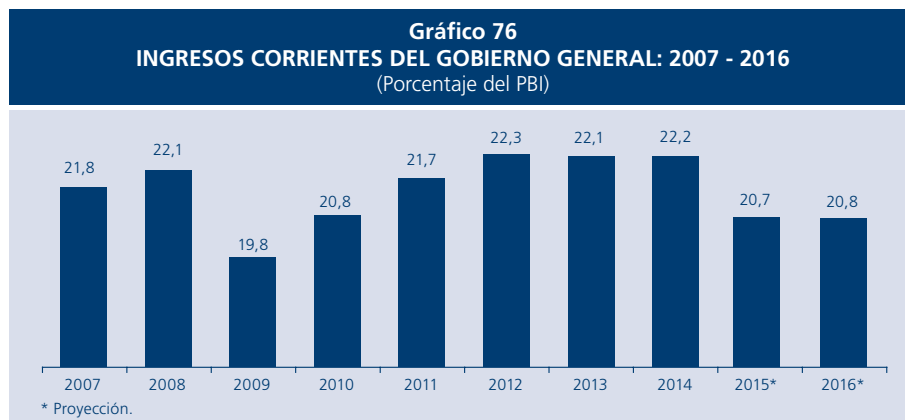
agotado como crédito fiscal en un periodo de tres meses. Esta medida tendrá una vigencia de tres años.

El conjunto de medidas descritas restaría aproximadamente 0,7 puntos porcentuales del PBI de recaudación en **2015**, lo que sumado a los menores precios del petróleo que inciden principalmente dentro de los ingresos no tributarios, haría que finalmente el ratio de ingresos del gobierno general se ubique en 20,7 por ciento del producto en 2015.

77. Para el año **2016** los ingresos registrarían un crecimiento de 6,4 por ciento, consistente con el crecimiento de la actividad económica para ese año que conllevaría a que la recaudación se ubique en 20,8 por ciento.

Cuadro 28 INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL (Porcentaje del PBI)						
	2013	2014	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
INGRESOS TRIBUTARIOS	16,8	16,9	16,6	15,6	16,6	15,7
Impuesto a la Renta	6,7	6,9	6,5	5,9	6,6	5,9
Impuesto General a las Ventas	8,7	8,7	8,7	8,6	8,7	8,6
Impuesto Selectivo al Consumo	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Devoluciones de impuestos	-2,1	-1,8	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,4	5,3	5,4	5,0	5,4	5,1
TOTAL	22,1	22,2	21,9	20,7	21,9	20,8

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.



Evolución del gasto público

78. Los gastos no financieros del gobierno general aumentaron en **2014** en 6,9 por ciento, variación que se explicó por el aumento del gasto corriente en 10,4 por

ciento, mientras que el gasto por formación bruta de capital se contrajo en 1,0 por ciento. Por nivel de gobierno, el crecimiento estuvo impulsado por el gasto del gobierno nacional (12,7 por ciento), tanto por gasto corriente (12,1 por ciento), cuanto por formación bruta de capital (18,1 por ciento). Los gobiernos regionales registraron un aumento de 1,3 por ciento que se obtiene por el aumento de su gasto corriente en 10,1 por ciento, variación que contrasta con la caída que registró la formación bruta de capital (17,0 por ciento). Por su parte, los gobiernos locales redujeron su gasto en 3,1 por ciento.

La lenta ejecución del gasto de inversión pública especialmente en los niveles subnacionales, se explica, en parte, por los problemas de gestión que enfrentaron algunos gobiernos regionales y locales, que llevaron en algunos casos a la suspensión temporal de las cuentas de algunos de ellos.

Cuadro 29			
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL			
<i>(Variaciones porcentuales reales)</i>			
	2012	2013	2014
GASTO CORRIENTE	5,3	10,6	10,4
Gobierno Nacional	1,7	12,9	12,1
Gobiernos Regionales	10,7	8,8	10,1
Gobiernos Locales	16,7	2,1	1,5
GASTO DE CAPITAL	15,0	12,6	-1,1
Formación Bruta de Capital	15,6	10,0	-1,0
Gobierno Nacional	-16,5	11,0	18,1
Gobiernos Regionales	38,2	4,5	-17,0
Gobiernos Locales	39,8	12,3	-5,8
Otros	7,0	54,7	-2,4
TOTAL	8,0	11,2	6,9
Gobierno Nacional	-1,2	13,8	12,7
Gobiernos Regionales	18,3	7,5	1,3
Gobiernos Locales	27,8	7,9	-3,1

Además de las medidas tomadas entre el segundo y tercer trimestre del año, que impulsaron el gasto del sector público, principalmente el gasto corriente, en el cuarto trimestre de 2014 se sumaron un conjunto de medidas que implicaron un crédito suplementario por S/. 964 millones destinado principalmente a gasto corriente, entre los que se cuenta el pago de un aguinaldo extraordinario de S/. 300 en diciembre a los servidores activos y pensionistas del sector público, el pago de los montos devengados del beneficio autorizado en el Decreto de Urgencia 037-94, así como una subvención extraordinaria de S/. 100 a los beneficiarios del Programa Nacional de Apoyo Directo a los más Pobres -Juntos- y del Programa Nacional de Asistencia Solidaria -Pensión 65-. La misma norma autorizó, adicionalmente, diversas modificaciones presupuestarias por S/. 636 millones con el objetivo de dinamizar el gasto público.





Cuadro 30
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Porcentaje del PBI)

	2013	2014	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
GASTO CORRIENTE	14,3	15,4	15,2	15,6	14,9	15,4
Gobierno Nacional	9,7	10,6	10,3	10,6	10,1	10,5
Gobiernos Regionales	2,8	3,0	3,0	3,1	3,0	3,1
Gobiernos Locales	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8	1,9
GASTO DE CAPITAL	6,1	5,9	6,1	6,1	6,4	6,4
Formación Bruta de Capital	5,6	5,4	5,5	5,5	5,7	5,8
Gobierno Nacional	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
Gobiernos Regionales	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
Gobiernos Locales	2,6	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5
Otros	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
TOTAL	20,5	21,3	21,3	21,7	21,3	21,8
Gobierno Nacional	11,9	13,1	12,9	13,2	12,7	13,1
Gobiernos Regionales	4,1	4,1	4,2	4,1	4,2	4,2
Gobiernos Locales	4,5	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4

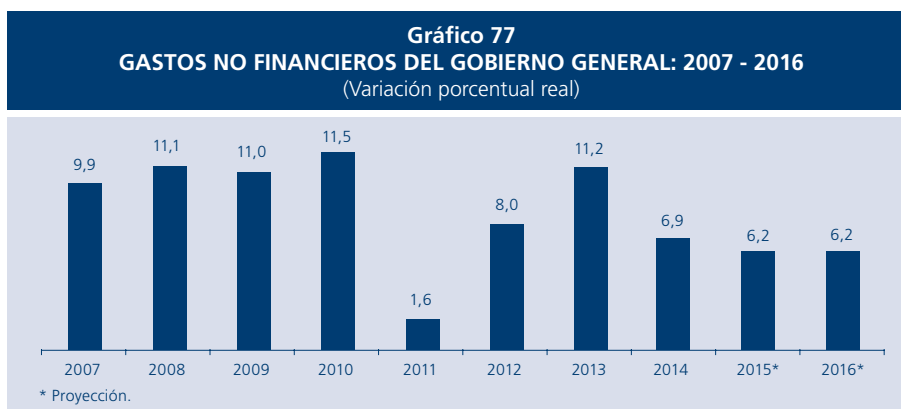
* Proyección.
 RI: Reporte de Inflación.

79. Para el año **2015** se prevé que los gastos no financieros del gobierno general asciendan a 21,7 por ciento del PBI, tanto por el incremento del gasto corriente, cuya participación pasaría de 15,4 por ciento en 2014 a 15,6 por ciento del PBI en 2015, como por el aumento de los gastos de capital que pasarían de 5,9 por ciento a 6,1 por ciento en los mismos años. Cabe señalar que el cambio de autoridades en los gobiernos regionales y locales podría afectar el ritmo de ejecución de la inversión pública en el año 2015.

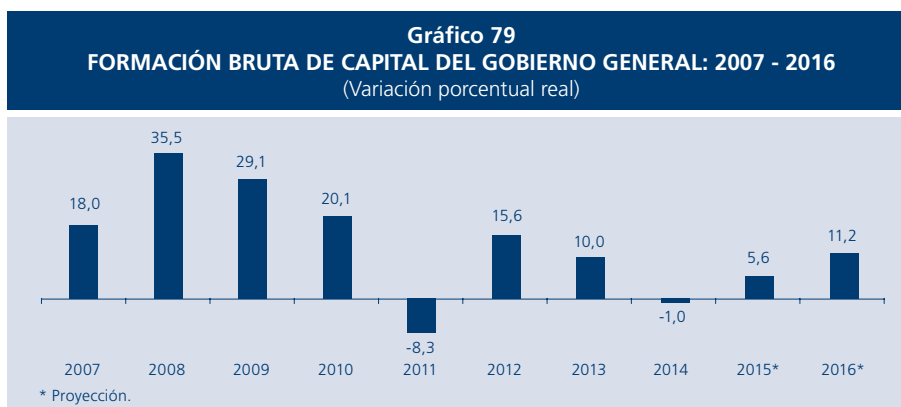
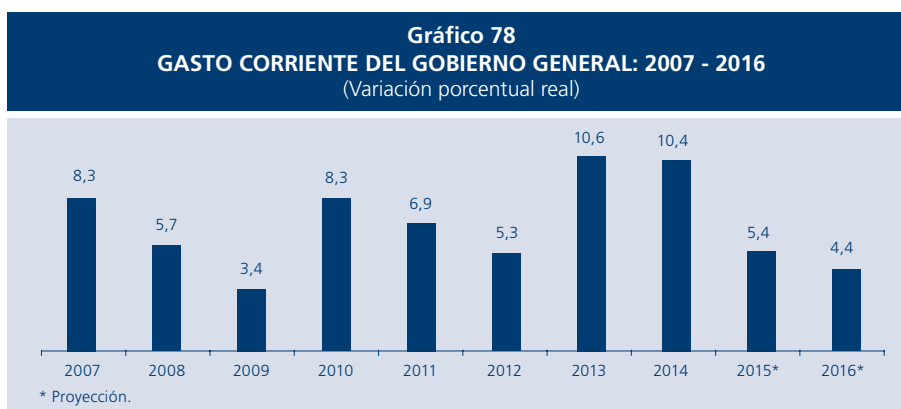
La proyección del gasto de capital, además de considerar los recursos que se destinan propiamente a los proyectos públicos, incorpora algunos que se ejecutarían bajo la modalidad de Asociaciones Público Privadas con un cofinanciamiento estatal, entre los que se consideran Chavimochic III etapa, la carretera Longitudinal de la Sierra Tramo 2 y la Construcción de la Línea 2 y ramal Av. Faucett-Gambeta de la Red Básica del Metro de Lima y Callao, proyecto al cual en el presupuesto 2015 se le ha asignado S/. 1 136 millones.

En el cuarto trimestre de 2014 se publicaron un conjunto de medidas (Decreto de Urgencia N° 005-2014 del 21 de noviembre) que afectarían el gasto público del año 2015. Así, se aprobó una emisión interna de bonos soberanos hasta por la suma de S/. 3 000 millones, destinada a financiar proyectos de inversión pública de todos los niveles de gobierno, pero que serán priorizados por el gobierno nacional. Se ha autorizado, asimismo, a los gobiernos regionales, locales y universidades públicas a utilizar hasta el 40 por ciento de los recursos provenientes del canon, sobrecanon y regalías mineras (anteriormente 20 por ciento), así como de los saldos de balance generados por dichos conceptos, para ser destinados a acciones de mantenimiento. Se ha autorizado al Ministerio de Desarrollo e Inclusión Social (MIDIS) a efectuar las modificaciones presupuestales necesarias para financiar la adquisición de uniformes y

prendas complementarias para la Policía Nacional del Perú por un monto aproximado de S/. 243 millones.



Dentro del nivel de gasto proyectado, el gasto corriente tiende a desacelerarse llegando a crecer 4,4 por ciento en 2016, en tanto que la formación bruta de capital se acelera en 2016 a 11,2 por ciento, bajo la consideración que las nuevas autoridades elegidas para los gobiernos regionales y locales superarían los problemas de gestión que habitualmente se registran en el primer año de su periodo de gestión.





Deuda pública

80. Al cierre del año 2014 la deuda del sector público no financiero ascendería a 19,7 por ciento del producto, lo que representa un ratio ligeramente mayor respecto al registrado a fines de 2013 (19,6 por ciento). Este saldo incluye el efecto de la operación de administración de deuda pública aprobada por Decreto Supremo N° 298-2014-EF del 30 de octubre de 2014. La operación implicó una recompra y/o intercambio de Bonos Globales 2015, 2016 y 2019 (US\$ 485 millones en valor nominal) y de Bonos Soberanos con vencimiento en los años 2015 y 2020 (S/. 3 558 millones en valor nominal). Esta operación se financió con la emisión de un nuevo Bono Soberano 2024 por S/. 7 128 millones en valor nominal, monto que además de cubrir la recompra mencionada, permitió obtener S/. 1 441 millones que se destinó al prefinanciamiento de los requerimientos del año 2015. Adicionalmente en la misma fecha se colocó un Bono Global 2050 por US\$ 500 millones, también con la finalidad de prefinanciar el año 2015. En suma, esta operación contribuyó a mejorar el perfil de la deuda pública dándole una mayor participación a la moneda nacional, de 50,7 por ciento a 52,1 por ciento, dentro del total de pasivos.
81. El resultado económico proyectado para 2015 (2,0 por ciento del PBI), genera una necesidad de financiamiento de S/. 17,3 mil millones, monto superior al considerado en el Reporte de Inflación de octubre. Para atender este requerimiento financiero del sector público se cuenta con desembolsos externos y colocaciones de bonos, los cuales cubrirían sólo parcialmente la necesidad de financiamiento, lo que demandaría una utilización de los depósitos del tesoro público para ese año.

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

	2013	2014	2015*		2016*	
			RI Oct.14	RI Ene.15	RI Oct.14	RI Ene.15
I. USOS	3 028	9 799	8 304	17 310	9 342	18 455
1. Amortización	7 859	9 044	6 183	4 943	6 148	4 814
a. Externa	6 223	4 167	2 464	2 481	3 636	3 140
b. Interna	1 637	4 877	3 720	2 461	2 512	1 675
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	<i>448</i>	<i>692</i>	<i>768</i>	<i>801</i>	<i>763</i>	<i>797</i>
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-4 832	755	2 120	12 367	3 194	13 641
II. FUENTES	3 028	9 799	8 304	17 310	9 342	18 455
1. Externas	954	1 651	5 278	6 451	4 719	5 493
2. Bonos ^{1/}	4 025	13 002	2 883	3 427	4 951	5 002
3. Internas ^{2/}	-1 952	-4 854	143	7 431	-328	7 960

Nota:Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta	19,6	19,7	18,6	19,6	18,2	19,3
Saldo de deuda pública neta ^{3/}	3,7	3,1	3,1	5,0	3,5	6,8

* Proyección.

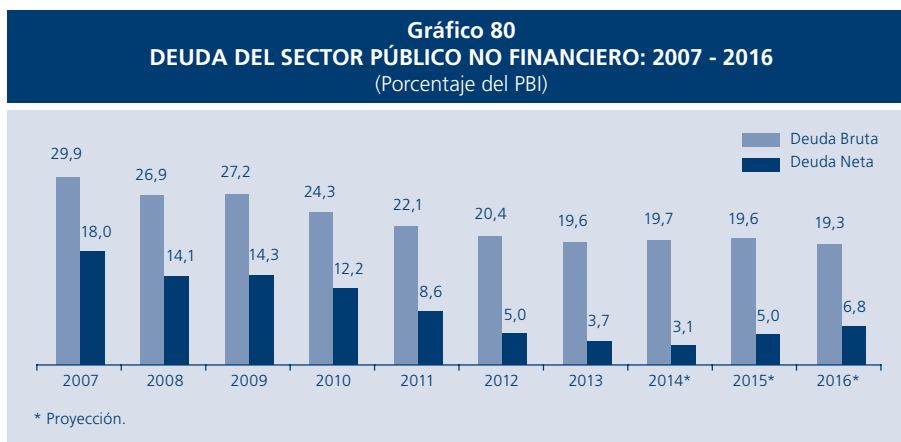
1/ Incluye bonos internos y externos.

2/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.

3/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.

RI: Reporte de Inflación.

82. Se proyecta que el saldo de la deuda bruta del sector público no financiero se reducirá en el horizonte de proyección, ubicándose en 19,6 por ciento del producto en 2015 y en 19,3 por ciento en 2016 lo que revela la fortaleza de la posición financiera del fisco en esos años.





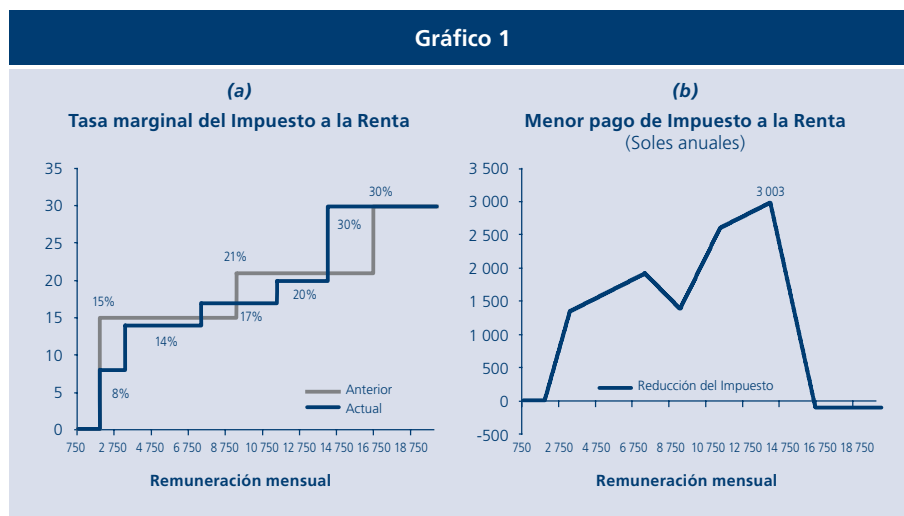
Recuadro 3 MODIFICACIONES EN LAS TASAS DEL IMPUESTO A LA RENTA

Con el fin de mitigar la desaceleración de la actividad económica, el gobierno ha aprobado mediante la Ley 30296 una serie de cambios en el Impuesto a la Renta que son aplicables a partir del ejercicio 2015.

Con estas medidas se aumentará el ingreso disponible de las personas naturales y la rentabilidad después de impuestos de las empresas con lo que se espera estimular sus decisiones de consumo e inversión.

Personas Naturales

La escala progresiva que grava las rentas del trabajo y de fuente extranjera³ de las personas naturales, ha pasado de tener tres tramos (con tasas marginales de 15, 21 y 30 por ciento) a contar con cinco tramos (8, 14, 17, 20 y 30 por ciento) y se ha mantenido el mínimo no imponible de 7 UIT, equivalente a S/. 1 925 mensuales en el ejercicio 2015⁴. Así la nueva tasa marginal inicial es más baja y se ha reducido el nivel de renta a partir del cual se aplica la tasa marginal máxima de 30 por ciento (Gráfico 1 (a)).

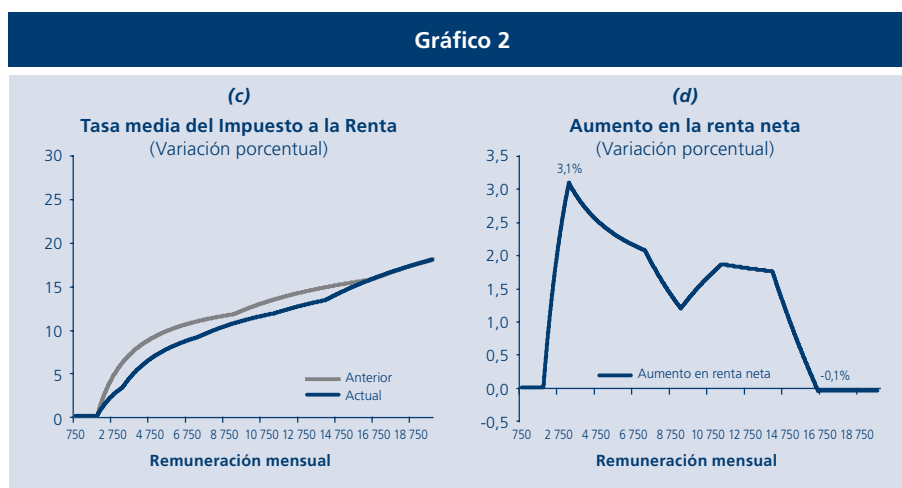


Como resultado de este cambio en la escala del impuesto, la tasa media del impuesto se reduce en los tramos de ingreso bajo y aumenta levemente en los tramos más altos. Así, las personas con rentas inferiores a S/. 16 684 pagarán un menor impuesto, mientras que para rentas superiores el impuesto aumentará, hasta en un máximo de S/. 115 anual. En términos de ahorro absoluto de impuestos, la mayor reducción es de alrededor de S/. 3 000 anuales y corresponde a rentas de S/. 14 300 mensuales (Gráfico 1 (b)).

