



# REPORTE DE INFLACIÓN

*Diciembre 2016*

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

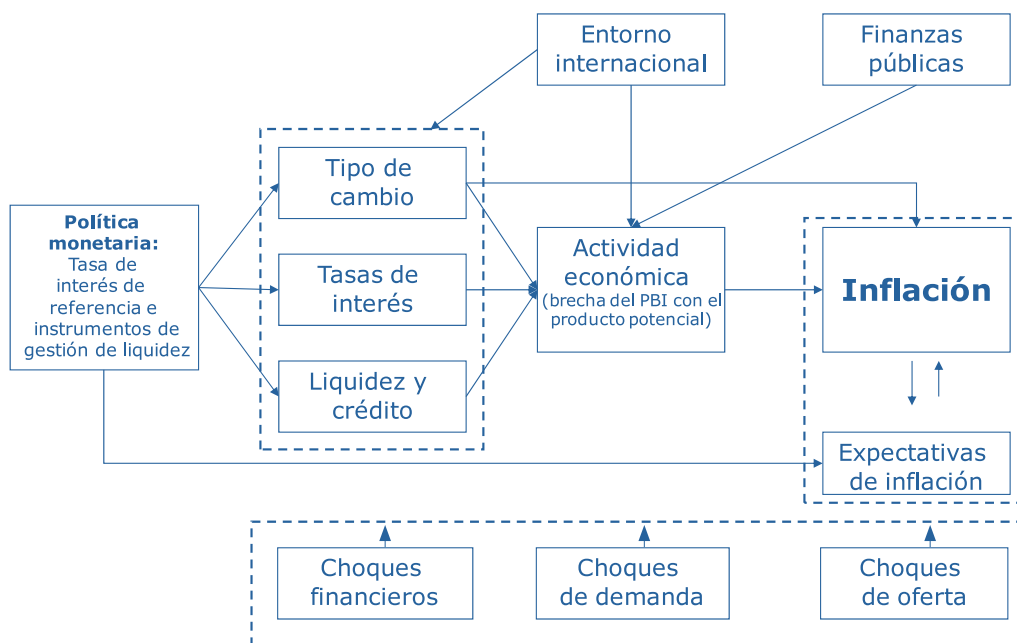


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018

*Diciembre 2016*



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

REPORTE DE INFLACIÓN  
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta  
*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018

Diciembre 2016

### CONTENIDO

	Pág.
Prólogo .....	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
- Términos de intercambio.....	20
II. Balanza de pagos .....	31
- Cuenta corriente .....	31
- Balanza comercial .....	33
- Financiamiento externo.....	34
III. Actividad económica .....	40
- PBI sectorial .....	40
- PBI gasto.....	44
IV. Finanzas públicas.....	57
- Ingresos fiscales .....	60
- Evolución del gasto público.....	62
- Deuda pública.....	63
V. Política monetaria y mercados financieros.....	65
- Acciones de política monetaria.....	65
- Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	78
- Mercado de capitales.....	83
VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos .....	86
- Proyección 2017-2018 .....	91
- Balance de riesgos en el horizonte 2017 - 2018 .....	95

### RECUADROS

1. Confianza empresarial e inversión privada en el Perú .....	53
2. Contenido informativo de brechas productos sectoriales sobre la inflación futura.....	97

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al tercer trimestre de 2016 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno, a octubre de cuentas monetarias, y a noviembre de 2016 de las operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.



## Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue el esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación contempla un rango entre 1,0 por ciento y 3,0 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de inflación y de sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente la oferta de bienes y servicios, como es el caso de los originados en bienes importados o en factores climáticos internos. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito de retornar y mantener a las expectativas de inflación dentro del rango meta.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria, se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales en un periodo de entrada de capitales externos o altos precios de productos de exportación, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un elevado porcentaje de dolarización financiera. El BCRP maneja además otros instrumentos de política monetaria, con los que puede afectar de manera más directa a los volúmenes y composición del crédito, como los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera, y así evitar excesos o restricciones en la evolución del crédito.
- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 7 de diciembre de 2016.