3 Con la excepción de las ganancias obtenidas al participar en bolsas comprendidas en el MILA (Mercado Integrado Latinoamericano).

4 Asumiendo catorce remuneraciones al año y el valor de la UIT para este ejercicio de S/. 3 850.

Gráfico 2



Tanto la escala actual como la anterior son progresivas en el sentido que la tasa media del impuesto aumenta con el nivel de remuneración bruta (Gráfico 2 (a)). El mayor incremento porcentual en la renta neta de impuestos alcanza el 3,1 por ciento y ocurre para rentas de alrededor de S/. 3 000 al mes (Gráfico 2 (b)). Este porcentaje es en general decreciente con el nivel de renta bruta, por lo que esta modificación del impuesto estaría aumentando la progresividad del impuesto.

Se estima que esta medida beneficie a alrededor de un millón de contribuyentes con un menor pago agregado de impuestos de S/. 1 300 millones anuales, lo que representa 0,4 por ciento del consumo privado.

Personas Jurídicas

Se ha establecido una reducción gradual de la tasa del impuesto a la renta de tercera categoría la cual pasará de 30 por ciento en el ejercicio 2014, a 26 por ciento a partir del ejercicio 2019.

Esta menor tasa a nivel de las firmas vendrá acompañada por un incremento de la tasa del impuesto a los dividendos que reciben los inversionistas (actualmente en 4,1 por ciento) de modo que se mantenga estable la tasa final del impuesto aplicada sobre las rentas empresariales.

TASA DEL IMPUESTO A LA RENTA				
	Anterior	Ley 30296		
		2015-2016	2017-2018	2019 en adelante
Tercera Categoría	30,0%	28,0%	27,0%	26,0%
Dividendos	4,1%	6,8%	8,0%	9,3%
Tasa Conjunta	32,9%	32,9%	32,8%	32,9%





Esta recomposición del impuesto busca incentivar que las empresas decidan mantener un mayor nivel de utilidades no distribuidas, lo que debería proporcionar recursos internos a la firma que faciliten la ejecución de inversiones⁵.

Por ejemplo, si una empresa reparte el cien por ciento de sus utilidades netas, la carga fiscal sobre la renta empresarial sería de 32,9 por ciento. Pero si su tasa de reparto de dividendos fuera menor, por ejemplo de 30 por ciento, entonces su tasa de impuestos sobre los accionistas se reduciría a 29,5 por ciento. Entonces, los accionistas de una empresa podrían reducir su carga fiscal a corto plazo si reducen la proporción de utilidades netas que distribuyen como dividendos. No obstante en el largo plazo el incentivo para nuevas empresas sería menor pues se mantiene la carga tributaria total sobre la renta distribuida.

Cualquier crédito que las empresas otorguen en favor de sus socios se considerarán distribución de utilidades y por lo tanto gravados con el impuesto a los dividendos⁶. Asimismo se contempla la reducción de los coeficientes de pago a cuenta de las empresas y de las personas naturales con rentas de cuarta categoría, para que la menor carga tributaria se perciba en forma inmediata.

Estos cambios al impuesto a la renta rigen desde el 1 de enero de 2015. La norma precisa que las tasas sobre dividendos aplican sobre las utilidades generadas a partir del ejercicio 2015. Ello implica que la distribución de utilidades generadas en 2014 (y que pagaron una tasa de 30 por ciento) a realizarse en 2015 estarán afectas a la tasa de 4,1 por ciento.

Se estima que el impacto recaudatorio de la reducción del impuesto a la renta de tercera categoría es de alrededor de S/. 1 800 millones en el ejercicio 2015.

5 Ello sería más importante en aquellos segmentos que presenten restricciones de acceso al mercado de crédito.

6 Anteriormente sólo se consideraba como distribución de utilidades los créditos otorgados a favor de sus socios siempre que exista la obligación de devolver o en caso la hubiera, el plazo de devolución exceda los 12 meses o vencido el plazo no se hubiese realizado.

V. Dinero y mercados financieros

Acciones de Política Monetaria

83. Desde el último Reporte de Inflación, los riesgos al alza en la proyección de inflación han disminuido. Por un lado, la reducción en el precio internacional del petróleo se ha comenzado a trasladar a los precios domésticos de los combustibles, y por otro lado, la brecha del producto muestra ausencia de presiones inflacionarias de demanda y se estima que se mantendrá negativa con una lenta recuperación en 2015. Asimismo, los factores de oferta que afectaron la inflación en el primer semestre de 2014 han continuado moderándose.

En este contexto, el Directorio acordó disminuir la tasa de interés de referencia en 25 pbs a 3,25 por ciento para el mes de enero. Este nivel de la tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que converge más rápidamente a 2,0 por ciento en 2015 debido a que los menores precios internacionales del petróleo se han comenzado a trasladar al mercado interno, dando mayor margen para que la política monetaria actúe tomando en cuenta que la actividad económica continúa por debajo de su potencial.

Además, el BCRP continuó flexibilizando el régimen de encaje en moneda nacional a fin de proveer liquidez en soles a la banca para facilitar la expansión del crédito en esta moneda, en un contexto en que los depósitos en soles han crecido a un menor ritmo que el crédito. La última reducción fue de 9,5 por ciento a 9,0 por ciento y entró en vigencia en enero 2015.

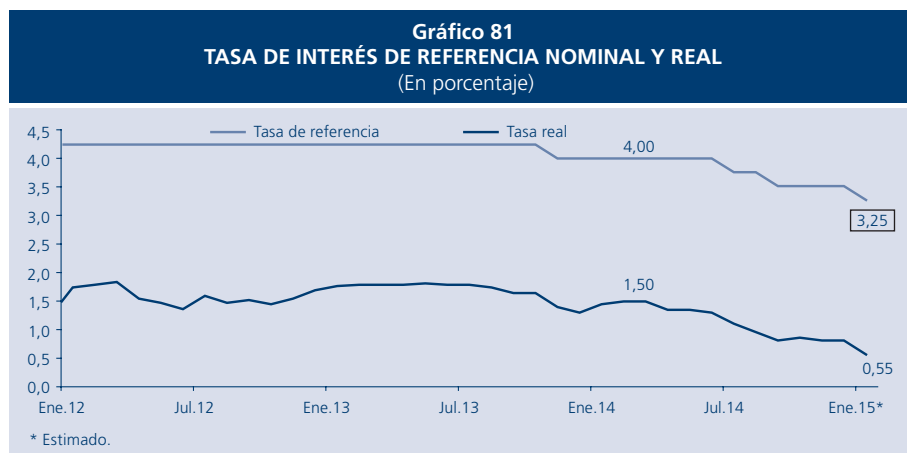
Por otra parte, en diciembre el BCRP ha elevado el encaje marginal del régimen general de moneda extranjera de 50 a 60 por ciento y ha establecido nuevas medidas de encaje adicional en moneda extranjera, modificando su esquema de encajes adicionales en función al crecimiento del crédito en moneda extranjera por uno orientado a la reducción del saldo de créditos en esta moneda. Estas medidas buscan por un lado desincentivar el financiamiento en dólares y, por otro lado, acelerar el proceso de desdolarización del crédito.

Estas medidas han sido complementadas con la creación de nuevas facilidades de inyección de liquidez en moneda nacional a plazos, a fin de facilitar el proceso de desdolarización del crédito, mediante operaciones de reporte de monedas hasta por un plazo de 3 años. Estas operaciones son de dos tipos: de sustitución, orientada a que la entidad financiera mantenga un balance adecuado entre sus pasivos y activos en dólares sin perder liquidez en soles; y de expansión, mediante la cual pueden expandir su liquidez en soles empleando fondos de encaje en dólares.



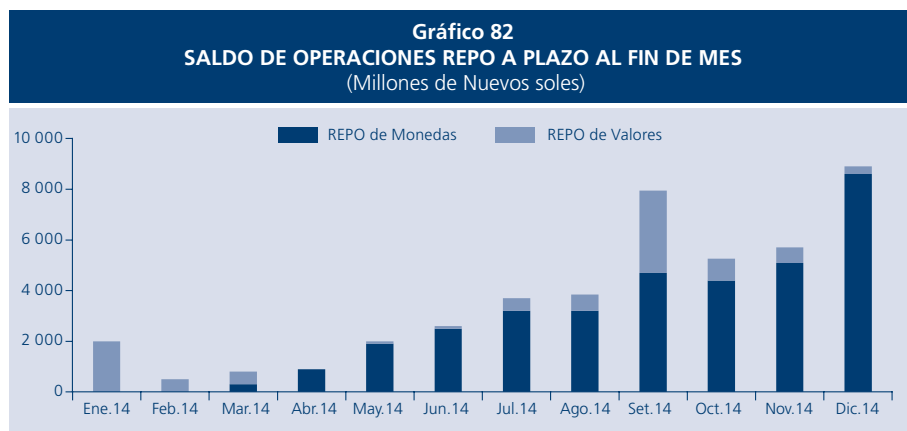


84. Los comunicados de política monetaria de los últimos meses destacaron que las expectativas de inflación se encuentran ancladas dentro del rango meta, y que la tasa de inflación 12 meses convergerá dentro del rango en los próximos meses en la medida que las condiciones temporales de oferta que la venían afectando sigan moderándose y se mantengan ausentes las presiones de demanda. Asimismo, el Directorio ha destacado que se encuentra atento a la proyección de inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, medidas adicionales de flexibilización de sus instrumentos de política monetaria.

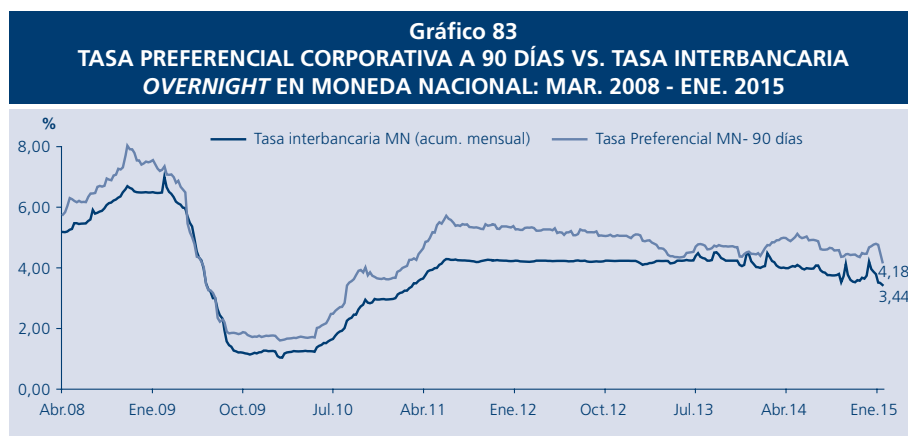


Tasas de interés y operaciones monetarias

85. Las tasas de interés del mercado de dinero durante el cuarto trimestre se incrementaron ligeramente, influenciadas por presiones en la liquidez en moneda nacional producto del apetito por adquirir moneda extranjera que se observó en el mercado cambiario en un contexto de alta volatilidad cambiaria. Para mitigar los efectos de esta mayor demanda por moneda doméstica, el BCRP buscó reforzar el mecanismo de transmisión de la tasa de interés y preservar las condiciones monetarias en soles mediante operaciones de inyección de liquidez a plazo, particularmente repos con títulos y moneda extranjera.



Con estas operaciones de inyección de liquidez se logró revertir el aumento temporal de la tasa de interés interbancaria y de la tasa preferencial corporativa. Al 20 de enero, la tasa de interés interbancaria se encuentra en el mismo nivel que la de referencia, 3,25 por ciento, mientras que la tasa preferencial corporativa a 90 días es de 4,18 por ciento.



86. La evolución de las tasas del mercado monetario no ha afectado las tasas de interés de préstamos en moneda nacional, las cuales disminuyeron en la mayoría de los segmentos de crédito en el último trimestre. Para los segmentos de medianas empresas, pequeñas empresas, hipotecario, grandes empresas y microempresas las reducciones fueron de 135, 41, 24, 9 y 1 punto básico, respectivamente. Por el contrario, las tasas de interés para los segmentos corporativos y de consumo se incrementaron, reflejando el incremento transitorio en la tasa preferencial corporativa del mes de diciembre.

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

	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.12	5,8	7,4	11,0	22,5	33,2	41,2	8,8
Dic.13	5,4	7,1	10,1	21,0	33,1	42,3	9,0
Ene.14	6,0	7,1	10,8	21,6	32,8	42,9	9,2
Mar.14	5,8	7,0	10,8	21,2	32,5	42,9	9,2
Jun.14	5,9	7,5	10,8	21,1	32,1	42,7	9,4
Jul.14	5,8	7,0	10,8	20,8	32,1	43,5	9,3
Ago.14	5,6	7,0	11,2	21,3	32,2	44,1	9,3
Sep.14	5,3	6,9	10,8	21,0	33,0	43,0	9,2
Oct.14	5,5	7,1	10,6	20,9	32,8	42,7	9,1
Nov.14	5,8	7,1	10,5	21,2	32,8	42,4	9,0
Dic.14	5,6	6,8	9,5	20,6	33,0	43,3	9,0
Variación Acumulada (pbs)							
Dic.14-Set.14	32	-9	-135	-41	-1	27	-24
Dic.14-Dic.13	20	-25	-69	-46	-14	105	-7
Dic.14-Dic.12	-17	-56	-151	-188	-19	215	20

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



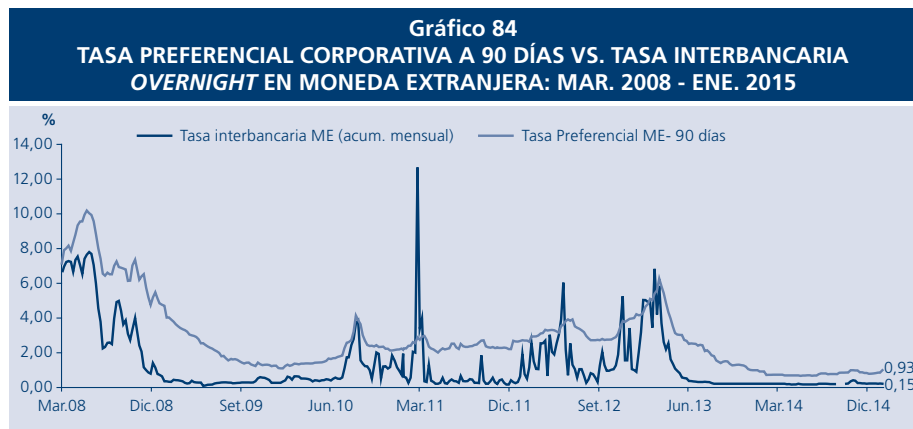


En los próximos meses se espera una reducción adicional de las tasas activas debido a las recientes medidas adoptadas por el BCR para apoyar el crecimiento del crédito en moneda nacional. Por su parte, la tasa de interés pasiva en moneda nacional con plazo entre 31 a 180 días se redujo en 13 puntos básicos, mientras que las tasas de depósitos menores a 30 días y para plazos entre 181 y 360 días se incrementaron en 24 y 8 puntos básicos, respectivamente.

Cuadro 33			
TASAS DE INTERÉS EN NUEVOS SOLES			
(En porcentajes)			
	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.12	3,6	3,8	4,2
Dic.13	3,8	3,5	3,9
Ene.14	3,9	3,5	3,9
Mar.14	4,1	3,7	3,9
Jun.14	3,7	4,0	4,2
Jul.14	3,7	4,1	4,2
Ago.14	3,5	4,0	4,2
SeT.14	3,6	3,9	4,2
Oct.14	3,5	3,8	4,2
Nov.14	3,6	3,8	4,1
Dic.14	3,8	3,8	4,3
Variación Acumulada (pbs)			
Dic.14-Set.14	24	-13	8
Dic.14-Dic.13	4	25	44
Dic.14-Dic.12	20	-2	12

Fuente: BCRP.

87. De otro lado, la liquidez en moneda extranjera continuó siendo holgada en el cuarto trimestre de 2014. La mayoría de tasas activas y pasivas disminuyeron a pesar del uso por parte de los bancos de sus excedentes de liquidez en moneda extranjera para realizar operaciones de reporte con monedas con el BCRP con el objetivo de incrementar su disponibilidad de liquidez en moneda nacional. Así, la tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días disminuyó 2 puntos básicos respecto a septiembre, alcanzando un nivel de 0,79 por ciento.



Sin embargo, las tasas de préstamos en dólares aumentaron respecto al trimestre anterior, en particular las de los segmentos: grandes empresas (66 puntos básicos), corporativos (25 puntos básicos) y medianas empresas (15 puntos básicos). Las tasas de los créditos a la microempresas, pequeñas empresas, consumo e hipotecario continuaron disminuyendo.

Las tasas de interés pasivas en moneda extranjera también se redujeron ligeramente, especialmente para los depósitos con plazos mayores a 31 días (4 puntos básicos).

Cuadro 34
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA ^{1/}
(En porcentajes)

	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic.12	4,1	6,4	9,0	15,5	19,3	22,4	8,0
Dic.13	2,4	5,5	8,3	13,2	19,2	26,1	8,5
Ene.14	2,9	5,5	8,5	14,2	19,6	26,7	8,5
Mar.14	2,3	5,2	8,6	13,3	19,0	26,7	8,5
Jun.14	2,3	4,8	8,5	13,0	18,3	27,1	7,7
Jul.14	2,9	4,6	8,4	13,3	18,6	27,6	7,8
Ago.14	2,6	4,8	8,4	13,5	19,3	27,5	7,7
Set.14	2,2	4,4	8,1	13,0	18,8	27,3	7,6
Oct.14	2,1	4,6	7,6	12,6	20,0	27,5	7,6
Nov.14	2,6	4,7	7,8	12,7	18,0	28,2	7,5
Dic.14	2,5	5,1	8,3	12,3	16,9	27,3	7,6
Variación Acumulada (pbs)							
Dic.14-Set.14	25	66	15	-69	-187	-4	-2
Dic.14-Dic.13	9	-40	1	-91	-228	121	-90
Dic.14-Dic.12	-158	-129	-74	-321	-240	486	-41

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

Cuadro 35
TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES
(En porcentajes)

	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic.12	1,8	1,3	1,7
Dic.13	0,2	0,7	1,3
Ene.14	0,1	0,7	1,2
Mar.14	0,1	0,5	1,1
Jun.14	0,1	0,5	1,0
Jul.14	0,2	0,5	0,9
Ago.14	0,2	0,5	0,9
Set.14	0,2	0,5	0,9
Oct.14	0,2	0,5	0,8
Nov.14	0,2	0,5	0,8
Dic.14	0,2	0,5	0,8
Variación Acumulada (pbs)			
Dic.14-Set.14	-1	-4	-4
Dic.14-Dic.13	2	-28	-48
Dic.14-Dic.12	-159	-83	-84

Fuente: BCRP.





88. Las operaciones del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez en un contexto de fuerte demanda asociada a las expectativas de depreciación y a aminorar excesos de volatilidad del tipo de cambio. Así, entre octubre y diciembre de 2014, el BCRP inyectó liquidez realizando operaciones de compra de dólares con compromiso de recompra (repos con monedas) por un total de S/. 5 992 millones y operaciones de reporte con plazo de 3 meses (Repos) por S/. 315 millones. En el caso de los repos de moneda, la mayor parte de colocaciones fueron hechas en diciembre (S/. 5 100 millones) al plazo de 12 y 18 meses. La tasa promedio de colocaciones de estos instrumentos fue 4,3 por ciento.

Cuadro 36
OPERACIONES DE INYECCIÓN
(Millones de Nuevos soles)

Fecha	Operación	Plazo	Monto	Tasa promedio
01-oct-14	REPO	1 semana	1 000	3,81%
01-oct-14	REPO	3 meses	15	3,55%
01-oct-14	REPO - Moneda	3 meses	92	3,65%
02-oct-14	REPO	1 semana	1 000	3,81%
13-oct-14	REPO	1 semana	1 000	3,60%
20-oct-14	REPO	1 semana	500	3,57%
17-nov-14	REPO	1 semana	1 000	4,69%
18-nov-14	REPO	1 semana	1 000	4,05%
19-nov-14	REPO - Moneda	3 meses	300	3,85%
28-nov-14	REPO - Moneda	1 año	500	4,51%
01-dic-14	REPO - Moneda	1 año	500	4,31%
05-dic-14	REPO - Moneda	1 año	300	4,52%
05-dic-14	REPO	3 meses	300	4,62%
15-dic-14	REPO - Moneda	1 año	400	4,38%
16-dic-14	REPO - Moneda	1 año	400	4,36%
17-dic-14	REPO - Moneda	1 año	400	4,34%
18-dic-14	REPO	1 semana	1 000	3,81%
18-dic-14	REPO - Moneda	1 año	500	4,27%
18-dic-14	REPO - Moneda	1 año	500	4,05%
19-dic-14	REPO - Moneda	1 año	400	3,85%
23-dic-14	REPO - Moneda	1 año	500	4,44%
24-dic-14	REPO - Moneda	1 año	400	4,38%
26-dic-14	REPO - Moneda	1 año	300	4,41%
31-dic-14	REPO - Moneda	18 meses	500	4,22%
TOTAL			12 807	

Con el objetivo de ofrecer una mayor diversidad de instrumentos de inyección de liquidez a las entidades financieras, a partir de enero, el BCRP pondrá a disposición de la banca, nuevas modalidades de inyección de liquidez en soles a plazos. Estas nuevas facilidades consisten en la subasta de dos tipos operaciones de reporte de monedas: las de sustitución y de expansión.

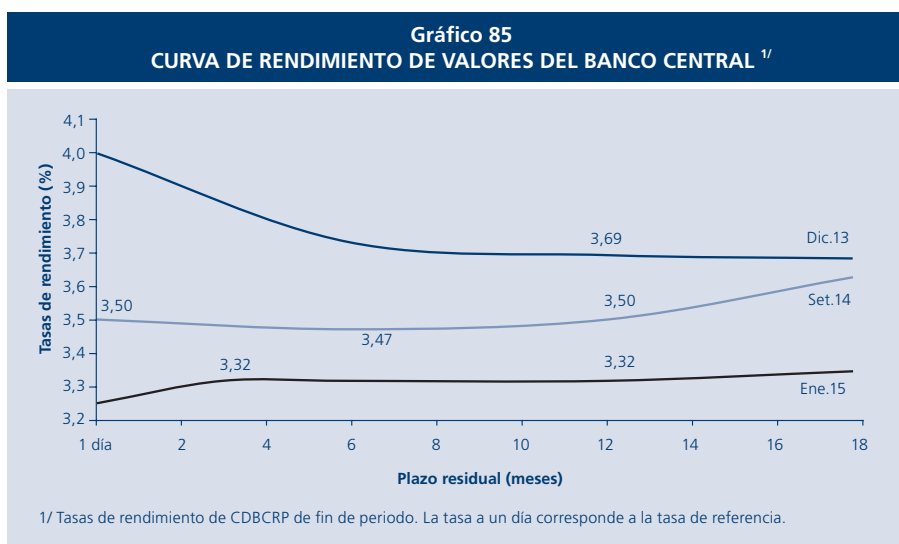
El primer tipo de subasta tiene el objetivo de apoyar la conversión de créditos otorgados en dólares a créditos en moneda nacional, esta operación de reporte contempla una venta de dólares en el mercado *spot* por parte del BCRP a la entidad financiera. El segundo tipo de subasta tiene la finalidad de apoyar el crecimiento de crédito en soles. Bajo este tipo de subasta, la entidad financiera accede a una operación de reporte de monedas (obtiene liquidez en soles provista por el BCRP) a cambio de un monto equivalente proveniente de los fondos de encaje en moneda extranjera. Estos fondos pueden ser empleados hasta un 10 por ciento del TOSE en moneda extranjera de la entidad como máximo.

En el mercado cambiario, las señales de recuperación de la economía de Estados Unidos y la caída en el precio de las materias primas han elevado las expectativas de depreciación de Sol en los agentes institucionales y el sistema financiero, presionando al tipo de cambio tanto el mercado *spot* como el de *forward* de moneda extranjera.

En este contexto, el BCRP intervino en el mercado *spot*, con una venta neta de US\$ 2 182 millones. En el trimestre también se introdujo un nuevo instrumento de intervención cambiaria, el Swap Cambiario, que es un instrumento que permite intervenir en el mercado de derivados, sin afectar la disponibilidad de liquidez de la banca. En este periodo, se realizaron colocaciones netas de Swaps Cambiarios por US\$ 5 713 millones para reducir la presión en el mercado *forward* y evitar que un alto diferencial de tasas NDF contamine las condiciones monetarias en soles. Estas colocaciones de Swaps sustituyeron los vencimientos netos CDRs por un monto equivalente a US\$ 1 514 millones.

El BCRP también continuó con sus subastas regulares de CDBCRP tres veces por semana a los plazos de 6, 12 y 18 meses, por S/.100 millones por subasta con la finalidad de incrementar los volúmenes de estos certificados y darle más liquidez al mercado secundario de CDBCRP. Entre octubre y diciembre se realizaron colocaciones de CDBCRP por S/. 3 440 millones y vencieron S/. 5 430 millones, con lo que el saldo de CDBCRP disminuyó en S/. 1 990 millones.

La curva de rendimiento de los CDBCRP se incrementó en promedio 2 puntos básicos respecto al tercer trimestre. La estabilidad de las tasas hasta el plazo de 6 meses reflejaría que los agentes esperan que la tasa de referencia del Banco Central se mantenga en su nivel actual. De otro lado, la forma invertida de la curva a plazos superiores a 12 meses podría interpretarse como una expectativa de disminución de la tasa de referencia dentro de un año.





Como resultado de las operaciones de inyección de liquidez anteriormente mencionadas, disminuyó la participación de los instrumentos emitidos por el BCRP en los pasivos totales del Banco Central. Estos pasaron de representar el 8,4 por ciento de las Reservas Internacionales en setiembre a 5,0 por ciento a diciembre. La mayor parte de la variación se debió al incremento del saldo de operaciones Repo de monedas. Por su parte, la participación del encaje pasó de 27,1 a 28,4 por ciento en el mismo periodo. Los depósitos del sector público siguieron siendo la mayor fuente de esterilización. Estos pasaron de representar 43,6 por ciento de las reservas internacionales en setiembre a 38,8 por ciento en diciembre. Adicionalmente, las colocaciones netas de Swap Cambiario elevaron el saldo de estos instrumentos a 9,0 por ciento de las reservas internacionales.

Cuadro 37
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de las Reservas Internacionales Netas)

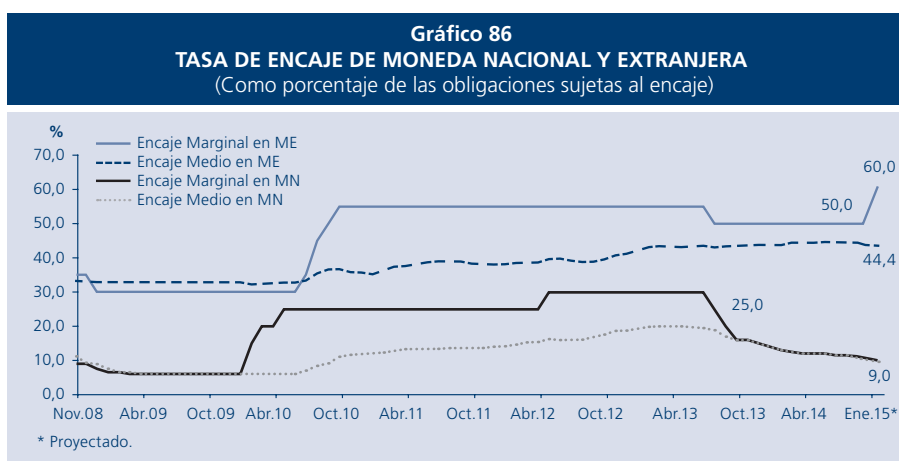
	Dic.13	Dic.14
Activos netos		
I. Reservas Internacionales Netas	100% (US\$ 65 663 mills)	100,0% (US\$ 62 307 mills)
Pasivos netos		
II. Depósitos totales del Sector Público	36,3%	38,8%
En moneda nacional	19,9%	19,7%
En moneda extranjera	16,4%	19,1%
III. Depósitos totales por encaje	31,0%	28,4%
En moneda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

Encajes

89. Durante 2014, el BCRP continuó adoptando medidas de flexibilización del régimen de encaje en moneda nacional a fin de proveer liquidez en soles a la banca para facilitar que estas entidades puedan atender la mayor demanda por créditos en soles, en un contexto en que los depósitos en soles han venido creciendo a tasas bajas en comparación al dinamismo del crédito en la misma moneda. Así, el Banco Central ha reducido gradualmente el encaje medio desde 20,0 por ciento en mayo 2013 hasta 9,0 por ciento para enero 2015.

Asimismo, el BCRP redujo el requerimiento mínimo en cuenta corriente para los fondos de encaje, pasando de 3,0 por ciento a 2,0 por ciento en enero 2015, a fin de hacer efectivos los recortes en la tasa de encaje medio y no presionar al alza las tasas de interés en soles. Estas medias en conjunto han permitido liberar liquidez por alrededor de S/. 11 608 millones.

90. En el caso del régimen en moneda extranjera, el BCRP ha adoptado distintas medidas con el fin de desincentivar el financiamiento en dólares y acelerar el proceso de desdolarización del crédito. En particular se puede destacar la eliminación del límite a la tasa de encaje medio en moneda extranjera y el incremento de la tasa de encaje marginal de 50 por ciento a 60 por ciento en diciembre. Estas medidas buscan incrementar los incentivos de las entidades financieras para captar depósitos en moneda nacional.



91. Respecto a las medidas para desdolarizar el crédito, el BCRP pasó de un esquema de encajes adicionales en función al crecimiento del crédito en moneda extranjera a uno en función a la reducción del saldo de créditos en dólares. Específicamente, a partir de junio 2015 se aplicará un encaje adicional en dólares para aquellas entidades financieras que no logren disminuir su saldo de crédito en dólares excluyendo comercio exterior y préstamos mayores a 4 años y de montos superiores a US\$ 10 millones en por lo menos 5 por ciento respecto al saldo de este tipo de créditos al 30 de setiembre 2013. El encaje adicional será el 30 por ciento del desvío porcentual respecto a este umbral aplicado sobre los pasivos totales en moneda extranjera.

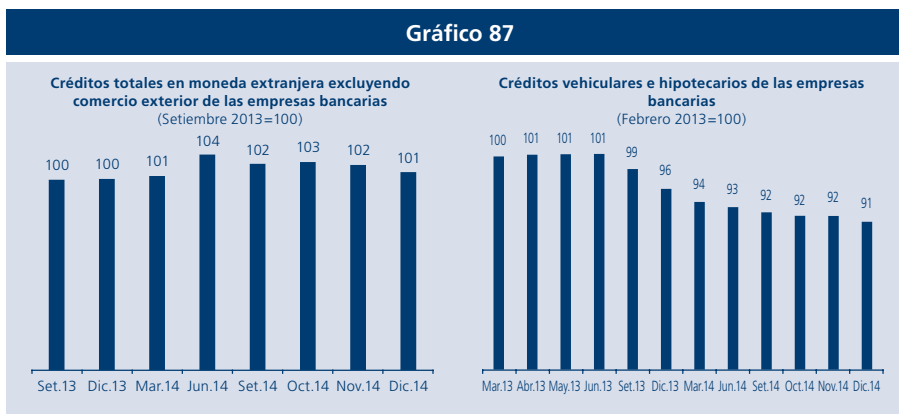
Un cambio similar se dio en los encajes adicionales asociados al saldo de crédito vehicular e hipotecario en moneda extranjera, para el cual se estableció un encaje adicional para las entidades financieras que no logren reducir a junio 2015 su saldo de estos créditos en 10 por ciento respecto al saldo de febrero 2013. Las entidades que no lo logren, enfrentarán un encaje adicional equivalente al 15 por ciento del desvío porcentual respecto a dicho umbral aplicado sobre los pasivos totales en moneda extranjera (para mayor detalles sobre estas medidas ver el Recuadro 5).

El umbral para ambos esquemas de encaje adicional se hace más exigente a diciembre 2015. Para el caso de créditos totales se requiere reducir al menos hasta 10 por ciento respecto al saldo de setiembre (equivalente a 90 por ciento del saldo de setiembre); para los créditos vehiculares e hipotecarios, es necesario una reducción del 15 por ciento del saldo a febrero 2013 (equivalente a 85 por ciento del saldo de febrero 2013).





Gráfico 87



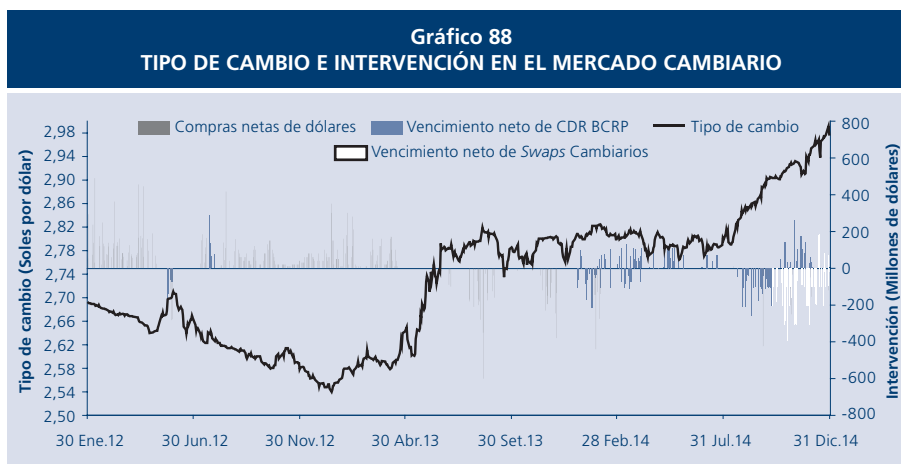
Cuadro 38
MEDIDAS DE ENCAJE

	Moneda nacional				Moneda extranjera				
	Tasa de encaje marginal para depósitos	Depósitos en Cuenta Corriente	Tope tasa encaje de encaje medio	Obligaciones con plazo menor a 2 años	Régimen general		Adeudados externos		Obligaciones con plazo menor a 2 años indexadas
					Tasa de encaje marginal para depósitos	Tope tasa de encaje medio	Corto plazo	Tasa de encaje exigido para los adeudados de comercio exterior	
May.12	30%	3,00%		120%	55%		60%	60%	120%
Set.12	30%	3,00%		120%	55%		60%	25%	120%
Oct.12	30%	3,00%		120%	55%		60%	25%	120%
Nov.12	30%	3,00%		120%	55%		60%	25%	120%
Ene.13	30%	3,00%		120%	55%		60%	25%	120%
Feb.13	30%	3,00%		120%	55%		60%	25%	120%
Mar.13	30%	3,00%		120%	55%		60%	25%	120%
Abr.13	30%	3,00%		120%	55%		60%	25%	120%
May.13	30%	3,00%		120%	55%		60%	25%	120%
Jun.13	30%	3,00%	20%	120%	55%		60%	25%	120%
Ago.13	25%	3,00%	19%	120%	50%	45%	50%	20%	120%
Set.13	20%	3,00%	17%	120%	50%	45%	50%	20%	120%
Oct.13	16%	3,00%	16%	120%	50%	45%	50%	20%	120%
Dic.13	15%	3,00%	15%	120%	50%	45%	50%	20%	120%
Ene.14	14%	3,00%	14%	120%	50%	45%	50%	14%	120%
Feb.14	13%	3,00%	13%	120%	50%	45%	50%	13%	120%
Mar.14	12,5%	3,00%	12,5%	120%	50%	45%	50%	0%	120%
Abr.14	12%	3,00%	12%	120%	50%	45%	50%	0%	120%
Jul.14	11,5%	3,00%	11,5%	120%	50%	45%	50%	0%	120%
Set.14	11,0%	3,00%	11,0%	120%	50%	45%	50%	0%	120%
Oct.14	10,5%	3,00%	10,5%	120%	50%	45%	50%	0%	120%
Nov.14	10,0%	3,00%	10,0%	120%	50%	45%	50%	0%	120%
Dic.14	9,5%	2,50%	9,5%	9,5%	50%	45%	50%	0%	9,5%
Ene.15	9,0%	2,0%	9,0%	9,0%	60%	--	50%	0%	9,0%

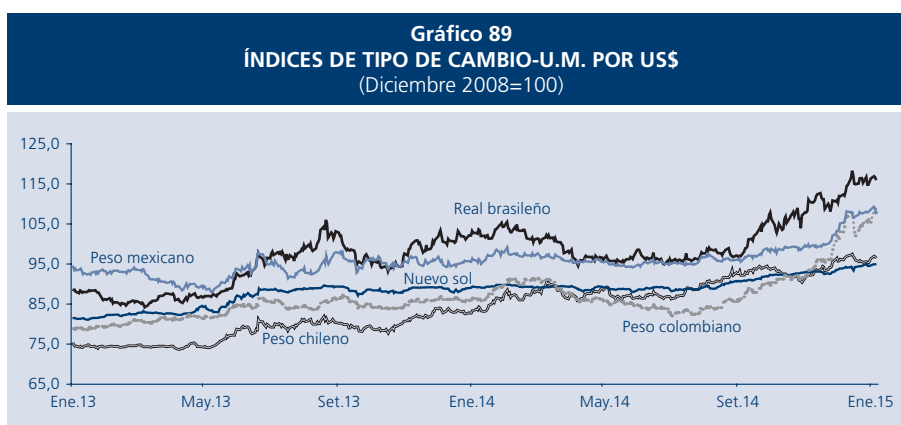
Tipo de cambio e intervención cambiaria

92. Durante el último trimestre del año, el tipo de cambio mantuvo su tendencia al alza producto de las señales de un crecimiento más robusto en EE.UU. que llevarían a una reducción de su estímulo monetario. El tipo de cambio pasó de S/. 2,891 a finales de setiembre a S/. 2,980 al cierre del año. Esto constituye una depreciación de 3,1 por

ciento, ligeramente menor a la depreciación de 3,3 por ciento observada en el tercer trimestre. Esta depreciación se ha dado en línea con las principales monedas de la región.



En el cuarto trimestre, en la región todas las monedas se depreciaron, sin embargo, cada divisa estuvo afectada por distintos choques y coyunturas. La mayor depreciación la registró el peso colombiano (17,9 por ciento) seguido por el peso mexicano, que se depreció 9,9 por ciento. Esto estuvo asociado a la significativa reducción en el precio del petróleo, que cayó cerca de 50 por ciento en el mismo periodo. En el caso del real brasileño, la depreciación (8,7 por ciento) se explica por un menor flujo de capitales, asociados a perspectivas de un menor crecimiento.

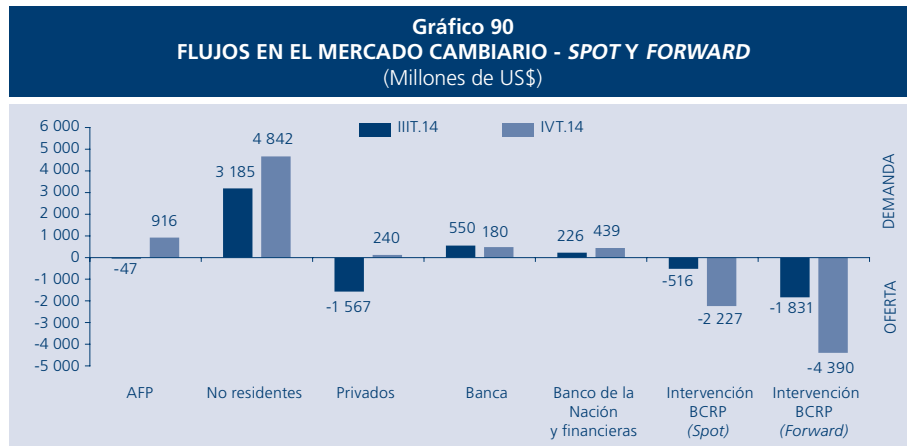


En el cuarto trimestre, se registró una demanda neta de dólares en el mercado local mayor que la del tercer trimestre. La demanda neta de dólares fue de por US\$ 6 617 millones, mayor que la observada en el tercer trimestre de US\$ 2 347 millones. Esta diferencia provino principalmente por el aumento de la demanda de dólares de los agentes no residentes quienes demandaron US\$ 4 842 millones, US\$ 1 657 millones más que en el tercer trimestre.