## Resumen

- i. La economía mundial ha continuado recuperándose en el tercer trimestre, con lo que el **crecimiento mundial** pasaría de 3,0 por ciento en 2016 a 3,4 y 3,5 por ciento para los años 2017 y 2018, respectivamente.
- ii. Los precios de los *commodities* se han incrementado recientemente, en parte por las expectativas de un mayor gasto en infraestructura en Estados Unidos en el caso de los metales básicos, y por el incremento de las posiciones especulativas. Adicionalmente, el acuerdo reciente de la OPEP y de otros países productores de petróleo para reducir la producción de crudo también ha influido en el alza de los *commodities*. En línea con estos desarrollos, se proyecta que los **términos de intercambio** aumentarían 3,9 por ciento en 2017, tasa superior a la estimada en el Reporte de Inflación de setiembre (1,0 por ciento), para luego reducirse parcialmente (1,6 por ciento) en 2018.
- iii. En los nueve primeros meses de 2016, el déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** bajó de 5,3 por ciento del PBI en igual periodo de 2015 a 3,6 por ciento, principalmente por menores importaciones y por mayores exportaciones de cobre. Se proyecta que el déficit en cuenta corriente disminuiría a 2,8 por ciento del PBI en 2017 y 2018, debido al incremento de las exportaciones mineras y la recuperación reciente de los precios de exportación. Se estima que el financiamiento de largo plazo de fuentes privadas continuará excediendo la brecha de la cuenta corriente, siendo el principal componente la inversión directa extranjera.
- iv. La **balanza comercial** pasaría de un déficit de US\$ 3,2 mil millones en 2015 a un superávit de US\$ 0,6 mil millones en 2016. En los próximos dos años, el superávit comercial continuaría elevándose (a niveles de más de US\$ 2 mil millones por año) por el crecimiento de las exportaciones, tanto por mayores volúmenes como por mayores precios de *commodities*.
- v. La tasa de **crecimiento del PBI** ha venido aproximándose a su ritmo potencial, registrándose en el periodo enero-setiembre un crecimiento de 4,2 por ciento, asociado principalmente al dinamismo de las exportaciones tradicionales. En contraste, la inversión del sector privado continuó mostrando una retracción en el periodo enero-setiembre (-6,2 por ciento), en particular la inversión minera (-45,0 por ciento). Las encuestas de confianza empresarial continuaron mostrando expectativas empresariales favorables en un contexto de implementación de medidas de desregulación de la economía.

El crecimiento del PBI observado a lo largo del año se explica principalmente por la minería metálica, impulsada por la producción de cobre de Las Bambas y Cerro







Verde. Con ello, el crecimiento del PBI se aceleraría entre 2015 y 2016, de 3,3 a 4,0 por ciento, tasa igual a la prevista en el Reporte de setiembre, aunque con cambios en la composición (mayores exportaciones y menor inversión y gasto público). El crecimiento proyectado del PBI para el periodo 2016-2018 es consistente con una tendencia gradual de reducción de la brecha del producto, de manera que la actividad va alcanzando su nivel potencial. Para 2016, el crecimiento del PBI se proyecta en 4,0 por ciento y para 2017 y 2018 en 4,3 y 4,2 por ciento, respectivamente, tendencia que viene sostenida por el dinamismo de la inversión privada que comenzaría a recuperarse los siguientes dos años con tasas de 5 por ciento.

- vi. El **déficit fiscal** disminuyó en los últimos meses en el contexto de las medidas fiscales adoptadas por el gobierno para alcanzar una trayectoria decreciente del déficit fiscal desde 2016. Así, el déficit fiscal acumulado en los últimos doce meses pasó de 3,4 por ciento del PBI en setiembre a 3,1 por ciento del PBI en noviembre. En consecuencia, se ha mantenido la proyección de déficit del Reporte de setiembre de 3,0 por ciento del PBI. Para los próximos dos años, se proyecta un déficit fiscal que decrece de manera gradual hasta alcanzar 2,5 por ciento del PBI en 2017 y 2,3 por ciento del PBI en 2018, trayectoria consistente con las previsiones del Marco Macroeconómico Multianual Revisado vigente.
- vii. El **crédito al sector privado** creció 4,9 por ciento interanual en octubre, tasa menor a la registrada al cierre de 2015 (9,4 por ciento). La moderación del crédito obedece al menor dinamismo de la inversión privada. Para el horizonte de proyección 2017 - 2018, se prevé nuevamente que el crecimiento del crédito al sector privado se encuentre cercano al del ritmo de crecimiento del PBI nominal, siendo los créditos en moneda nacional los de mayor dinamismo.
- viii. En los últimos meses la **inflación** se ha ubicado por encima del nivel superior del rango meta, reflejando los aumentos de los precios de algunos alimentos perecibles y combustibles. Las expectativas de inflación a doce meses se mantienen dentro del rango meta. En este contexto, el Directorio mantuvo **la tasa de interés de referencia** en 4,25 por ciento y reiteró que se encuentra atento a la proyección de la inflación y de sus determinantes para considerar ajustes en la tasa de referencia.
- ix. Bajo este contexto, se proyecta que la **inflación** converja hacia 2 por ciento durante el horizonte comprendido entre 2017 y 2018, aunque a un ritmo más lento al previsto en el Reporte de Inflación de setiembre. Este cambio en el ritmo de convergencia de la inflación refleja principalmente aumentos inesperados en los precios de alimentos y energía en los últimos dos meses, y por ende, expectativas de inflación que han disminuido más lentamente. La convergencia de la inflación es consistente con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda, la caída de las expectativas de inflación durante el horizonte de proyección y la ausencia de nuevos choques de oferta sobre los precios.