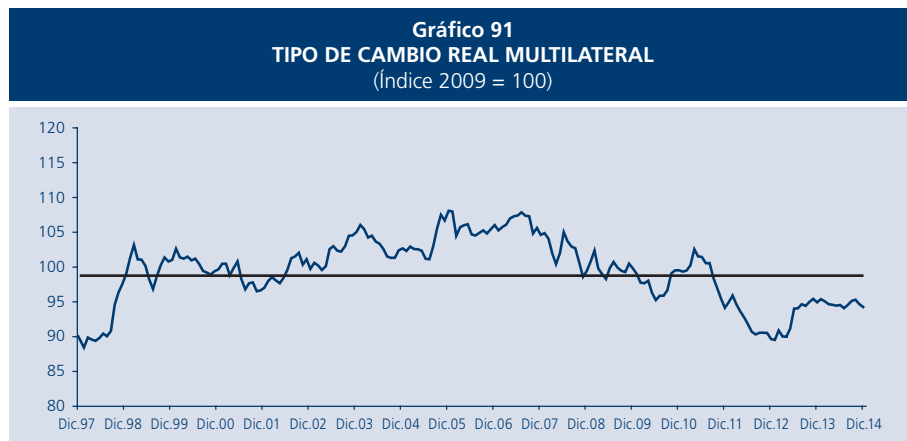




En este contexto, el BCRP intervino a través de la venta de dólares en el mercado *Spot* por US\$ 2 182 millones. En el trimestre también se comenzó a intervenir a través de un nuevo instrumento, el Swap Cambiario. En el trimestre se realizaron colocaciones netas de Swaps Cambiarios por US\$ 5 713 millones.



93. El índice de tipo de cambio real multilateral entre setiembre de 2014 y diciembre de 2014 tuvo una ligera depreciación de 0,9 por ciento. Comparado con diciembre de 2014, el índice de tipo de cambio real multilateral se depreció 0,7 por ciento, explicada por una mayor depreciación del Nuevo Sol.



Liquidez y crédito

94. El crecimiento del circulante se mantuvo alrededor del nivel del cierre del tercer trimestre, registrándose un crecimiento de 11,8 por ciento anual a diciembre 2014, en línea con la ligera recuperación del nivel de actividad en la segunda mitad del año. Para 2015 se espera un crecimiento anual de alrededor de 12 por ciento en el año, reflejo del mayor dinamismo de la actividad económica.

Los depósitos en moneda nacional mantuvieron un dinamismo mayor a la primera mitad del año, pero en comparación al cierre del tercer trimestre se pudo observar una reducción del ritmo de crecimiento (8,5 por ciento en diciembre 2014 frente a 9,9 de setiembre del mismo año). La liquidez en moneda nacional siguió una evolución similar (9,4 por ciento a diciembre 2014 frente a 9,9 por ciento en setiembre 2014).

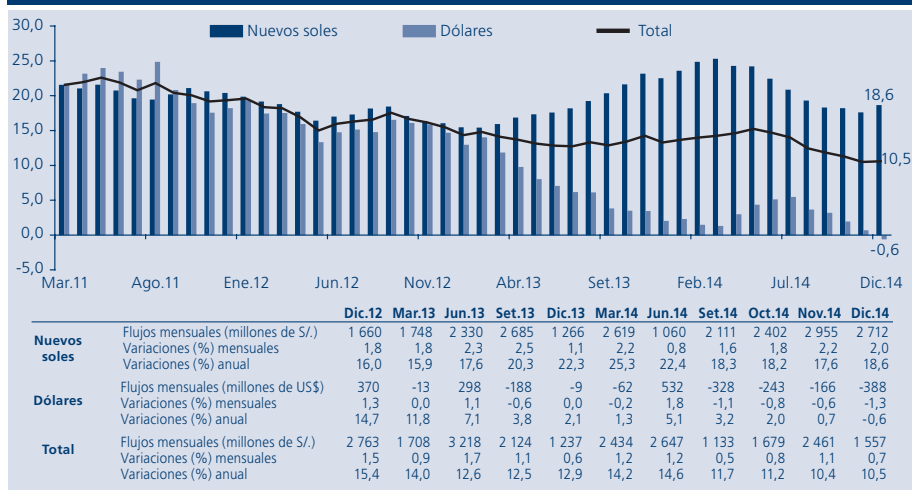
Cuadro 39
AGREGADOS MONETARIOS (FIN DE PERIODO)
(Variación porcentual doce meses)

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

1/ Incluye moneda extranjera.

95. Se registró una desaceleración del ritmo de crecimiento anual del crédito total al sector privado, pasando de crecer 11,7 por ciento al cierre del tercer trimestre a 10,5 por ciento a diciembre 2014. Esta desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito refleja principalmente el menor dinamismo de la actividad económica observada en el segundo trimestre. Por monedas, el crédito en moneda nacional siguió siendo más dinámico, con un crecimiento anual de 18,6 por ciento, mientras que crédito en moneda extranjera se contrajo 0,6 por ciento en 2014. Para 2015 se espera una recuperación del ritmo de crecimiento del crédito al sector privado, en línea con la previsión de mayor dinamismo de la economía, se proyecta una tasa de crecimiento del crédito total de 12,0 por ciento, asociado al mayor dinamismo del crédito en soles.

Gráfico 92
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual doce meses)





96. Por tipo de créditos, dentro del crédito a empresas, los segmentos más dinámicos fueron el sector de mediana empresa, que se expandió 13,6 por ciento en diciembre, y el segmento corporativo y gran empresa, que se expandió 12,7 por ciento en similar periodo; en tanto que el segmento de pequeña y micro empresa creció apenas 1,0 por ciento anual.

La marcada desaceleración en la expansión del crédito a pequeña y micro empresa refleja en parte una menor oferta de crédito por parte de las empresas bancarias para este segmento de crédito, lo que fue parcialmente compensado por un mayor ritmo de expansión del crédito por parte de otras sociedades de depósitos (cajas municipales, rurales o financieras). En ambos casos, el crédito en moneda extranjera a este segmento de crédito se siguió contrayendo.

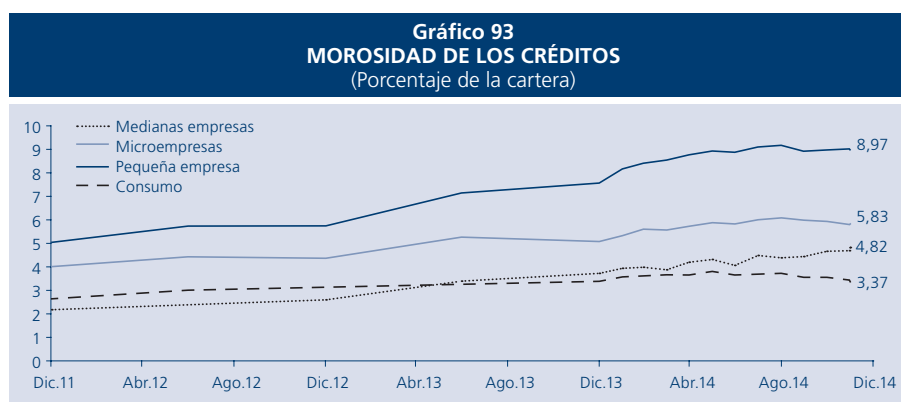
Cuadro 40									
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO									
(Variaciones porcentuales doce meses)									
	Dic.12	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Set.14	Oct.14	Nov.14	Dic.14	
Empresas	13,4	12,6	14,4	15,6	11,6	10,7	9,6	10,0	
Corporativo y Gran Empresa	8,7	20,2	21,6	21,4	14,0	14,2	12,3	12,7	
Mediana Empresa	18,4	10,1	15,1	21,4	16,3	13,8	13,5	13,6	
Pequeña y Micro Empresa	16,6	2,4	1,8	0,1	2,1	1,0	0,4	1,0	
Personas	19,4	13,4	13,8	12,9	12,1	12,0	11,9	11,3	
Consumo	15,4	11,8	12,7	12,4	11,7	11,6	11,6	10,7	
Vehicular	25,8	14,3	10,2	8,3	6,2	5,0	5,2	6,3	
Tarjeta	13,4	8,3	10,2	12,1	12,7	14,0	14,9	14,8	
Hipotecario	25,4	15,7	15,3	13,6	12,6	12,6	12,4	12,2	
Total	15,4	12,9	14,2	14,6	11,7	11,2	10,4	10,5	

Cuadro 41													
CRÉDITOS A PEQUEÑAS Y MICRO EMPRESAS													
	Flujos Anuales							Tasas de crecimiento % 12 meses					
	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Set.14	Oct.14	Nov.14	Dic.14	Mar.14	Jun.14	Set.14	Oct.14	Nov.14	Dic.14
PEQUEÑA y MICROEMPRESA													
Bancos	-697	-1 167	-1 083	-1 248	-1 482	-1 702	-1 270	-7,4	-6,9	-8,0	-9,4	-10,7	-8,4
MN	141	-255	-575	-820	-985	-1 217	-882	-2,1	-4,6	-6,5	-7,7	-9,3	-7,1
ME	-299	-326	-181	-153	-177	-173	-139	-26,8	-16,3	-14,1	-16,9	-16,8	-14,4
Resto	1 536	1 808	1 168	1 956	1 861	1 860	1 620	11,3	6,9	11,8	11,0	10,8	9,2
MN	1 700	1 877	1 260	2 031	1 944	1 948	1 758	12,9	8,1	13,3	12,4	12,2	10,9
ME	-59	-25	-33	-27	-30	-31	-50	-5,0	-6,6	-5,8	-6,4	-6,8	-10,5
Total	839	641	85	708	379	158	350	2,0	0,3	2,2	1,2	0,5	1,1
MN	1 841	1 622	685	1 211	959	731	876	6,0	2,4	4,3	3,4	2,5	3,1
ME	-358	-351	-214	-180	-207	-204	-188	-20,5	-13,3	-11,6	-13,7	-13,7	-13,1

Por otro lado, el crédito a personas naturales registró un crecimiento menor en comparación con el cierre del tercer trimestre y al observado durante la primera mitad de 2014. El segmento más dinámico dentro de este tipo de crédito fueron los

de tarjetas de crédito, que crecieron 14,8 por ciento, y los créditos hipotecarios, que se expandieron 12,2 por ciento anual. Por el contrario, el crédito vehicular continuó desacelerándose.

En diciembre, el alza en las tasas de morosidad continuó aunque a un menor ritmo. El ratio de morosidad del crédito a empresas aumentó de 3,15 por ciento en setiembre a un nivel de 3,21 por ciento en diciembre. Dentro de este segmento, el crédito a empresas medianas y pequeñas son los que registraron un mayor incremento en sus tasas de morosidad. El primero se elevó en 38 puntos básicos, llegando a 4,82 por ciento de la cartera de estos créditos; en el caso del segundo, el incremento fue de 7 puntos básicos, registrándose un ratio de cartera morosa de 8,97 por ciento. Por el contrario, la morosidad de las microempresas disminuyó 16 puntos básicos, llegando a 5,83 por ciento del total de estos créditos. Por su parte, el ratio de morosidad del crédito a personas también se redujo en 5 puntos básicos, ubicándose en 2,48 por ciento en diciembre, reflejo de la reducción de la morosidad de créditos de consumo (se redujo 19 puntos básicos), por el contrario la morosidad de los créditos hipotecarios subió ligeramente 10 puntos básicos.



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

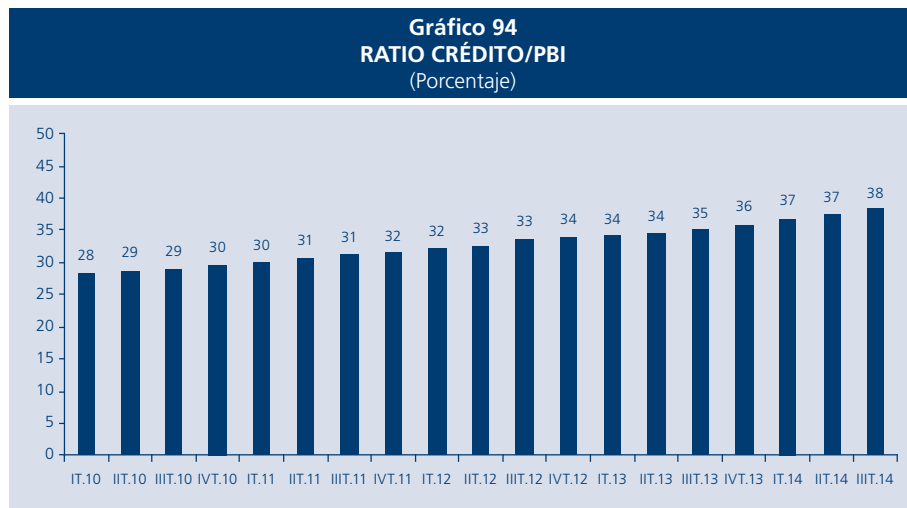
	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Set.14	Oct.14	Nov.14	Dic.14
Empresas	1,88	2,21	2,70	2,97	3,04	3,15	3,20	3,22	3,21
Corporativo	0,04	0,00	0,00	0,02	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00
Gran empresa	0,21	0,40	0,38	0,54	0,43	0,73	0,74	0,77	0,68
Mediana empresa	2,18	2,60	3,72	3,88	4,06	4,44	4,66	4,69	4,82
Pequeña empresa	5,05	5,74	7,56	8,54	8,86	8,90	8,96	9,01	8,97
Microempresa	4,01	4,36	5,08	5,57	5,83	5,99	5,93	5,80	5,83
Personas	1,89	2,08	2,32	2,52	2,55	2,53	2,55	2,48	2,48
Consumo	2,64	3,05	3,39	3,66	3,65	3,56	3,56	3,44	3,37
Vehiculares	2,84	2,79	3,37	3,76	3,99	4,21	4,34	4,26	4,27
Tarjeta	3,40	4,10	4,71	5,07	4,90	4,69	4,64	4,46	4,26
Hipotecario	0,86	0,83	1,04	1,16	1,26	1,34	1,38	1,37	1,44
Morosidad Promedio	1,84	2,17	2,57	2,82	2,88	2,94	2,98	2,97	2,96



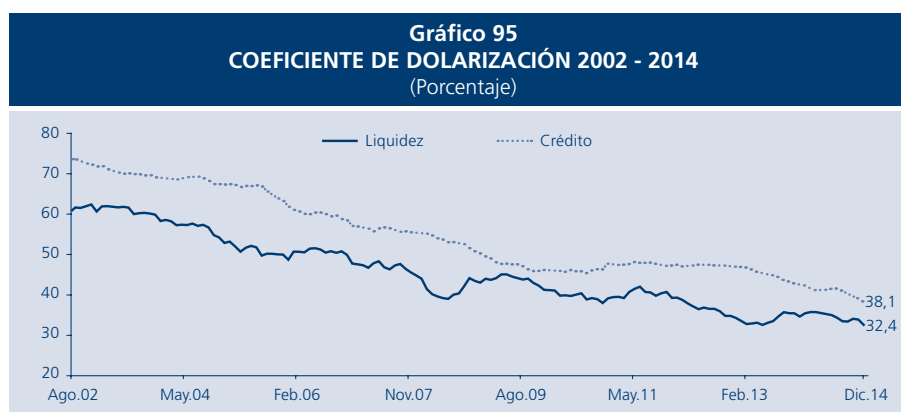


97. Al cierre de 2014 el crédito creció 10,5 por ciento, impulsado principalmente por el crédito en moneda nacional. Para 2015, se proyecta un crecimiento del crédito de 12,0 por ciento, el crédito en soles crecería 22,4 por ciento, por el contrario el crédito en moneda extranjera se contraería 5,8 por ciento, reflejando las medidas para la desdolarización del crédito del BCRP. Esto es consistente con la recuperación de la actividad económica, la preferencia por tomar crédito en soles por parte de los agentes privados y el efecto de las medidas para impulsar la desdolarización del crédito por parte del BCRP. Los depósitos en moneda nacional se proyecta que crecerán 7,1 por ciento en el año, en tanto que la liquidez en moneda extranjera 1,5 por ciento. Con ello, se prevé que el ratio de crédito sobre PBI continuará incrementándose durante 2015.

El BCRP ha establecido medidas adicionales de inyección de liquidez a través de operaciones de reporte de moneda extranjera, además de continuar reduciendo la tasa de encaje en soles con el objetivo de proveer una fuente más permanente de expansión de liquidez, de tal manera que no se afecten las tasas de interés en moneda nacional del sistema financiero.



98. La dolarización del crédito pasó de 40,2 por ciento en setiembre a 38,1 por ciento en diciembre; en línea con la tendencia en el año. Por su parte, la dolarización de la liquidez disminuyó de 33,2 a 32,4 por ciento en similar periodo. Con esto se mantiene la tendencia que se observó en el tercer trimestre, y permanece por debajo del nivel observado en diciembre 2013 (34,4 por ciento).



El coeficiente de dolarización del crédito se redujo respecto a setiembre 2014 en 2,1 puntos porcentuales, reflejando la mayor preferencia por crédito en soles por parte de las empresas. Por tipo de crédito, se puede apreciar una disminución de la dolarización de cada segmento de crédito. El crédito hipotecario continúa su tendencia de desdolarización, (de 35,3 a 33,9 por ciento entre setiembre y diciembre de 2014). Ello estaría reflejando en parte las medidas de encaje condicionales a la expansión del crédito hipotecario y vehicular en moneda extranjera que el BCRP implementó en marzo 2013. Las nuevas medidas de encaje en función a la reducción del crédito en moneda extranjera establecidas a partir de este año buscan consolidar este proceso de desdolarización.

Cuadro 43
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Mar.14	Jun.14	Set.14	Oct.14	Nov.14	Dic.14
Empresas	57,5	57,7	52,9	51,2	52,1	50,8	50,1	49,2	48,2
Corporativo y Gran Empresa	72,6	75,4	67,4	64,2	65,6	63,6	62,2	60,7	59,1
Mediana Empresa	70,1	69,3	63,7	62,4	61,7	60,7	60,7	60,4	59,3
Pequeña y Microempresa	18,0	16,6	13,0	12,4	12,6	12,3	11,7	11,5	11,2
Personas	27,0	26,8	23,1	22,1	21,3	20,8	20,5	20,2	19,9
Consumo	10,7	11,1	10,5	10,2	10,0	9,7	9,6	9,5	9,3
Vehiculares	71,7	79,2	75,9	74,1	72,9	71,9	71,2	70,2	68,9
Tarjeta	6,9	7,4	7,2	7,2	7,3	7,1	7,1	7,0	6,6
Hipotecario	51,6	48,7	40,0	37,9	36,4	35,3	34,8	34,4	33,9
TOTAL	47,1	46,8	42,4	41,0	41,3	40,2	39,5	38,9	38,1

Asimismo, el proceso de desdolarización también se puede observar sobre los flujos anuales de crédito. En el sector corporativo, gran y mediana empresa la dolarización de estos flujos ha disminuido sostenidamente, en particular se redujo de 28,7 por ciento en el tercer trimestre a 5,3 por ciento en el cuarto trimestre de 2014. En el segmento de pequeñas y micro empresas se ha registrado una disminución sostenida en los flujos





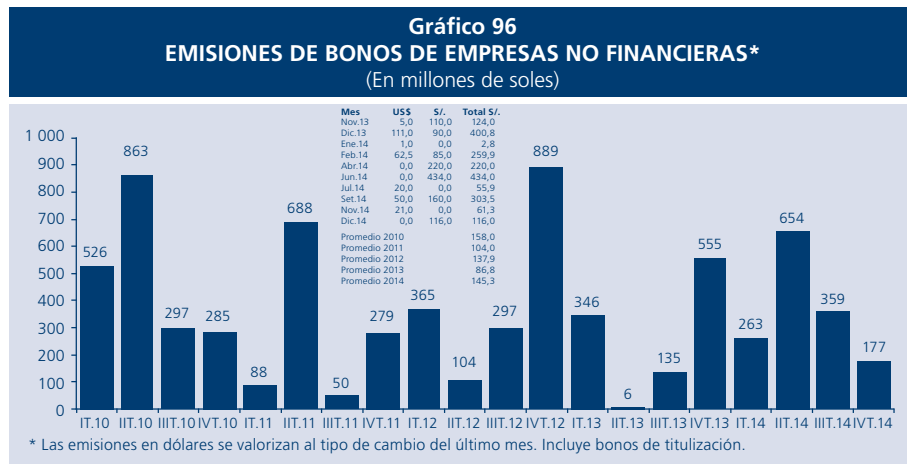
anuales de crédito en moneda extranjera. En el caso de los créditos de consumo, los flujos anuales de créditos se han mantenido bajos y su dolarización también (0,8 por ciento en octubre y 0,6 por ciento en noviembre). En los segmentos hipotecario y vehicular, los créditos en moneda extranjera se han contraído sostenidamente durante el año.

Cuadro 44 DOLARIZACIÓN DE LOS FLUJOS ANUALES DE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO POR TIPO							
	Flujos Anuales (millones US\$)						
	Dic. 13	Mar. 14	Jun. 14	Set. 14	Oct. 14	Nov. 14	Dic. 14
CORPORATIVOS, GRAN y MEDIANA EMPRESA							
ME	1 118	1 027	2 034	1 349	1 004	612	222
Dolarización (%)	23,1	18,5	32,0	28,7	22,1	14,6	5,3
PEQUEÑA y MICROEMPRESA							
ME	-373	-351	-214	-180	-207	-204	-174
Dolarización (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CONSUMO							
ME	56	31	13	21	13	10	-9
Dolarización (%)	4,0	1,9	0,8	1,4	0,8	0,6	n.a.
HIPOTECARIO							
ME	-218	-328	-362	-278	-239	-211	-199
Dolarización (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VEHICULAR							
ME	-218	-328	-362	-278	-239	-211	-199
Dolarización (%)	53,2	20,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CRÉDITO TOTAL							
ME	52	15	-4	-14	-19	-21	-21
Dolarización (%)	7,4	4,3	15,8	11,8	7,6	2,9	n.a.

Emisiones de bonos del sector privado

99. En el cuarto trimestre de 2014, las empresas no financieras realizaron emisiones de valores en el mercado local por S/. 177 millones, de los cuales S/. 116 millones correspondieron a valores en nuevos soles. En términos anuales, el promedio de emisiones de 2014 es superior al de los últimos tres años.

Las emisiones en el mercado internacional de empresas entre octubre y diciembre ascendieron a US\$ 1 129 millones (trimestre previo US\$ 1 475 millones) a tasa cupón entre 5,88 por ciento y 6,00 por ciento a plazos entre 7 y 20 años.



Cuadro 45
EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

Empresa	Fecha de Emisión	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
AÑO 2013		6 389		
Sector No Financiero		4 153		
Copeinca	11-ene	75	5	9,00%
Exalmar	25-ene	200	7	7,38%
Cementos Pacasmayo	01-feb	300	10	4,63%
Alicorp	15-mar	450	10	3,88%
Gas Natural de Lima y Callao - Cálidda	21-mar	320	10	4,38%
Compañía Minera Milpo	21-mar	350	10	4,63%
Corporacion Lindley	09-abr	260	10	4,63%
Ferreyrcorp	19-abr	300	7	4,88%
Transportadora de Gas del Perú	23-abr	850	15	4,25%
Consortio Transmataro	30-abr	450	10	4,38%
Inkia Energy	09-set	150	8	8,38%
San Miguel Industrias	30-oct	200	7	7,75%
Andino Investment Holding	07-nov	115	7	11,00%
Planta de Reserva Fría de Generación de Eten	28-nov	133	20	7,65%
Sector Financiero		2 236		
<u>Sector Financiero Privado</u>		1 736		
BBVA Banco Continental	22-ene	300	4	2,31%
Banco de Crédito	25-mar	716	10	4,25%
BBVA Banco Continental	03-abr	500	5	3,25%
Banco de Crédito	05-abr	170	14	6,13%
Interbank		50	10	7,50%
<u>Sector Financiero Público</u>		500		
Fondo MiVivienda	24-ene	500	10	3,50%
AÑO 2014		5 510		
Sector no Financiero		3 306		
Compañía Minera Ares	15-ene	350	7	7,75%
Minsur	31-ene	450	10	6,25%
Abengoa Transmisión Sur	08-abr	432	29	6,88%
Camposol	24-abr	75	3	9,88%
Rutas de Lima**	27-jun	370	22	8,38%
Rutas de Lima***	27-jun	150	25	5,25%
InRetail Shopping Mall	01-jul	350	7	6,50%
InRetail Consumer	07-oct	300	7	5,25%
Unión Andina de Cementos	28-oct	625	7	5,88%
Energía Eólica	15-dic	204	20	6,00%
Sector Financiero		2 204		
<u>Sector Financiero Privado</u>		1 025		
Banco de Crédito	15-ene	200	13	6,13%
Interbank	11-mar	300	15	6,63%
Banco de Crédito	01-jul	225	4	2,75%
BBVA Banco Continental	15-set	300	15	5,25%
<u>Sector Financiero Público</u>		1 179		
Fondo MiVivienda	26-mar	300	5	3,38%
Fondo MiVivienda*	15-may	279	4	1,25%
COFIDE	08-jul	300	5	3,25%
COFIDE	08-jul	300	15	5,25%

* Emisión en Francos suizos.

** Emisión en Nuevos Soles.

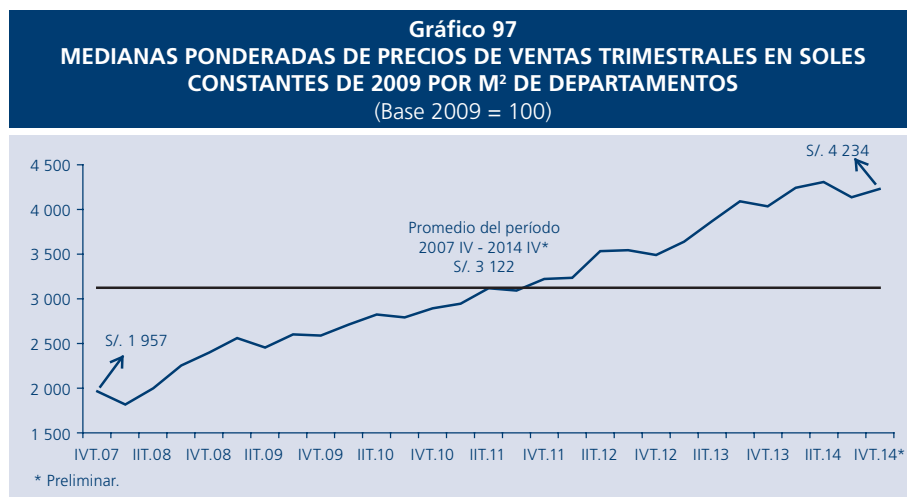
*** Emisión en Nuevos Soles VAC.





Mercado inmobiliario

100. En el cuarto trimestre del año, los precios por metro cuadrado en diez distritos de Lima Metropolitana (La Molina, Miraflores, San Borja, San Isidro, Surco, Jesús María, Lince, Magdalena, Pueblo Libre y San Miguel), en soles constantes, aumentaron en 2,2 por ciento respecto al trimestre anterior. El gráfico muestra la evolución de las medianas de los precios de venta trimestrales en soles constantes de 2009 por metro cuadrado de departamentos.



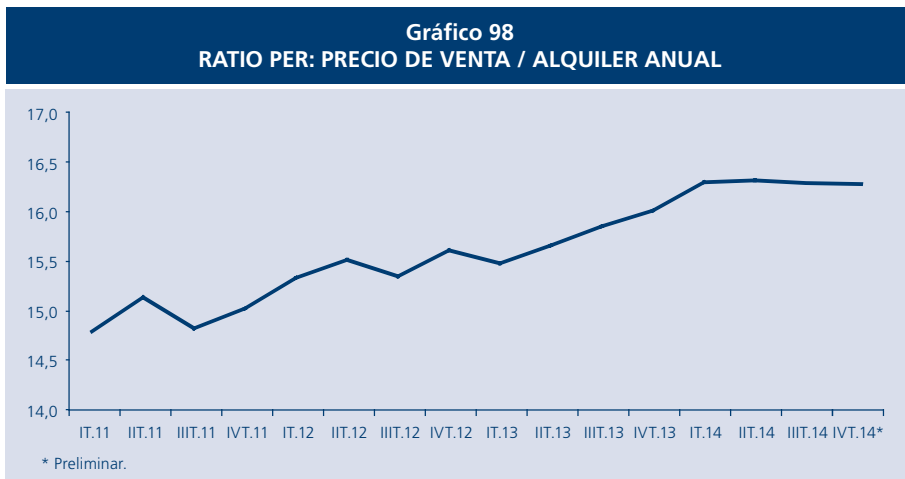
El ratio precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER por sus siglas en inglés), que muestra el número de años que se tendría que alquilar un inmueble para recuperar el valor de la adquisición, ha mostrado una evolución estable en los últimos años, manteniéndose en los rangos considerados como normales, de acuerdo con los criterios considerados en el Global Property Guide⁷.

Cuadro 46
PER: PRECIO DE VENTA / ALQUILER ANUAL EN US\$ POR M² 1/

	2012-IVT	2013-IT	2013-IIT	2013-IIIT	2013-IVT	2014-IT	2014-IIT	2014-IIIT	2014-IVT*
Jesús María	14,9	15,0	15,6	15,7	16,2	16,9	16,0	15,5	15,0
La Molina	11,6	13,7	14,7	15,5	16,4	17,2	16,9	16,2	16,4
Lince	16,4	14,1	14,6	15,4	15,5	16,2	15,2	15,2	14,9
Magdalena	16,0	14,0	14,5	15,1	15,0	15,0	15,0	15,3	15,1
Miraflores	15,0	14,8	16,5	16,3	15,9	16,8	17,4	15,8	15,5
Pueblo Libre	16,0	14,1	14,3	15,3	16,1	16,3	16,5	15,9	16,3
San Borja	18,2	18,6	17,5	17,1	16,7	17,2	17,9	18,8	19,1
San Isidro	18,4	18,0	17,2	17,3	17,7	17,8	18,2	17,5	17,8
San Miguel	15,6	14,4	14,8	14,7	15,0	15,5	14,7	15,0	15,4
Surco	15,0	16,8	16,3	16,5	16,6	17,0	17,6	18,5	17,1
Agregado									
Promedio	15,7	15,3	15,6	15,9	16,1	16,6	16,5	16,4	16,2

* Preliminar.
1/ Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta de cada distrito y los alquileres de las zonas cercanas.
Fuente: BCRP.

7 El Global Property Guide califica el mercado inmobiliario de acuerdo al índice PER en Precio Subvaluado (5,0-12,5), Precio Normal (12,5-25,0) y Precio Sobrevaluado (25,0-50,0).





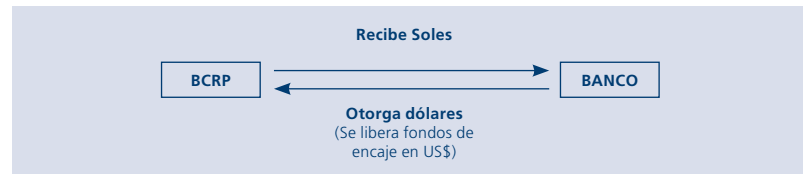
Recuadro 4
NUEVAS MODALIDADES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN SOLES DEL BCRP

Con la finalidad de acelerar el proceso de desdolarización del crédito en el Perú, el Banco Central dictó una serie de medidas entre las que destaca la modificación de los encajes adicionales en función a la evolución del crédito a partir de junio de este año.

En un contexto de desaceleración de los depósitos en moneda nacional, una mayor expansión del crédito en soles asociada a la recuperación de la economía y la sustitución del crédito en moneda extranjera por crédito en moneda nacional podrían presionar indebidamente las condiciones monetarias en soles, elevando las tasas de interés.

Por lo tanto, es necesario proveer fuentes de financiamiento adecuadas para acompañar la política de desdolarización impulsada por el BCRP. En consecuencia, el Banco Central acordó crear los siguientes esquemas de Repo de monedas para inyectar liquidez a plazos en soles que rigen a partir del 2015:

- a. **Expansión:** Este esquema tiene como objetivo apoyar el crecimiento del crédito en moneda nacional. Las entidades financieras que requieran fuentes de liquidez en soles para expandir su crédito en moneda nacional podrán hacer Repo de moneda con el Banco Central, utilizando para ello parte de su encaje en moneda extranjera, el que quedaría como depósito restringido en el Banco Central hasta el vencimiento de la operación. Las entidades financieras podrán reducir su requerimiento de encaje en moneda extranjera hasta por un monto equivalente al 10 por ciento de sus obligaciones sujetas a encaje en moneda extranjera.



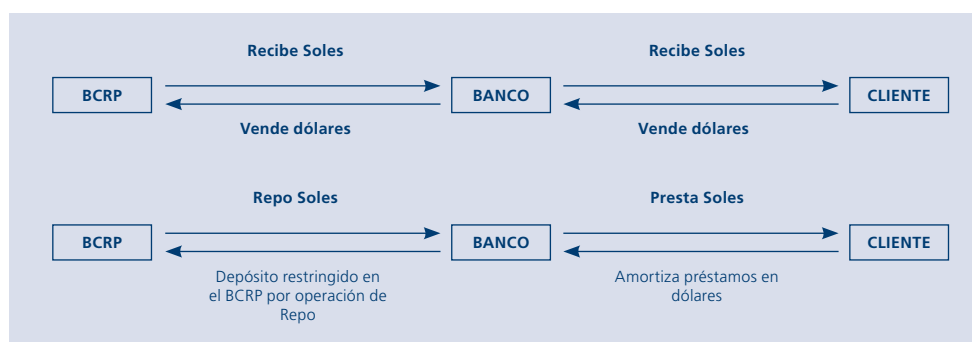
Para ilustrar como funciona este mecanismo, simulamos un escenario en el que las entidades financieras retiran encaje por US\$ 100 millones de dólares para financiar una expansión del crédito en soles. Este encaje pasa a ser depósito restringido en el Banco Central y a cambio, las entidades financieras reciben liquidez en moneda nacional bajo el compromiso de recompra. De esta manera, las entidades financieras no afectarían su posición de cambio, dado que no venden dólares, solo los mantienen como colateral en el BCR, a la vez que el Banco Central tampoco vería afectada su posición de cambio ni su nivel de Reservas Internacionales, ya que no tendría que vender dólares en el mercado *spot*.

ESQUEMA DE REPO DE EXPANSIÓN			
EMPRESAS BANCARIAS			
Encaje en moneda extranjera (Mill. US\$)	-100	Repo de monedas (Mill. S/.)	+300
Dep. restringido en el BCRP (Mill. US\$)	+100		
Cta. corriente en moneda nacional (Mill. S/.)	+300		
Posición de cambio contable (Mill. US\$)	0		
BANCO CENTRAL			
Repo de monedas (Mill. S/.)	+300	Encaje en moneda extranjera (Mill. US\$)	-100
		Dep. restringido en el BCRP (Mill. US\$)	+100
Posición de cambio (Mill. US\$)	0	Cta. corriente en moneda nacional (Mill. S/.)	+300

Esta facilidad podría generar hasta S/. 9 000 millones como fuentes de financiamiento para la expansión de crédito en soles.

En la medida que el crédito en soles genere un mayor crecimiento de los depósitos en soles, las entidades financieras requerirán un menor uso de esta facilidad para calzar la expansión del crédito en soles.

- b. **Sustitución:** Este esquema tiene como objetivo apoyar la conversión de créditos en moneda extranjera, a moneda nacional. Las entidades financieras que conviertan a moneda nacional sus créditos en moneda extranjera podrán acceder a liquidez del Banco Central mediante operaciones de reporte de monedas. Ello se realizará de manera simultánea con la venta de dólares del Banco Central a la entidad financiera. El resultado de esta operación será que el cliente tendrá ahora un crédito en soles, el banco mantendrá el mismo monto de activos en dólares (esta vez como depósito restringido en el Banco Central que sustituye el crédito en dólares originalmente pactado) y el Banco Central reducirá su posición de cambio, más no Reservas Internacionales.



Para mostrar la implementación de este mecanismo simulamos un escenario en el que el crédito en moneda nacional aumenta en S/. 300 millones, reemplazando al crédito en moneda extranjera, que se contraería en US\$ 100 millones. Como vemos, la posición de cambio contable de la banca no cambia ante la desdolarización del crédito al sector privado, a la vez que la posición de cambio del Banco Central se reduce.

ESQUEMA DE REPO DE SUSTITUCIÓN			
EMPRESAS BANCARIAS			
Activo		Pasivo	
Crédito en moneda nacional (Mill. S/.)	+300	Repo de monedas (Mill. S/.)	+300
Crédito en moneda extranjera (Mill. US\$)	-100		
Dep. restringido en el BCRP (Mill. US\$)	+100		
Posición de cambio contable (Mill. US\$)	0		
BANCO CENTRAL			
Activo		Pasivo	
Repo de monedas (Mill. S/.)	+300	Dep. restringido en el BCRP (Mill. US\$)	+100
Posición de cambio (Mill. US\$)	-100		
Venta de moneda extranjera (Mill. US\$)	+100		

Con estas nuevas facilidades de liquidez, el BCRP busca financiar adecuadamente el proceso de desdolarización del crédito, acompañando las nuevas medidas de encaje aplicables a partir de junio de este año.





Recuadro 5

MEDIDAS RECIENTES DEL BCRP PARA ACELERAR LA DESDOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO

En los últimos años la dolarización del crédito ha registrado una reducción significativa, pasando de 46 por ciento al cierre de 2010 a 37,4 por ciento a fines de 2014. De esta disminución (8,6 puntos porcentuales) la mayor parte se dio en los últimos dos años. Sin embargo, la dolarización todavía es elevada en algunos segmentos del mercado, lo que constituye un riesgo y una potencial vulnerabilidad para la economía si se produjese una fuerte depreciación del Nuevo Sol en los siguientes meses.

DOLARIZACIÓN POR TIPO DE CRÉDITO (Porcentaje)	
	Nov.14
Total	37,4%
A. Empresas	47,6%
Corporativos	57,1%
Grandes	61,1%
Mediana	58,9%
Pequeñas	13,0%
Microempresa	5,2%
B. Hogares	19,3%
Consumo	9,0%
Vehicular	68,9%
Hipotecario	33,0%

En ese sentido las medidas adoptadas por el BCRP buscan fomentar este proceso de desdolarización del crédito, alineando los incentivos de las entidades financieras. Aun cuando las entidades financieras buscan reducir su exposición al riesgo cambiario crediticio, exigiendo garantías adicionales a sus clientes, estos no interiorizarían los efectos de segunda vuelta de una depreciación abrupta. Así, incluso cuando una empresa esté poco expuesta a riesgo cambiario crediticio de manera individual, en la medida que esta exposición debilite el balance de otras empresas (clientes, proveedoras, competidoras, etc.), se amplifica el efecto negativo asociado a los descalses de monedas.

Es así que el Banco Central, con el objetivo de reducir la vulnerabilidad de la economía ante un contexto internacional volátil y ayudar a la consolidación del proceso de desdolarización del crédito, ha establecido encajes adicionales en moneda extranjera con el fin de acelerar el proceso de desdolarización del crédito.

Una de las medidas de encaje adicional está en función a la reducción del saldo de crédito total en moneda extranjera (excluyendo operaciones de comercio exterior y de plazos mayores a 4 años y mayores a US\$ 10 millones). A partir de junio 2015 las entidades financieras que no logren reducir este tipo de créditos en por lo menos 5 por ciento respecto al saldo al 30 de setiembre 2013 se les aplica un encaje adicional. La base de aplicación de este encaje adicional son los pasivos totales en moneda extranjera (que incluyen adeudados, bonos y el TOSE).

Así, el encaje adicional en dólares para este tipo de créditos tiene dos fórmulas de aplicación:

- (i). Primero, si el saldo de crédito a diciembre 2014 es mayor al patrimonio efectivo, se aplica la siguiente fórmula:

$$\text{Encaje Adicional} = 0,3 \times \left(\frac{C_t}{C_{se13}} - 0,95 \right) \times P T \quad (a)$$

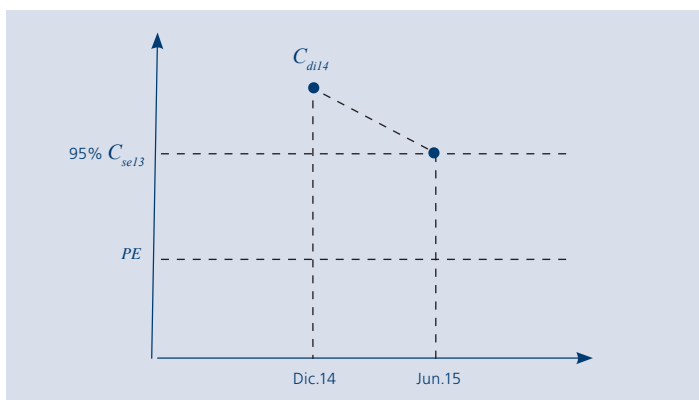
Donde: C_t es el promedio de créditos totales en moneda extranjera sin incluir comercio exterior del periodo de encaje y C_{se13} el saldo de este tipo de crédito al 30 de setiembre de 2013.