- x. Los factores de riesgo considerados en este Reporte (choques de oferta, choques de demanda, mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y menor crecimiento mundial) tienen un **balance neutral** sobre la proyección de la inflación, de manera que el impacto de factores al alza sobre la inflación es igual al de los que implican una caída en los precios.





## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2015	2016 <sup>1/</sup>		2017 <sup>1/</sup>		2018 <sup>1/</sup>	
		RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>Var. % real</b>							
1. Producto bruto interno	3,3	4,0	4,0	4,5	4,3	4,2	4,2
2. Demanda interna	3,0	1,8	1,3	4,0	4,0	4,0	4,0
a. Consumo privado	3,4	3,5	3,5	3,8	3,5	4,0	4,0
b. Consumo público	9,5	5,7	3,0	3,0	4,2	3,5	2,2
c. Inversión privada fija	-4,5	-4,3	-5,5	5,0	5,0	5,0	5,0
d. Inversión pública	-7,5	10,3	0,1	4,5	7,4	6,2	4,5
3. Exportaciones de bienes y servicios	3,5	6,9	8,6	5,5	4,7	4,6	4,6
4. Importaciones de bienes y servicios	2,1	-1,7	-2,1	3,6	3,6	3,7	3,7
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	3,1	2,7	2,8	3,1	3,1	3,2	3,2
<b>Nota:</b>							
Brecha del producto <sup>2/</sup> (%)	-1,5 ; -0,5	-1,5 ; 0,0	-1,5 ; 0,0	-1,0 ; 0,0	-1,0 ; 0,0	-0,5 ; 0,0	-0,5 ; 0,0
<b>Var. %</b>							
6. Inflación	4,4	2,6 - 3,1	3,0 - 3,3	2,0 - 2,2	2,0 - 2,5	2,0 - 2,2	2,0 - 2,2
7. Inflación esperada <sup>3/</sup>	-	2,9	3,1	2,8	2,9	2,7	2,8
8. Depreciación esperada <sup>3/</sup>	-	0,4	1,7	2,3	1,6	1,2	1,4
9. Términos de intercambio <sup>4/</sup>	-6,3	-2,2	-1,5	1,0	3,9	-0,1	-1,6
a. Precios de exportación	-14,9	-4,8	-4,4	3,7	7,3	1,2	-0,1
b. Precios de importación	-9,2	-2,6	-2,9	2,7	3,2	1,3	1,6
<b>Var. % nominal</b>							
10. Circulante	3,8	5,4	4,1	6,0	5,5	6,0	5,9
11. Crédito al sector privado <sup>5/</sup>	9,4	6,5	5,5	7,0	6,5	6,5	6,5
<b>% PBI</b>							
12. Inversión bruta fija	24,3	23,4	22,7	23,7	23,0	24,1	23,3
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,8	-3,8	-3,2	-3,4	-2,8	-3,3	-2,8
14. Balanza comercial	-1,6	-0,2	0,3	0,2	1,2	0,3	1,0
15. Entrada de capitales externos de largo plazo <sup>6/</sup>	5,8	4,5	4,4	4,9	4,6	4,7	4,5
16. Ingresos corrientes del gobierno general	19,9	18,9	18,3	19,2	19,0	19,4	18,7
17. Gastos no financieros del gobierno general	21,2	20,8	20,1	20,5	20,3	20,4	19,7
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,1	-3,0	-3,0	-2,5	-2,5	-2,3	-2,3
19. Saldo de deuda pública total	23,3	25,4	24,5	25,9	24,9	27,5	26,2
20. Saldo de deuda pública neta	6,5	9,2	9,2	11,7	11,6	13,8	13,6

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los agentes económicos.

4/ Promedio.

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

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

RI: Reporte de Inflación.