- (ii). Segundo, si el saldo de estos créditos a diciembre 2014 es menor al patrimonio efectivo de la misma fecha, el encaje adicional se calculará de la siguiente manera:

$$\text{Encaje Adicional} = 0,3 \times \left(\frac{C_t}{PE} - 1 \right) \times P T \quad (b)$$

Para entender mejor como se aplican estas reglas de encaje adicional veamos los siguientes casos. En el siguiente gráfico se tiene el caso de una entidad financiera cuyo saldo de este tipo de créditos a diciembre 2014 (C_{di14}) es mayor que su patrimonio efectivo de la misma fecha. En este caso el nivel al que debe de llegar el crédito total está dado por el 95 por ciento del saldo de este al 30 setiembre de 2013.

Si el crédito no alcanzase este nivel a junio 2015, se aplicará un encaje adicional de acuerdo con la fórmula de encaje adicional (a). Entonces, este encaje sería equivalente al 30 por ciento de dicho desvío y se aplica sobre los pasivos totales en moneda extranjera de la entidad en cuestión. Por ejemplo, si el desvío fuese 5 por ciento, el encaje adicional sería 1,5 por ciento de los pasivos totales.

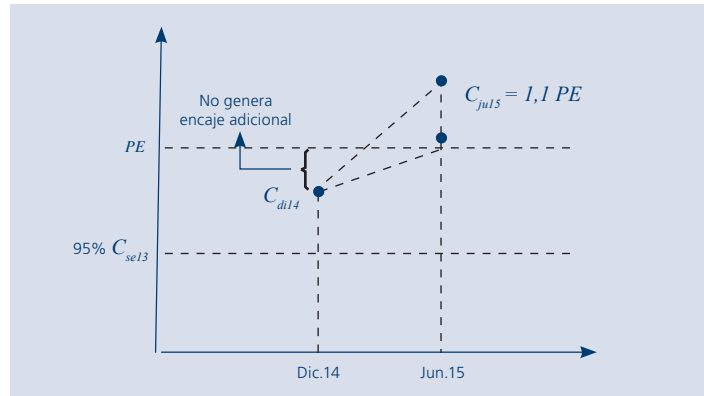


En el gráfico que se presenta a continuación puede observarse el caso en el que el crédito total a diciembre 2014 es menor al patrimonio efectivo del mismo periodo de la entidad.

En este caso, si a junio 2015 dicho saldo excede el patrimonio efectivo (por ejemplo, fuese igual a 1,1 veces su patrimonio efectivo), sí tendría que afrontar un encaje adicional, determinado por la fórmula (b). De esta manera, la diferencia porcentual entre el saldo de créditos en moneda extranjera y el patrimonio efectivo es 10 por ciento. El encaje adicional sería el 30 por ciento de este desvío ($30\% \times 10\% = 3\%$) sobre los pasivos totales en moneda extranjera de la entidad.

Así, el esquema de encaje adicional establecido permite que entidades cuyas colocaciones en moneda extranjera son de volumen pequeño o para aquellas que recién han entrado al mercado (y por tanto tienen un volumen bastante menor de colocaciones en moneda extranjera), puedan expandir hasta el nivel de su patrimonio efectivo el crédito en moneda extranjera, sin ser sujetos a encaje adicional.





Cabe mencionar que en caso la entidad reduzca el crédito en moneda extranjera por debajo de lo requerido, la entidad no libera encaje, simplemente el encaje adicional no aplica.

La otra medida de encaje adicional es en función a la reducción de crédito vehicular e hipotecario. En este caso, el límite que define qué fórmula emplear ya no es el total del patrimonio efectivo, sino el 20 por ciento del mismo y el porcentaje requerido de reducción de crédito a junio es de 10 por ciento del saldo de febrero 2013. Así se tiene:

- (i). Si el saldo de estos créditos a diciembre 2014 es mayor al 20 por ciento del patrimonio efectivo a la misma fecha, el encaje adicional está determinado de la siguiente manera:

$$\text{Encaje Adicional} = 0,15 \times \left(\frac{CHV_t}{CHV_{fe13}} - 0,90 \right) \times P T \quad (c)$$

Donde: CHV_t es el promedio de créditos vehiculares e hipotecarios en moneda extranjera del periodo de encaje y CHV_{fe13} el saldo de este tipo de crédito al 28 de febrero de 2013.

- (ii). Si por el contrario, el saldo de estos créditos a diciembre 2014 es menor o igual al patrimonio efectivo del mismo periodo, el encaje adicional se calculará de la siguiente manera:

$$\text{Encaje Adicional} = 0,15 \times \left(\frac{CHV_t}{PE} - 0,2 \right) \times P T \quad (d)$$

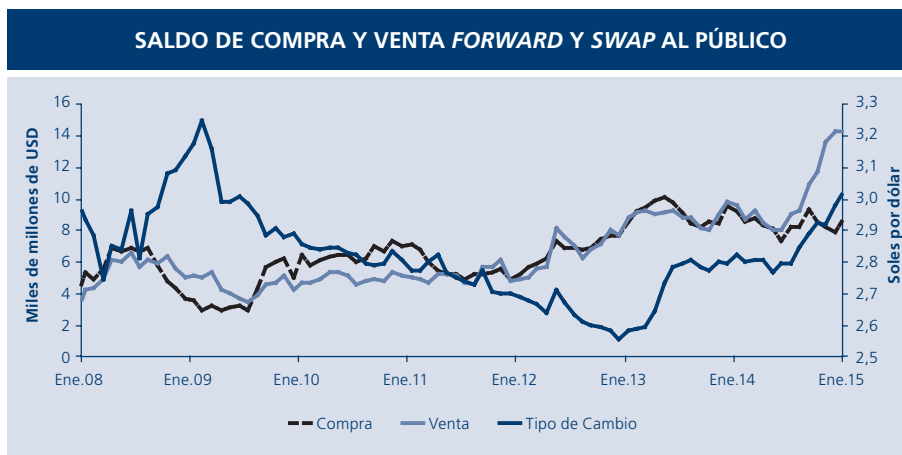
Estas dos medidas se hacen más exigentes a partir de diciembre 2015. En el caso del crédito total en moneda extranjera ya no se considera una reducción del saldo de 5 por ciento respecto al saldo de setiembre 2013 sino del 10 por ciento. Para los créditos vehiculares e hipotecarios, se incrementa de 10 a 15 por ciento el porcentaje de reducción de crédito respecto al saldo de febrero 2013.

Recuadro 6

LÍMITES A LAS POSICIONES DE DERIVADOS: EVIDENCIA EMPÍRICA INTERNACIONAL

Los encajes a derivados financieros en moneda extranjera han sido utilizados recientemente como medida macroprudencial, ayudando a atenuar los riesgos que puedan comprometer la estabilidad macroeconómica y financiera. Dichos encajes han sido empleados alrededor del mundo luego de la Crisis Financiera Internacional de 2008. Estas medidas tienen como objetivo reducir la especulación en contra del valor de la moneda doméstica, lo que magnifica la volatilidad del tipo de cambio sin que esté ligado a un fundamento. A continuación se presenta la experiencia internacional respecto al uso de los requerimientos de encaje a los derivados en moneda extranjera como medida macroprudencial.

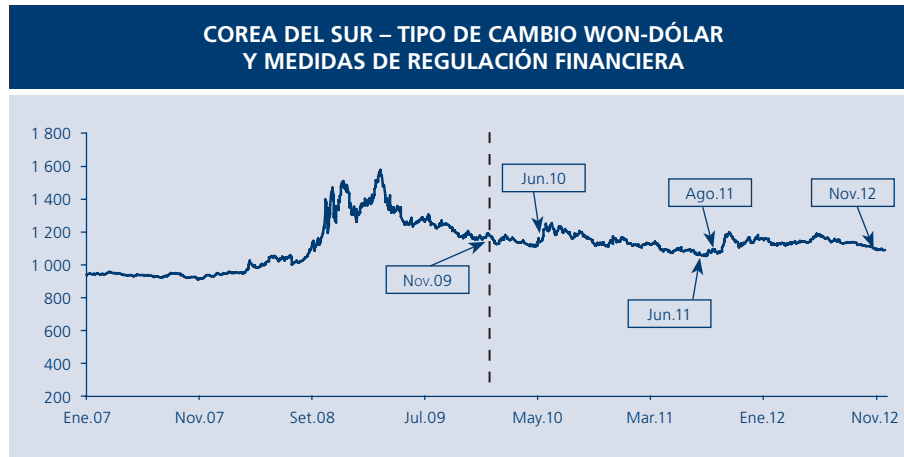
En el caso del Perú, recientemente el BCRP ha establecido un encaje a los derivados cambiarios para evitar que las sobrereacciones en este mercado afecten excesivamente al tipo de cambio. La gráfica siguiente muestra como a partir de mayo de 2014 el saldo de venta *forward* de moneda extranjera está creciendo muy por encima del saldo de compra *forward* produciendo una presión en el mercado cambiario.



Experiencia Internacional

Corea del Sur fue uno de los pioneros en aplicar este tipo de políticas macroprudenciales. Durante el periodo previo a la crisis de *Lehman Brothers*, el won se apreciaba de forma sostenida. Ante la llegada de la crisis, que derivó en una fuerte depreciación, las empresas con derivados que apostaban por la apreciación del won se vieron obligadas a recurrir al mercado spot, incrementando las presiones al alza en el tipo de cambio. En ese periodo, se estima que alrededor de 520 pequeñas y medianas empresas que compraron opciones perdieron US\$ 2 mil millones, quedando en insolvencia. Este suceso reveló la vulnerabilidad del sistema bancario surcoreano debido a que se generó una sobreexposición a deuda de corto plazo y derivados financieros en moneda extranjera. La que se reproduce a continuación muestra las políticas regulatorias de prudencia financiera de Corea del Sur que se inició en noviembre de 2009.





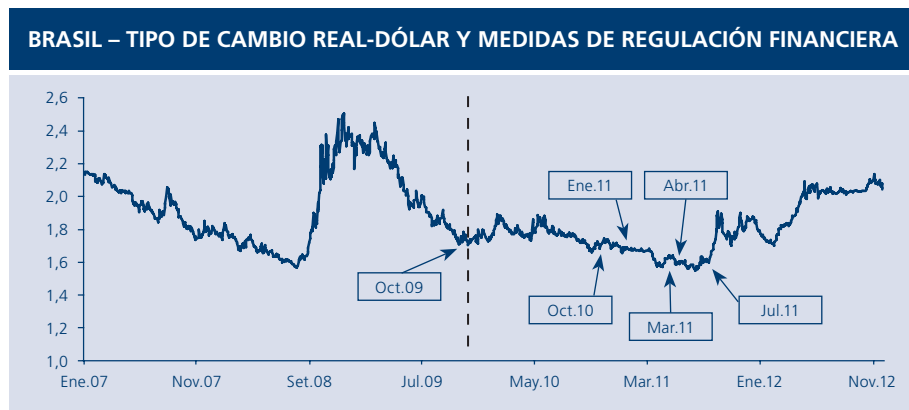
INSTRUMENTOS DE REGULACIÓN FINANCIERA POR PAÍSES

País	Año	Descripción
Corea del Sur	2009-2012	<ul style="list-style-type: none"> - Mayores requerimientos de liquidez en moneda extranjera para reducir el descalce de monedas de los bancos y mejorar la calidad de los activos líquidos. - Un límite a las empresas para contratos forward de moneda extranjera con los bancos de 125 por ciento de sus ingresos por exportaciones. - Un límite superior para los bancos locales en contratos derivados FX de no más de 50 por ciento y para sucursales de bancos foráneos de no más de 250 por ciento de su capital en el mes previo. - Reducción del límite a las empresas para contratos forward de moneda extranjera con los bancos de 125 a 100 por ciento de sus ingresos por exportaciones. - Se estipula que los préstamos en moneda extranjera de los bancos residentes debe ser cubierto al 100 por ciento con financiamiento externo a plazos mayores a un año. - Restablecimiento del 14 por ciento de impuestos a las compras por parte de no-residentes de bonos del tesoro y de estabilización monetaria, restituyendo la paridad en el tratamiento tributario con la compra de bonos por residentes. Corporaciones foráneas y agentes no-residentes están sujetos a un impuesto por mantener estos activos, pero aquellos basados en países en los que haya acuerdos de doble tributación con Corea e inversionistas oficiales están exentos. - Recaudación fiscal en obligaciones en moneda extranjera. - Endurecimiento de límites a los derivados FX de los bancos
Brasil	2009-2011	<ul style="list-style-type: none"> - Impuesto a las transacciones financieras (IOF) sobre el capital no residente y las inversiones de cartera de renta. - IOF sobre los requisitos de margen en operaciones con derivados FX. - Encaje no remunerados del 60% a las posiciones cortas de dólares de los bancos en el mercado spot FX que exceda los US\$ 3 mil millones o su base de capital. - Incremento de IOF para nuevos préstamos externos con vencimientos de hasta un año. - Posiciones largas excesivos en moneda doméstica de todos los agentes pagan un impuesto financiero de 1 por ciento.
Israel	2011	<ul style="list-style-type: none"> - Encaje de 10 por ciento para las transacciones de derivados en moneda extranjera hechas por no residentes. - Requerimiento de reporte de transacciones de derivados en moneda extranjera realizadas por residentes y no residentes. - Requerimiento de reporte para transacciones de bonos del BCI hechas por no residentes.

Fuente: Prates and Fritz (2013).

Brasil, inició un programa de medidas macroprudenciales en octubre de 2009, con el fin de frenar la apreciación del tipo de cambio. Si bien la causa principal fue la mencionada crisis financiera de 2008, también hubo factores domésticos relacionados con el crecimiento económico y las altas tasas de interés. Esto generó una fuerte entrada de capitales y con ello las presiones apreciatorias del real.

La regulación inicial fue sobre los requisitos de margen para operaciones de derivados FX pero no se pudo frenar la tendencia apreciatoria del real. Ello se debió a que los agentes privados eludieron estas medidas haciendo carry trade en derivados⁸. Luego, se aplicó un impuesto a las operaciones financieras (IOF) sobre inversiones de cartera que animó más la acumulación de posiciones largas en reales/ cortas en dólares en el mercado de derivados local. Adicionalmente, se impuso un nuevo requerimiento de encaje que no paga interés y se aplicó un IOF sobre el endeudamiento externo de corto plazo pues los bancos, empresas eludían la regulación sobre el endeudamiento externo de corto plazo. En seguida, se extendió el IOF a los préstamos a largo plazo que los agentes hacían en un contexto de exceso de liquidez y búsqueda de rentabilidad en el mercado financiero internacional.



La amplia regulación de derivados FX y el impuesto financiero a la posición larga excesiva del real brasileño en el mercado de derivados FX permitió proteger al sistema financiero ante la reversión en la tendencia en el tipo de cambio y la fuerte depreciación ocurrida a finales del año 2011 (ver gráfico previo).

Israel, la crisis financiera trajo consigo un diferencial de tasas de interés que incentivó a los capitales internacionales a ingresar a los mercados emergentes. Un indicador de ello es la proporción de bonos del Banco Central de Israel (BCI) en manos de inversionistas extranjeros en relación al total de bonos del BCI, que pasó de 1 por ciento antes de la crisis financiera global a 34 por ciento en enero de 2011. Por otro lado, las transacciones de derivados en moneda extranjera hechas por no residentes se incrementaron significativamente, principalmente por mayores compras de instrumentos de corto plazo. Con ello, la preocupación del BCI radicó en la posible pérdida de capacidad para mantener la estabilidad financiera, debido a las presiones cambiarias que podían ser generadas en un país abierto a flujos de capitales y con instituciones financieras expuestas a riesgos de moneda extranjera. El crecimiento significativo

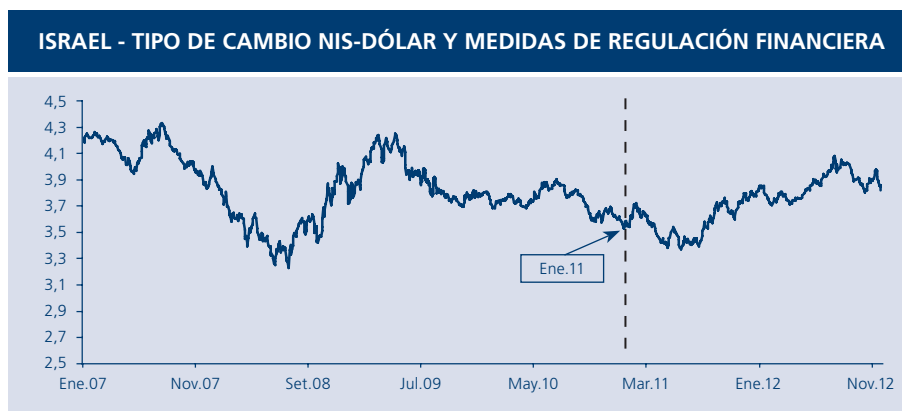
8 Fritz, B. & D. Prates, (2013). "Beyond capital controls: the regulation of foreign currency derivatives markets in South Korea and Brazil after the global financial crisis," Competence Centre on Money, Trade, Finance and Development 1307, Hochschule fuer Technik und Wirtschaft, Berlin.





de la entrada de capitales de corto plazo, con la consecuente apreciación del tipo de cambio real motivó a que en enero del 2011, como indica el siguiente gráfico, el BCI establezca las siguientes medidas macroprudenciales: (i) Encaje de 10 por ciento para las transacciones en moneda extranjera hechas por no residentes, (ii) requerimiento de reporte de transacciones de derivados en moneda extranjera realizadas por residentes y no residentes, y (iii) requerimiento de reporte para transacciones de bonos del BCI hechas por no residentes.

De esta manera, el BCI buscó desincentivar la entrada de capitales de corto plazo. Después de la implementación de estas medidas, la entrada de capitales se redujo considerablemente.



En octubre 2014, el BCI decide suspender el encaje a las operaciones FX con no residentes. Ello se debió al bajo nivel de la tasa de interés del BCI que implicaba un bajo costo efectivo del encaje. Asimismo, con las disposiciones de liquidez de Basilea III, a principios del 2015, retirar el encaje a estas operaciones evitaría la duplicación del encaje y generarían una mayor disponibilidad de activos líquidos para el sistema bancario.

Evidencia Empírica

En lo referido a medidas macroprudenciales adoptadas acerca de los encajes a derivados financieros en moneda extranjera se han realizado múltiples estudios para evaluar los efectos de estas medidas sobre las distorsiones en el tipo de cambio y su volatilidad.

Baumann y Gallagher (2013) encuentran efectos significativos de las medidas aplicadas en Corea del Sur⁹. En particular, se observa como efecto principal una reducción en la volatilidad del tipo de cambio. Por su parte, Bruno y Shin (2013) estudian el impacto de los límites a la posición de derivados, aplicados en junio de 2010 en Corea del Sur¹⁰. Los autores hallan que la sensibilidad de los flujos de capitales a Corea a las condiciones de liquidez de la banca global se redujo drásticamente luego de la aplicación de las mencionadas medidas.

9 Baumann, B. & K. Gallagher, (2013). "Post-Crisis Capital Account Regulation in South Korea and South Africa," WP 320, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.

10 Bruno, V., & Shin, H. S. (2013). Assessing Macro prudential Policies: Case of Korea (Nº. 19084). NBER.

Chamon, M., y García, M. (2013), analizan el impacto de las medidas prudenciales que Brasil adoptó a partir de 2009¹¹. Los autores hallan que dichas medidas fueron efectivas. Si bien resulta difícil aislar los efectos, se observó una caída en la liquidez en moneda extranjera (a través del cupón cambial) y un incremento en el spread ADR, que mide la diferencia en el precio de una acción que cotiza tanto en la bolsa local como en el mercado de valores americano. En este sentido, estas restricciones, permitieron la segmentación parcial del mercado financiero doméstico con respecto al mercado internacional. Adicionalmente, los autores afirman que estas medidas prudenciales también han ayudado a prevenir la formación de burbujas financieras.

Del Giudice Rodriguez, M., & Wu, T. (2013) estudian la efectividad de las medidas prudenciales de divisas (FX) en la estabilidad del tipo de cambio¹². Los autores estiman un modelo de datos de panel para el período de 2009 a 2011. Los autores encuentran que reforzar las medidas prudenciales sobre los no residentes suprime las fluctuaciones diarias del tipo de cambio a un costo de aumentar la probabilidad de crisis monetaria. Por otra parte, aligerar las medidas prudenciales sobre los residentes realmente mejora la estabilidad del tipo de cambio referente a la distribución de los tipos de cambio futuros esperados siendo menos volátil y más simétrico con colas más delgadas.

11 Chamon, Marcos, and Marcio Garcia. "Capital controls in Brazil: effective?" PUC Río, Departamento de Economía, (2013).