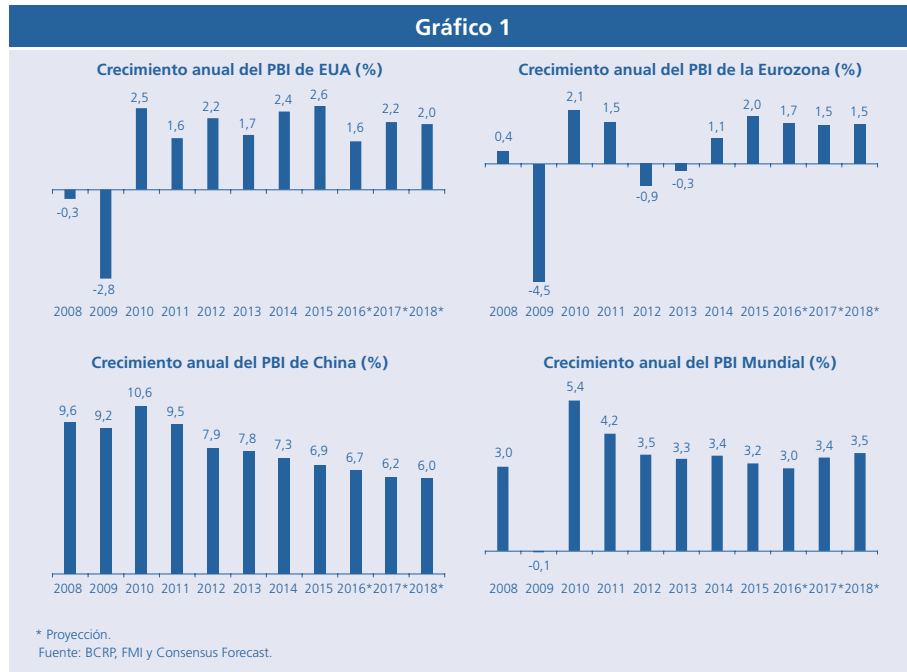
# I. Escenario internacional

1. Se estima que la **economía mundial** crecería 3,0 por ciento en 2016, 3,4 por ciento en 2017 y 3,5 por ciento en 2018. Estas tasas son similares a las proyectadas en el Reporte de Inflación de setiembre, aunque existen algunas diferencias a nivel de países. Por un lado, para el año 2017 se ha revisado ligeramente al alza el crecimiento de Estados Unidos (de 2,1 a 2,2 por ciento). Por otro lado, la proyección de crecimiento para varias economías de América Latina ha sido revisado a la baja.

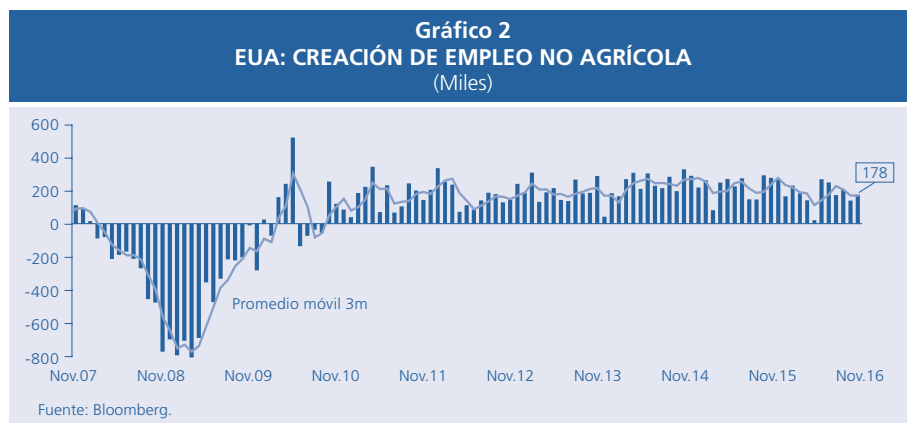
**Cuadro 1**  
**CRECIMIENTO MUNDIAL**  
(Variaciones porcentuales anuales)

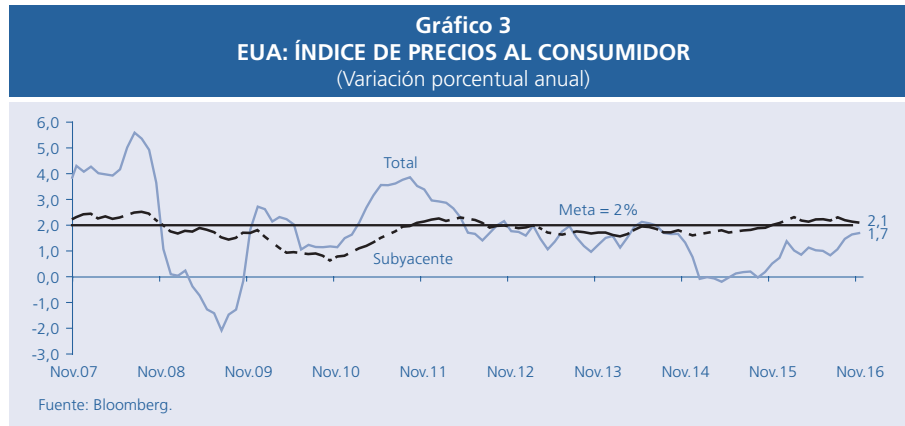
	PPP % 1/	Comercio Perú % 1/	2015	2016*		2017*		2018*	
				RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>Economías desarrolladas</b>	<b>42,4</b>	<b>47,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
<i>De las cuales</i>									
1. Estados Unidos	15,8	17,5	2,6	1,5	1,6	2,1	2,2	2,0	2,0
2. Eurozona	11,9	11,0	2,0	1,6	1,7	1,4	1,5	1,5	1,5
Alemania	3,4	2,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,5	1,4	1,5
Francia	2,3	0,9	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,5	1,5
Italia	1,9	1,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
España	1,4	2,5	3,2	2,9	3,1	1,9	1,9	1,9	1,9
3. Japón	4,3	3,0	0,5	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9
4. Reino Unido	2,4	1,1	2,2	1,7	2,1	1,0	1,1	1,7	1,7
5. Canadá	1,4	4,4	1,1	1,4	1,3	2,1	2,0	2,2	2,0
<b>Economías en desarrollo</b>	<b>57,6</b>	<b>52,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>
<i>De las cuales</i>									
1. Asia emergente y en desarrollo	30,6	26,9	6,7	6,4	6,5	6,3	6,3	6,3	6,3
China	17,1	22,2	6,9	6,5	6,7	6,2	6,2	6,0	6,0
India	7,0	2,2	7,6	7,4	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6
2. Comunidad de Estados Independientes	4,6	0,7	-2,8	-0,1	-0,2	1,4	1,5	1,9	2,0
Rusia	3,3	0,5	-3,7	-0,6	-0,6	1,1	1,2	1,4	1,5
3. América Latina y el Caribe	8,3	23,2	0,0	-0,4	-0,7	1,8	1,8	2,4	2,4
Brasil	2,8	4,1	-3,8	-3,4	-3,4	0,4	0,6	1,2	1,2
Chile	0,4	3,2	2,3	1,7	1,7	2,2	2,2	2,7	2,7
Colombia	0,6	3,0	3,1	2,2	2,1	2,9	2,7	3,7	3,7
México	2,0	3,4	2,5	2,3	2,1	2,5	2,1	2,7	2,7
Perú	0,3	-	3,3	4,0	4,0	4,5	4,3	4,2	4,2
<b>Economía Mundial</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
Nota:									
Socios Comerciales 1/2/	65,7		3,1	2,7	2,8	3,1	3,1	3,2	3,2
1/ 2015.									
2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.									
* Proyección.									
Fuente: Bloomberg, FMI y Consensus Forecast.									



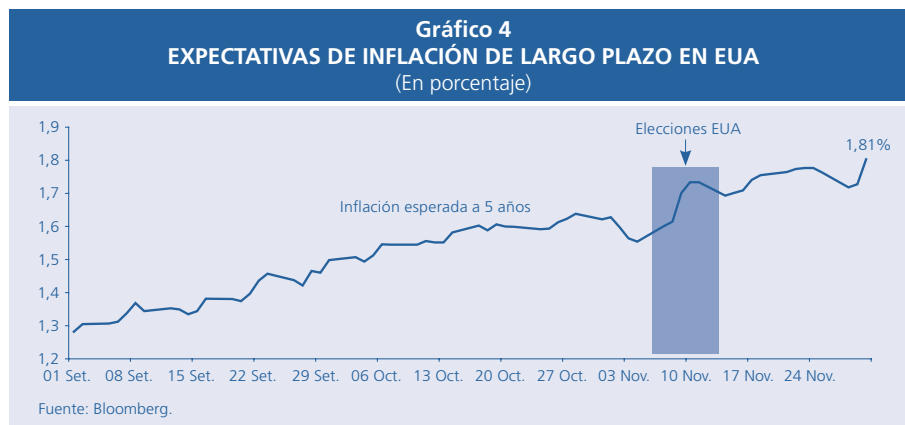


2. En **Estados Unidos**, la proyección de crecimiento ha sido revisada al alza para 2017, de 2,1 a 2,2 por ciento, en línea con las previsiones de un mayor estímulo fiscal. Dicho estímulo se daría en una economía donde el consumo privado continúa recuperándose apoyado por el dinamismo del mercado laboral (la creación de empleos entre setiembre y noviembre alcanzó un promedio mensual de 176 mil puestos).