12 Del Giudice Rodriguez, M., & Wu, T. (2013). "The Effect of Capital Controls and Prudential FX Measures on Options -Implied Exchange Rate Stability" (Nº. 2013-20). Federal Reserve Bank of San Francisco.





Recuadro 7 ESTIMACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO

El Tipo de Cambio Real (TCR) multilateral es un precio relativo importante, que mide el costo de una canasta representativa de bienes de nuestros socios comerciales respecto al costo de una canasta similar de bienes domésticos. Así, si se observa un incremento (caída) del TCR, la canasta de bienes extranjera se vuelve relativamente más cara (barata) respecto de la canasta de bienes nacionales, lo que reflejaría un menor costo de producción en la economía doméstica y por ende una mayor competitividad de nuestros productores locales respecto de sus competidores externos.

Este precio relativo puede desviarse transitoriamente de su nivel de equilibrio de largo plazo (TCRE) por diversos motivos. Uno de ellos, es la posición cíclica de la economía respecto a la de sus socios comerciales, o cambios transitorios en la productividad doméstica versus la externa. En el primer caso, si la economía está creciendo a una tasa más alta que sus socios comerciales, el TCR se reduce, y se ubica transitoriamente por debajo de su nivel de equilibrio. Este nivel de equilibrio es un variable no observable que cambia en función de la evolución de sus determinantes fundamentales. En este recuadro se discuten los determinantes fundamentales del TCRE para Perú y su evolución reciente.

Driver y Westaway (2005) revisan diferentes metodologías que buscan aproximar el nivel de equilibrio del TCR. En este recuadro, realizaremos el análisis en base a estimaciones de la metodología *Behavioural Effective Exchange Rate* (BEER, en adelante). La metodología BEER busca relacionar el TCR y fundamentos teóricos ampliamente estudiados en la literatura a través de un ejercicio de cointegración, que es una metodología estándar de la econometría desde el trabajo seminal de Johansen y Juselius (1988).

Fundamentos del Tipo de Cambio Real

En la literatura existe cierto consenso en la elección de las variables fundamentales del TCRE sobre la base de distintos modelos teóricos (se puede ver Caputo y otros (2007) para diferentes referencias). En este artículo se consideran 5 fundamentos del TCRE para Perú: Productividad Relativa, Pasivos Externos Netos, Términos de Intercambio, Apertura Comercial y Gasto Público.

- **Productividad relativa:** una mejora en la productividad doméstica en relación a la exterior conduciría a un aumento en la demanda de trabajo y, por ende, a mayores salarios reales. Los mayores salarios conducirían a un incremento en la demanda de bienes locales que aumentaría los precios domésticos. Como resultado se daría una apreciación real.
- **Pasivos externos netos:** el efecto de este fundamento es ambiguo. Primero, un aumento de pasivos externos netos se debería a ingresos de capitales externos que implicarían mayores pagos hacia el extranjero en el futuro. Así, para no comprometer la sostenibilidad de la balanza de pagos, se precisa generar un superávit comercial lo que requiere de una depreciación real. Segundo, una entrada de capitales podría asociarse a un incremento en la productividad futura y, por tanto, a una apreciación real.
- **Términos de intercambio:** en una economía primario exportadora, un incremento en los términos de intercambio se traduce en mayores ingresos que tienden a aumentar la demanda agregada. Ello presiona al alza

el precio de los productos domésticos y, dados los precios de los bienes externos, se produce una apreciación real.

- **Apertura comercial:** el efecto de este fundamento es también ambiguo. Primero, un incremento de la apertura comercial por una reducción de aranceles genera un incremento en la demanda por bienes importables y por ende, una presión al alza sobre su precio. Dado que los precios de estos bienes se determinan en los mercados externos, se produciría una depreciación real. Segundo, puede ser que la elasticidad precio por importaciones sea baja, entonces se produciría un efecto ingreso positivo que incrementaría la demanda por bienes domésticos que inducirían a una apreciación real.
- **Gasto público:** las compras del sector público típicamente se encuentran orientadas a bienes producidos dentro del país. Así, una expansión fiscal generaría presiones de demanda por estos bienes, aumentaría su precio y tendería a apreciar la moneda.

Evolución reciente del Tipo de Cambio Real Equilibrio

Dada la incertidumbre propia de estimaciones econométricas, para calcular el impacto medio de los determinantes fundamentales en el TCRE, que se presentan en el cuadro, y con fines de robustez, se estiman varias especificaciones del modelo de TCRE.

ELASTICIDADES PROMEDIO ESTIMADAS ^{1/}	
Determinantes	Elasticidad ^{2/}
Pasivos Externos Netos / PBI	-0,04
Términos de Intercambio	-0,09
Apertura Comercial ^{3/}	-0,04
Ratio Gasto Público / PBI	-0,08
Productividad Relativa Perú/Socios ^{4/}	-0,63

1/ Promedio de Elasticidades de múltiples estimaciones posibles.
 2/ Si ocurre un incremento de 1% en un determinante, su elasticidad indica el porcentaje que se incrementaría (depreciación) o disminuiría (apreciación) el Tipo de Cambio Real de Equilibrio.
 3/ Apertura Comercial: Indicador arancelario efectivo (Impuestos a las Importaciones / Importaciones Totales). Un incremento de la apertura comercial sería una caída del indicador arancelario.
 4/ Productividad Relativa Perú/Socios: Ratio de PBI por persona empleada del Perú entre socios comerciales.

Los resultados de esta estimación muestran que la **Productividad Relativa** es el fundamento que tiene mayor impacto sobre el TCRE. Los **términos de intercambio** son igualmente importantes aunque su impacto es relativamente menor. Tal como se observa en el siguiente gráfico, el Tipo de Cambio Real se encontraba por debajo de su nivel de equilibrio durante el 2012. Sin embargo, desde el 2013, el TCR se ha incrementado convergiendo a su nivel de equilibrio. La estimación para el año 2014 muestra que el TCR está dentro de las bandas de confianza de las estimaciones realizadas.

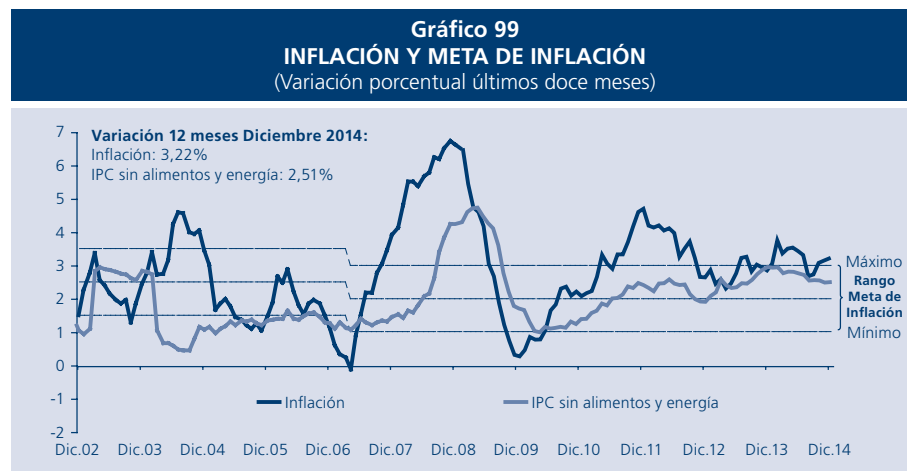




VI. Inflación

Ejecución 2014

101. El Índice de Precios al Consumidor de Lima Metropolitana (IPC) registró una variación de 3,22 por ciento en 2014. La inflación reflejó principalmente alzas en los precios de alimentos y tarifas eléctricas. El componente de alimentos y energía se incrementó en 4,08 por ciento. La inflación sin alimentos y energía, es decir descontando el impacto de estos rubros de alta volatilidad de precios, ascendió a 2,51 por ciento.



Cuadro 47
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
									Diciembre	Año
IPC	100,0	3,93	6,65	0,25	2,08	4,74	2,65	2,86	0,23	3,22
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,49	4,25	1,71	1,38	2,42	1,91	2,97	0,49	2,51
a. Bienes	21,7	1,79	3,21	2,31	1,07	2,37	1,60	2,62	0,23	2,43
b. Servicios	34,8	1,33	4,97	1,24	1,58	2,45	2,10	3,18	0,66	2,55
2. Alimentos y energía	43,6	5,91	8,58	-0,86	2,98	7,70	3,55	2,73	-0,08	4,08
a. Alimentos y bebidas	37,8	6,02	9,70	0,57	2,41	7,97	4,06	2,24	0,32	4,83
b. Combustibles y electricidad	5,7	5,21	1,65	-10,40	6,80	6,01	0,22	6,09	-2,81	-0,85
Combustibles	2,8	6,45	-0,04	-12,66	12,21	7,54	-1,48	5,95	-5,46	-5,59
Electricidad	2,9	1,92	6,31	-4,56	1,36	4,30	2,19	6,23	-0,02	4,37

Cuadro 48 INFLACIÓN (Contribuciones ponderadas)										
	Peso	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
									Diciembre	Año
IPC	100,0	3,93	6,65	0,25	2,08	4,74	2,65	2,86	0,23	3,22
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	0,67	1,88	0,74	0,78	1,36	1,05	1,62	0,27	1,37
a. Bienes	21,7	0,35	0,62	0,43	0,23	0,51	0,34	0,54	0,05	0,50
b. Servicios	34,8	0,34	1,24	0,30	0,55	0,85	0,71	1,08	0,22	0,87
2. Alimentos y energía	43,6	3,24	4,80	-0,49	1,30	3,38	1,60	1,24	-0,04	1,86
a. Alimentos y bebidas	37,8	2,84	4,67	0,28	0,91	3,03	1,59	0,89	0,13	1,91
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,40	0,13	-0,77	0,38	0,35	0,01	0,35	-0,17	-0,05
Combustibles	2,8	0,36	0,00	-0,68	0,34	0,23	-0,05	0,18	-0,17	-0,18
Electricidad	2,9	0,04	0,13	-0,09	0,04	0,12	0,06	0,17	0,00	0,12

102. En el año los rubros que en mayor medida contribuyeron a la inflación fueron comidas fuera del hogar, matrículas y pensión de enseñanza, carne de pollo, pasaje urbano y electricidad.

Cuadro 49 RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: 2014							
Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	4,7	0,60	Gasolina y lubricantes	1,3	-12,5	-0,20
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,6	0,43	Papa	0,9	-4,0	-0,04
Carne de pollo	3,0	8,7	0,25	Tomate	0,2	-15,0	-0,03
Pasaje urbano	8,5	2,3	0,20	Teléfonos	2,9	-1,0	-0,02
Electricidad	2,9	4,4	0,12	Servicio de internet	0,8	-2,2	-0,02
Compra de vehículos	1,6	7,3	0,11	Refrescos fluidos	0,2	-5,6	-0,01
Cítricos	0,5	13,0	0,09	Camote	0,1	-10,1	-0,01
Artículos del cuidado personal	4,9	1,8	0,09	Aceites	0,5	-1,0	-0,01
Cebolla	0,4	34,1	0,08	Otros cereales	0,1	-6,3	-0,01
Huevos	0,6	14,1	0,07	Seguros diversos	0,3	-0,6	0,00
Total			2,04	Total			-0,35

103. Durante el año 2014 las anomalías climatológicas, propias de un Fenómeno de El Niño débil, afectaron la oferta y las expectativas sobre la evolución del precio de los alimentos.

En la agricultura, las condiciones térmicas más cálidas y la menor disponibilidad de agua, impactaron negativamente en el desarrollo vegetativo de algunos cultivos y retrasaron las decisiones de siembra. En la pesca, el arribo de ondas Kelvin a lo largo del año, predominantemente cálidas, alteraron la disponibilidad de especies marinas, lo que a su vez impactó en los precios de productos sustitutos como carne de pollo y huevos.

El rubro con mayor contribución ponderada a la inflación fue el de **comidas fuera del hogar** (4,7 por ciento), que explica 0,6 puntos porcentuales de la inflación. La





variación en el año fue similar al de los alimentos y bebidas dentro del hogar (4,9 por ciento).

El precio de la **carne de pollo** aumentó 8,7 por ciento debido al encarecimiento del precio del maíz amarillo importado, principal componente del costo de producción. La variación en moneda nacional de este insumo fue aproximadamente 25 por ciento con respecto a diciembre de 2013. Otro factor que contribuyó al alza del precio del pollo fue el irregular abastecimiento de pescado, su principal sustituto, afectado por condiciones climáticas variables y oleajes anómalos. Este resultado se dio en un contexto de mayor abastecimiento de carne de pollo. Las colocaciones de pollos bebé correspondientes a la oferta durante el año 2014 aumentaron 4 por ciento con respecto al año anterior.

El precio de los **cítricos** aumentó en promedio 13,0 por ciento, con picos en los meses de octubre (21,4 por ciento) y noviembre (13,1 por ciento). En octubre la mayor alza se registró en el precio del limón (48,3 por ciento), reflejando el incremento del precio en el canal mayorista (95,3 por ciento del limón en cajón). Ello por irregularidad del abastecimiento procedente de Piura, región afectada por una mayor temperatura. En noviembre el mayor aumento de precios se registró en mandarina (18,6 por ciento) debido al término de la cosecha de algunas variedades en los valles de Lima.

El precio de la **cebolla** se incrementó en 34,1 por ciento registrándose las mayores alzas en los meses de marzo (39,2 por ciento) y abril (34,8 por ciento) asociadas a los menores rendimientos, debido a las menores lluvias en las partes altas de la región de Arequipa. Asimismo, las siembras en esa región cayeron 11 por ciento en la campaña agosto-febrero con respecto a la campaña anterior. A partir de junio, las cosechas de Camaná y la participación de Piura contribuyeron a mejorar la oferta. En los meses siguientes los precios presentaron variaciones negativas ante la mayor producción de los valles de Arequipa y Caylloma.

El precio de los **huevos** presentó un alza de 14,1 por ciento, observándose el mayor incremento en el mes de marzo (12,7 por ciento), ante la mayor demanda del producto al inicio del año escolar. A este resultado también contribuyó el menor precio relativo del huevo en comparación del resto de alimentos con alto contenido proteico. Entre enero y noviembre la producción nacional de huevos aumentó 2,2 por ciento con respecto al mismo período del año anterior.

Entre los alimentos que registraron caídas en los precios destacó la **papa** (-4,0 por ciento). En los meses de enero (-3,0 por ciento) y febrero (-2,3 por ciento) la disminución de los precios estuvo asociado a las mayores siembras en Huánuco y Lima (incremento de 4,2 y 17,0 por ciento, en el período julio-noviembre con respecto al mismo período del año anterior, respectivamente). En los siguientes meses el precio se incrementó debido a las menores siembras en la región centro (-6,7 por ciento en el período octubre-febrero con respecto al mismo período

de la campaña anterior) situación que se revirtió a partir de julio por mejora del abastecimiento proveniente tanto de la costa como de Junín y Ayacucho. En estas regiones se observaron condiciones climáticas favorables (temperaturas de normales a cálidas al final del proceso de maduración). No obstante, el año cerró con un alza de 4,6 por ciento en lo que influyó las menores siembras en Lima (-35,3 por ciento en el período junio-octubre con respecto al mismo período del año anterior) ante el temor de los agricultores de que las condiciones más cálidas afectaran el rendimiento del producto.

En el caso del **tomate** (-15,0 por ciento) en los primeros meses del año el impacto de las menores siembras en Lima (-10 por ciento en el período diciembre-marzo con respecto al mismo período de la campaña anterior) afectó el abastecimiento del producto, situación que mejoró a partir de agosto con el ingreso del producto procedente de Ica, Arequipa, Lambayeque y La Libertad. En noviembre se observó una recuperación del abastecimiento procedente de los valles de Lima a lo que contribuyó la mejora del clima y la mayor área sembrada (21 por ciento en el período mayo setiembre con respecto a la campaña anterior).

Cuadro 50
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN

Rubro	Peso	2013		2014	
		Var. %	Contr. pond.	Var. %	Contr. pond.
INFLACIÓN	100,0	2,9	2,86	3,2	3,22
Alimentos dentro del hogar	26,1	0,4	0,23	5,2	1,30
<i>Del cual</i>					
Carne de pollo	3,0	-3,6	-0,11	8,7	0,25
Cítricos	0,5	10,2	0,07	13,0	0,09
Cebolla	0,4	-24,4	-0,08	34,1	0,08
Otras frutas frescas	0,4	-1,2	-0,01	14,8	0,06
Papaya	0,2	-15,3	-0,03	35,5	0,06
Zanahoria	0,1	-10,5	-0,01	36,8	0,04
Zapallo	0,1	-11,6	-0,01	25,0	0,02
Comidas fuera del hogar	11,7	5,2	0,66	4,7	0,60
Combustibles, pasaje urbano y electricidad	14,3	4,6	0,65	1,0	0,15
Combustibles	2,8	6,0	0,18	-5,6	-0,18
Pasaje urbano	8,5	3,5	0,30	2,3	0,20
Electricidad	2,9	6,2	0,17	4,4	0,12
Asociados al tipo de cambio	4,5	6,5	0,25	4,3	0,18
Compra de vehículos	1,6	8,7	0,12	7,3	0,11
Alquiler de vivienda	2,4	3,5	0,07	2,6	0,06
Pasaje de avión	0,4	15,4	0,05	2,2	0,01
Gira turística	0,0	7,1	0,00	8,8	0,00
Educación	9,9	4,6	0,47	4,3	0,44
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,9	0,45	4,6	0,43
Enseñanza en áreas diversas	0,3	0,0	0,00	0,0	0,00
Textos y útiles escolares	0,7	2,6	0,02	1,3	0,01
Resto	33,5	1,9	0,60	1,7	0,55





104. El rubro **matrículas y pensión de enseñanza** aumentó 4,6 por ciento, principalmente por el reajuste en marzo (3,8 por ciento), mes en el que comienzan las clases escolares. En el resto del año se registraron alzas en las pensiones de universidades e institutos superiores.

El **pasaje urbano** se incrementó 2,3 por ciento, destacando el alza en el pasaje en auto - colectivo (13,7 por ciento) y pasaje en taxi (4,7 por ciento) principalmente por el alza estacional del mes de diciembre.

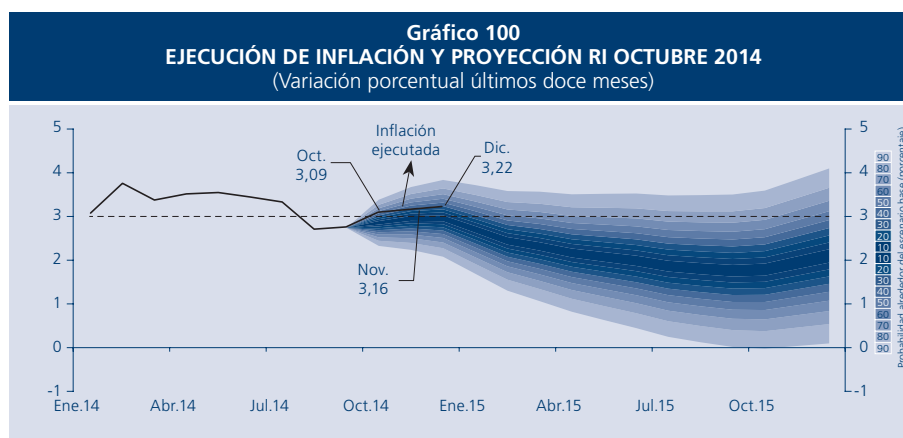
Las **tarifas eléctricas** aumentaron 4,4 por ciento. Las alzas en febrero (5,1 por ciento) y abril (2,2 por ciento) se explicaron por la incorporación de nuevas líneas de transmisión y la actualización de los costos de generación en los contratos licitados. El reajuste de octubre reflejó principalmente la actualización de los precios de generación y distribución. En el reajuste de octubre, Osinergmin consideró la variación de los siguientes componentes con respecto a setiembre: tipo de cambio (1,7 por ciento), IPM (0,3 por ciento) y precio del aluminio (0,9 por ciento).

El rubro **compra de vehículos** se incrementó 7,3 por ciento, reflejando el alza del tipo de cambio (6,4 por ciento). En 2013 este rubro aumentó 8,7 por ciento, frente a una depreciación del sol de 8,5 por ciento.

El precio de la **gasolina** cayó 12,5 por ciento, reflejando la caída de los precios ex-planta (-18 por ciento) y del petróleo WTI, que tuvo una disminución de 36,6 por ciento en los últimos tres meses y de 39,6 por ciento en 2014.