Las perspectivas de estímulo fiscal han incrementado las expectativas de una mayor inflación. La inflación esperada, medida a través de la diferencia entre la tasa nominal y real de los bonos a cinco años, ha subido sostenidamente desde el 8 de noviembre y alcanza niveles no observados desde setiembre de 2014 cuando el precio del petróleo se ubicó por encima de US\$ 90 por barril.



Esta expectativa al alza se da en un contexto en el que los indicadores ejecutados de inflación, al igual que los de desempleo, ya registran niveles cercanos a los que la Fed estima como los de equilibrio de largo plazo. Por ello, la probabilidad de que la Reserva Federal aumente las tasas de interés a un ritmo menos gradual se ha incrementado respecto al Reporte de Inflación de setiembre.





En su reunión de diciembre, la Fed, de acuerdo a lo esperado, subió su rango de tasa de interés en 25 puntos básicos a 0,50 – 0,75 por ciento. En las proyecciones trimestrales del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) los miembros del comité revisaron al alza (de 2,0 a 2,1 por ciento) el crecimiento de 2017 y corrigieron ligeramente a la baja la tasa de desempleo.

**Cuadro 2  
PROYECCIONES DE LA FED\***

	2016		2017		2018		Largo Plazo	
	Set.16	Dic.16	Set.16	Dic.16	Set.16	Dic.16	Set.16	Dic.16
<b>Crecimiento</b>	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8
<b>Tasa de desempleo</b>	4,8	4,7	4,6	4,5	4,5	4,5	4,8	4,8
<b>Inflación (PCE)</b>	1,3	1,5	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Inflación subyacente (PCE subyacente)</b>	1,7	1,7	1,8	1,8	2,0	2,0	-	-

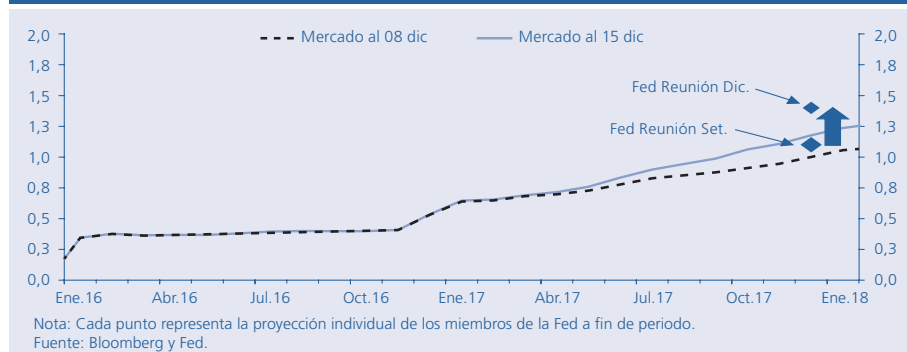
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.

**Tasas de interés (%)** 0,6 0,6 1,1 1,4 1,9 2,1 2,9 3,0

\* Incorpora 17 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la FED a fin de periodo.

Asimismo, para el próximo año se revisó, de 2 a 3, el número de alzas esperadas para 2017 y se mantienen 3 alzas para 2018 y 2019. En conferencia de prensa, Janet Yellen remarcó que el cambio obedece a la perspectiva de algunos miembros del FOMC sobre la futura política fiscal. Luego de la decisión del 14 de diciembre, las tasas de interés de los contratos a futuro han mostrado una tendencia al alza.

**Gráfico 5  
MERCADO DE FUTUROS: TASA DE LA FED (%)**  
(Enero 2016 - Enero 2018)



Nota: Cada punto representa la proyección individual de los miembros de la Fed a fin de periodo.  
Fuente: Bloomberg y Fed.

Luego de la decisión de la Fed, la probabilidad de un alza adicional en junio de 2017 se elevó a 77 por ciento.

3. Dentro de otras **economías desarrolladas**, los datos del PBI al tercer trimestre y los datos de frecuencia mensual de octubre y noviembre de la **Eurozona** llevan a

una ligera revisión al alza en el estimado de crecimiento para 2016 (de 1,6 a 1,7 por ciento), debido particularmente a un desempeño de España por encima de lo previsto en el Reporte de setiembre. Sin embargo, se esperaría que el ritmo de crecimiento se modere para 2017 y 2018 (1,5 por ciento) en un contexto de mayor incertidumbre por factores políticos (referéndum en Italia, elecciones parlamentarias en Holanda y elecciones presidenciales en Francia y Alemania), el desarrollo de las negociaciones del *Brexit*, las políticas de Estados Unidos y un debilitamiento del comercio global. En este contexto, se espera que el Banco Central Europeo (BCE) mantenga la actual política monetaria expansiva.

4. Respecto a las **economías en desarrollo**, si bien se proyectan tasas de crecimiento similares al Reporte de setiembre, se esperaría un comportamiento distinto entre las regiones. En particular, en **China**, dada la ejecución al tercer trimestre, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento para 2016 de 6,5 a 6,7 por ciento tras el incremento del gasto público (infraestructura), la inversión en activos fijos y las ventas minoristas que contrastaron con la ligera desaceleración de la producción industrial. Para los años 2017 y 2018 se mantienen las previsiones de 6,2 y 6,0 por ciento, respectivamente, tomando en consideración la moderación en la dinámica de crecimiento de indicadores de consumo e inversión. En particular, se espera que la inversión inmobiliaria aminore su ritmo de crecimiento por las medidas restrictivas recientemente adoptadas por el gobierno respecto a los requerimientos de cuota inicial para los créditos hipotecarios, entre otros.

**Cuadro 3**  
**CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS**

Indicadores	2014		2015			2016				
	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Oct.	Nov.
PBI anual (%)	7,2	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	-	-
Producción Industrial (var.% anual)	7,9	5,6	6,8	5,7	5,9	6,8	6,2	6,1	6,1	6,2
Inversión en activos fijos (var. acum. anual)	15,7	13,5	11,4	10,3	10,0	10,7	9,0	8,2	8,3	8,3
Ventas minoristas (var.% anual)	11,9	10,2	10,6	10,9	11,1	10,5	10,6	10,7	10,0	10,8
Importaciones de cobre <sup>1/</sup> (volumen, var. acum. anual)	17,8	14,6	12,7	10,0	12,3	18,0	23,2	28,5	29,9	n.d.
Financiamiento total nuevo (% anual)	14,4	12,8	11,7	12,1	11,7	13,4	12,2	12,5	12,5	12,9
Índice de precios al consumidor (var.% anual)	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6	2,3	1,9	1,9	2,1	2,3

1/ Mineral y concentrado.  
Fuente: Bloomberg y FMI.

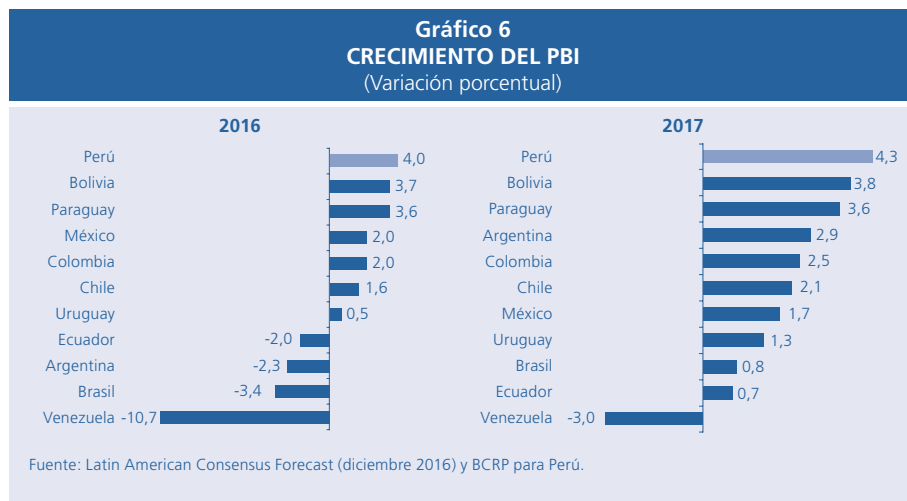
Durante el tercer trimestre de 2016, los principales países de **América Latina** que presentan un esquema de Metas Explícitas de Inflación registraron un mayor dinamismo en la actividad económica.