VII. Política Monetaria y proyección de inflación

105. Las acciones de política monetaria del BCRP responden a las proyecciones de la inflación y sus determinantes elaboradas con la información macroeconómica disponibles al momento de la toma de decisiones. Estas proyecciones se presentan junto con un intervalo de confianza, el cual cuantifica la incertidumbre asociada a las proyecciones. Entre los determinantes de la inflación destacan la evolución de las expectativas de inflación, la inflación importada y las presiones inflacionarias de demanda que se cuantifican a través del concepto de brecha de producto. Cabe mencionar que la brecha producto es la diferencia entre el PBI y su nivel potencial. Este indicador anticipa la evolución de la inflación por demanda y por ende es un indicador que permite ajustar la posición de política monetaria de manera oportuna. Así, cuando el PBI se ubica por debajo de su valor potencial, se observa un valor negativo de dicha brecha lo que hace más probable la necesidad de una flexibilización en la política monetaria.
106. En este contexto, en el Reporte de Inflación (RI) de octubre la proyección de inflación para 2014 fue de 3,0 por ciento anual, menor a la ejecutada de 3,2 por ciento. Esta diferencia se explicó por una mayor inflación importada, producto de una depreciación nominal mayor a la esperada, lo que fue compensado parcialmente por una brecha del producto más negativa y precios externos menores a los proyectados, en especial petróleo.



107. Para fines de 2015 y 2016 se espera que la inflación anual se ubique alrededor de 2,0 por ciento. Esta reducción en la inflación estará influenciada por menores

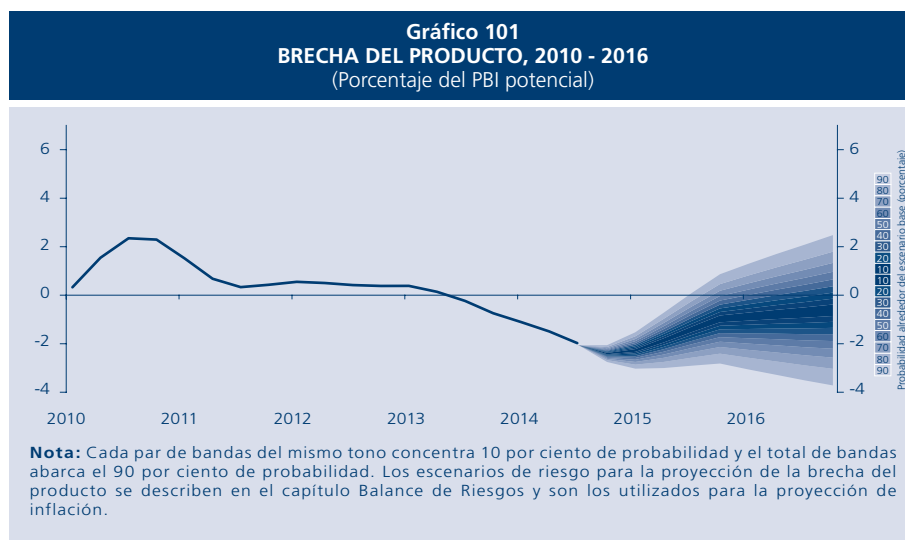




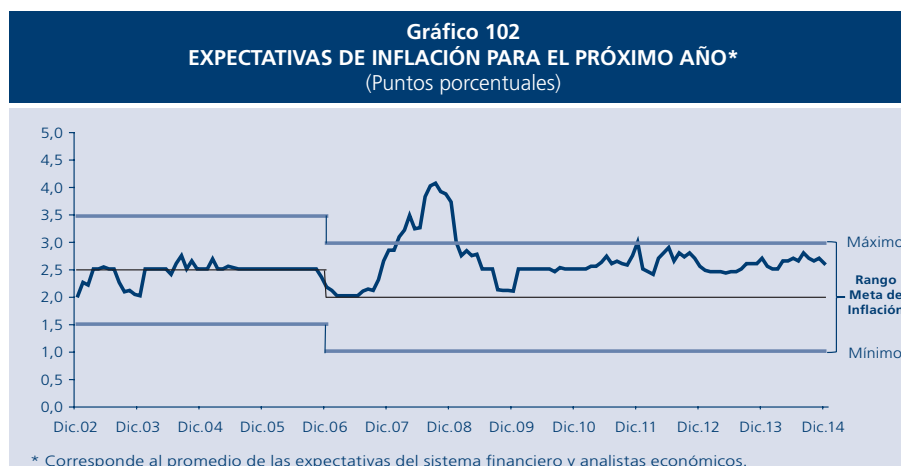
expectativas de inflación, inflación importada moderada, en la que el efecto traspaso de tipo de cambio se compensa con menores precios de combustibles y una brecha producto que se recupera gradualmente.

Los detalles de estos determinantes de la proyección de inflación se discuten a continuación:

- La **brecha producto** se ha mantenido negativa en 2014 y se prevé que se recupere gradualmente, aunque a un menor ritmo que el contemplado en el Reporte de Inflación de Octubre, por el efecto de menores términos de intercambio. Así, para este reporte, con nueva información a diciembre 2014, se estima el rango de la brecha producto para el cuarto trimestre entre -2,6 y -2,2 por ciento al 70 por ciento de confianza (en el RI de octubre se encontraba dentro del rango de -2,5 a -1,6 por ciento). También se toma en cuenta el efecto de las condiciones monetarias en dólares menos expansivas. Los factores que incidirán positivamente en la brecha producto durante 2015 son condiciones monetarias en soles expansivas y un mayor impulso fiscal que el observado en 2014 que se espera favorezcan una recuperación gradual en la confianza empresarial.



- Las **expectativas de inflación** se revisan ligeramente a la baja. La Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP muestra que las expectativas se encuentran dentro del rango meta, y se proyecta una reducción gradual a 2 por ciento en el horizonte 2015-2016. En este contexto una posición adecuada de política monetaria contribuye a mantener las expectativas inflacionarias dentro del rango meta.



- La **inflación importada** que recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. Con relación a los **precios internacionales**, se proyecta que la tendencia a la baja se mantiene en el precio de los *commodities*, compensada por el impacto de la dinámica reciente del tipo de cambio. En particular se prevé una mayor reducción de los precios de los combustibles domésticos que el contemplado en el RI de Octubre.

La encuesta de expectativas de tipo de cambio muestra que todos los agentes económicos esperan una depreciación moderada del Nuevo Sol para este año y el próximo. En el caso del sistema financiero, estos agentes incrementaron sus expectativas de depreciación para el cierre de 2015, con un incremento en el tipo de cambio de S/. 2,90 por dólar en octubre (Reporte de Inflación de octubre) a S/. 3,10 por dólar a fines de diciembre (actual Reporte de Inflación).

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

		RI Dic.13	RI Jul.14	RI Oct.14	RI Ene.15*
SISTEMA FINANCIERO					
	2014	2,79	2,83	2,89	2,98
	2015	2,83	2,88	2,90	3,10
	2016	2,85	2,90	2,95	3,15
ANALISTAS ECONÓMICOS					
	2014	2,79	2,84	2,90	2,98
	2015	2,87	2,88	2,95	3,10
	2016	2,90	2,90	2,95	3,15
EMPRESAS NO FINANCIERAS					
	2014	2,80	2,80	2,85	2,96
	2015	2,85	2,85	2,90	3,00
	2016	2,86	2,90	2,90	3,10
PROMEDIO					
	2014	2,79	2,82	2,88	2,97
	2015	2,85	2,87	2,92	3,07
	2016		2,90	2,93	3,13

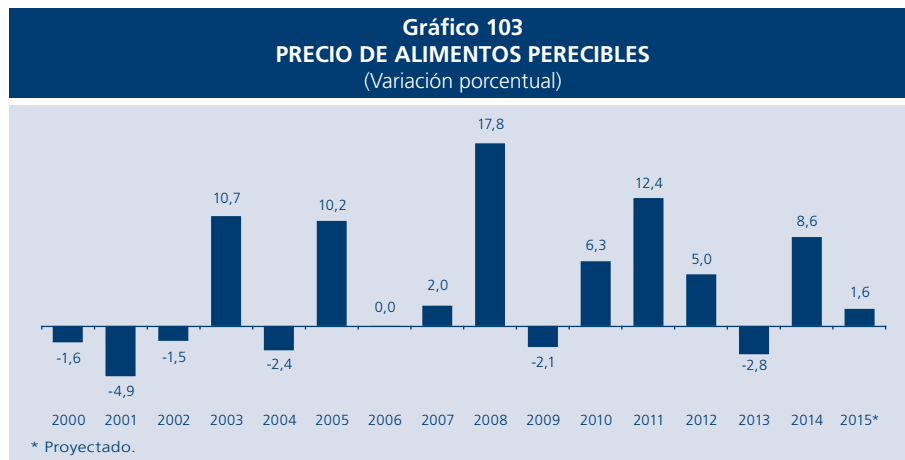
* Encuesta realizada durante la segunda quincena de diciembre de 2014.
RI: Reporte de Inflación.





- Los **choques de oferta** que afectan a la inflación a través de su impacto en alimentos y energía. Así, se estima que el aumento promedio de los **precios de alimentos y energía** sería de 2,0 por ciento en 2015, explicado principalmente por la evolución de los precios de energía (-1,3 por ciento), que incluye combustibles y tarifas de electricidad, en tanto que el precio de los alimentos aumentaría 2,5 por ciento. En el horizonte de proyección del escenario base no se prevé choques de oferta adicionales por lo que se estima que esta converja a 2 por ciento.

La inflación sin alimentos y energía se ubicaría en 1,9 por ciento. Los precios de los alimentos agrícolas perecibles aumentarían 1,6 por ciento, variación menor a la del año anterior por reversión de choques internos.



108. La evolución de la **brecha producto** está determinada por la evolución de condiciones externas, la posición de política monetaria, el impulso fiscal y la confianza de los agentes económicos en la marcha de la economía. En 2014 los factores que incidieron negativamente en la brecha producto fueron externos, principalmente caída de los términos de intercambio, un menor crecimiento de nuestros socios comerciales y condiciones monetarias en dólares menos expansivas.

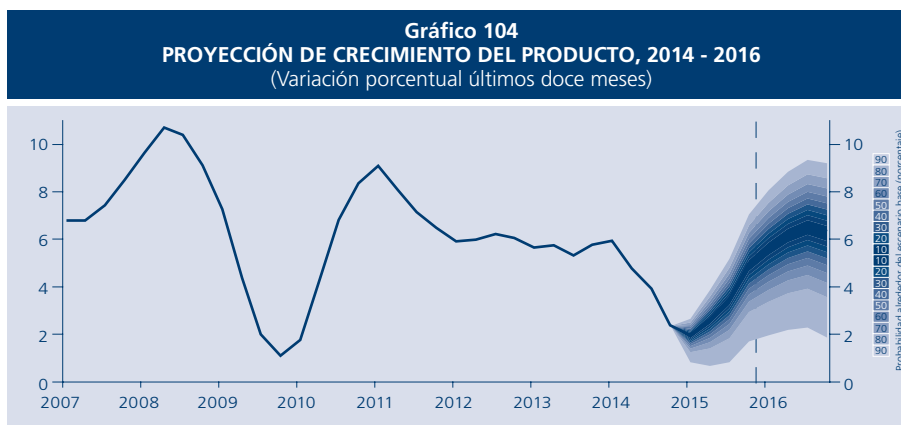
En el horizonte de proyección 2015-2016 se estima una gradual reversión de la brecha producto. Los principales determinantes de esta proyección de brecha son:

- **Confianza empresarial:** se prevé una mayor confianza empresarial sustentada en la recuperación de la actividad económica y la ejecución de obras y proyectos de inversión; así como de las reformas avanzadas para elevar la eficiencia de la economía.
- **Condiciones externas:** se prevé una recuperación del crecimiento mundial liderado por un mayor dinamismo de la economía de los Estados Unidos,

aunque se mantiene perspectivas de un crecimiento débil para la Eurozona y las economías emergentes. Asimismo, en línea con la evolución reciente de las materias primas se toma en cuenta términos de intercambio más bajos que los contemplados en el RI de Octubre.

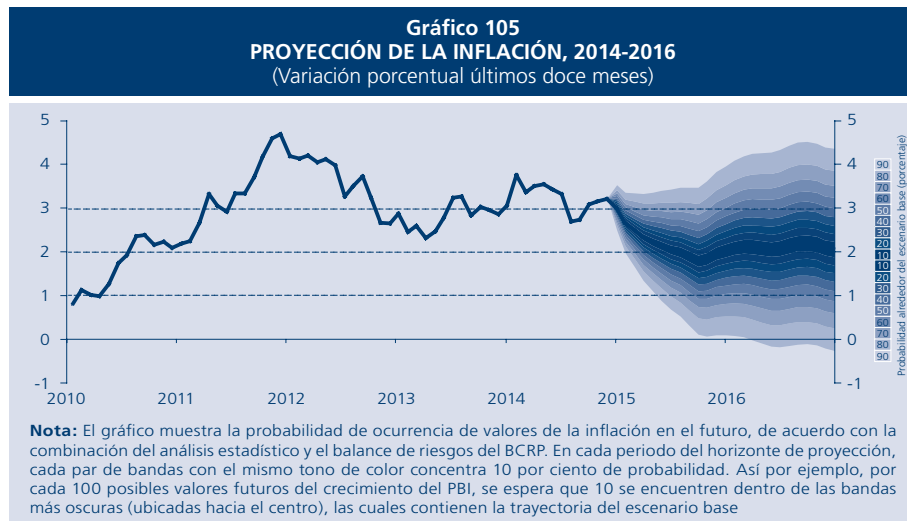
- **Impulso fiscal:** el impulso fiscal estimado para el presente año sería de 1,4 por ciento del PBI (en contraste con 0,3 por ciento del PBI en el Reporte de Inflación de Octubre) debido principalmente al impacto de las medidas de estímulo fiscal aprobadas por el gobierno.
- **Condiciones monetarias:** Las condiciones monetarias en soles se mantienen como uno de los factores que contribuyen positivamente al nivel de la brecha del producto, reflejando el impacto de las decisiones tomadas recientemente por el Banco Central de Reserva. Por otra parte, se espera hacia 2015 una contracción en las condiciones monetarias en dólares, producto del retiro del programa de estímulos monetarios de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el inicio de una sucesión de incrementos anticipados en su tasa de política monetaria.

109. La proyección de crecimiento económico para el horizonte 2015-2016 (4,8 y 6,0 por ciento) es consistente con un crecimiento del PBI potencial de alrededor de 5,0 por ciento y la reversión de la brecha producto.

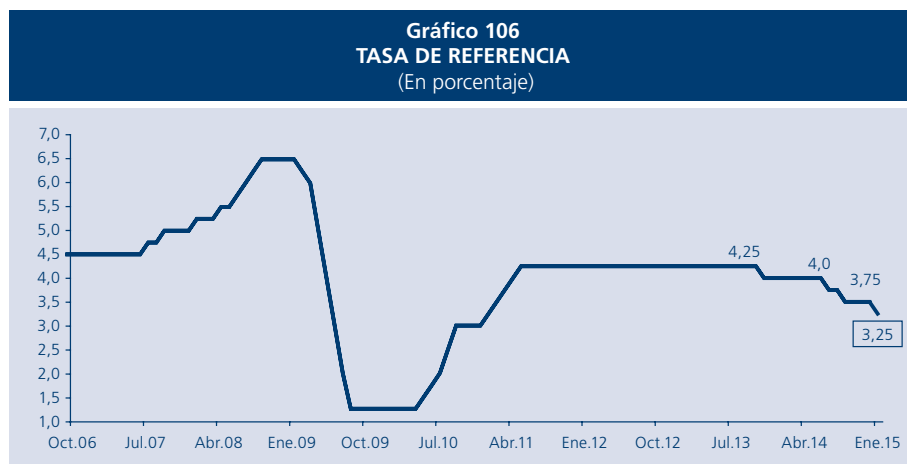


110. Los riesgos al alza en la proyección de inflación han disminuido desde el último Reporte de Inflación. La brecha del producto continúa mostrando ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda y los factores de oferta continuaron moderándose. Por otro lado, la caída reciente de los precios internacionales del petróleo compensa el efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación. Todos estos factores han acentuado el sesgo a la baja en la proyección de inflación.





111. En este contexto, el Directorio acordó reducir la tasa de interés de referencia a 3,25 por ciento en enero y destacó que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para adoptar las medidas adicionales de flexibilización en su posición de política monetaria.



VIII. Balance de riesgos

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

Balance de riesgos en el horizonte 2015 - 2016

113. Para el caso del crecimiento del PBI, el balance de riesgos es a la baja. Es decir, se considera que la probabilidad de que el crecimiento del PBI se desvíe por debajo de la proyección del escenario base es mayor que la probabilidad de que se desvíe por encima.

El escenario de riesgos de origen interno considera los posibles retrasos en los procesos de inversión, especialmente en el sector minero e infraestructura, lo que podría afectar negativamente la inversión privada y con ello la confianza empresarial.

Con respecto a riesgos de origen externo, destaca el escenario de deflación en la Eurozona que conlleve a una larga recesión (similar a la observada en Japón). Las señales recientes apuntan a la moderación del crecimiento de las economías emergentes.

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

a. Menor crecimiento mundial.

El escenario base considera una recuperación más lenta de la economía mundial en el período 2015-2016, respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación de octubre. Sin embargo, si dicha recuperación se postergara más, y los términos de intercambio siguen deteriorándose, se esperaría un menor impulso externo que se traduciría en una mayor reducción de la brecha del producto y menor tasa de inflación.





b. Desaceleración de la demanda interna.

La actividad económica podría demorarse en su recuperación si es que se produce un aplazamiento en la ejecución de proyectos de inversión tanto públicos como privados, lo que incidiría en una brecha producto más negativa y por tanto en una menor inflación en el horizonte de proyección.

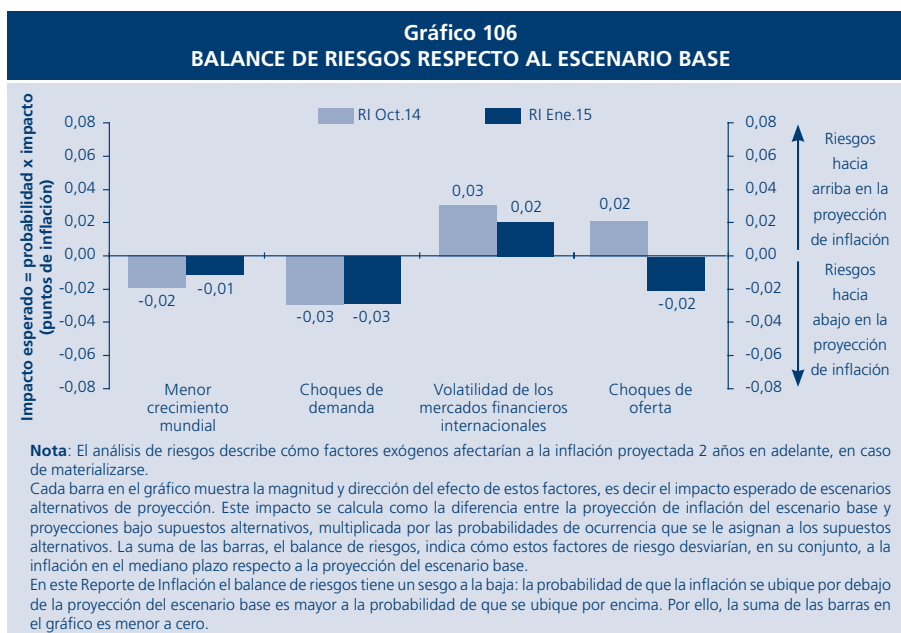
c. Volatilidad de los mercados financieros internacionales.

Este riesgo podría materializarse si el retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos generara una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. En tal caso, se podrían generar salidas de capitales desde los países emergentes, presionando al alza los tipos de cambio de las economías emergentes.

d. Choques de oferta.

Las bajas cotizaciones internacionales del petróleo podrían tener un efecto mayor en la inflación a la baja de no observarse una recuperación en los precios internacionales de petróleo en la segunda mitad del año.

115. El balance de los riesgos antes mencionados genera un **sesgo a la baja** en la proyección de la inflación. Ello contrasta con el sesgo neutral del Reporte de Inflación de Octubre. Esta revisión se explica principalmente por el mayor riesgo a la baja en las cotizaciones de los precios de petróleo que contempla este Reporte de Inflación.



Conclusiones

116. Se mantiene la previsión que la inflación continuaría reduciéndose en los próximos meses hasta alcanzar la tasa de 2 por ciento en el horizonte de proyección 2015-2016; lo que es consistente con menores expectativas de inflación, menores choques de oferta y una brecha de producto negativa que se va cerrando gradualmente en el horizonte de proyección 2015-2016.

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



BANCO DE RESERVA DEL PERU
PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

[Handwritten signatures and names, including 'E. J. Romero' and others, are visible at the bottom of the note.]