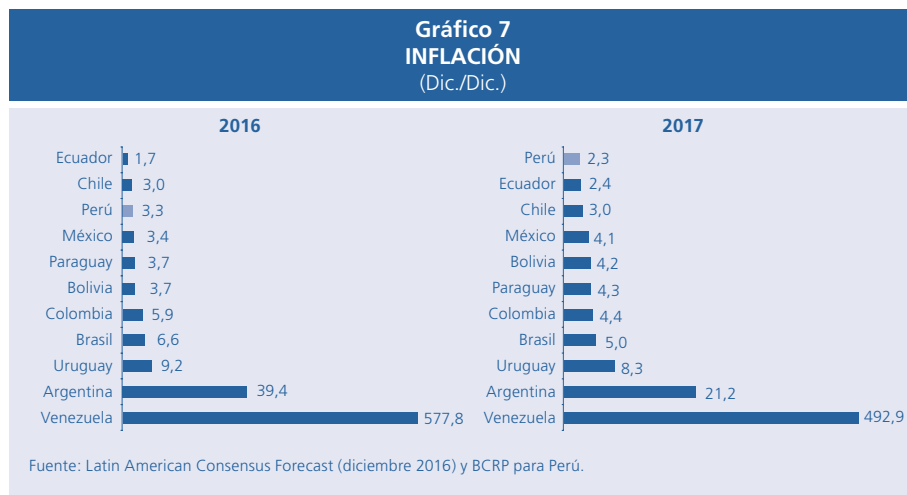




Se estima que la región se contraería 0,7 por ciento en 2016, en línea con la tasa proyectada en el Reporte de setiembre. Para 2017 se estima una recuperación de 1,8 por ciento, escenario que asume cierta recuperación en los precios promedio de los *commodities*.



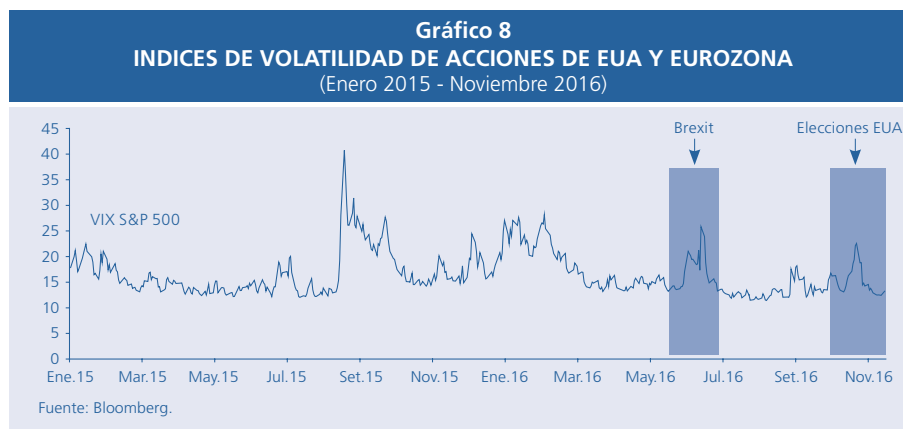
En los últimos meses, las menores presiones inflacionarias, derivadas de la caída de los precios de los alimentos, han favorecido la disminución de la inflación en Colombia y Brasil, donde se espera la convergencia gradual hacia el rango meta. No obstante, se espera mayores presiones depreciatorias en la región debido al aumento de las expectativas de alza de la tasa de interés de la Fed e incrementos adicionales en el próximo año. Particularmente, la depreciación del peso en México motivó el incremento del nivel de precios en el último mes y se prevé que esta tendencia se mantenga el próximo año.



### Mercados financieros

5. Los mercados financieros internacionales estuvieron afectados entre setiembre y diciembre por el resultado electoral en Estados Unidos, las expectativas en torno al rumbo de la política monetaria de la Fed, la incertidumbre sobre la estrategia del Reino Unido para ejecutar el *Brexit* y las negociaciones entre países productores de petróleo.

El resultado electoral en Estados Unidos generó una elevada **volatilidad** y mayor aversión al riesgo, lo que se reflejó en el incremento del índice VIX. No obstante, el impacto inicial de las elecciones fue revertido por las mejores perspectivas de crecimiento para la economía estadounidense ante las propuestas de mayor gasto fiscal y, en algunos sectores específicos, ante las perspectivas de una menor regulación. Esta perspectiva favorable del crecimiento ha estado acompañada por las expectativas de una mayor inflación.

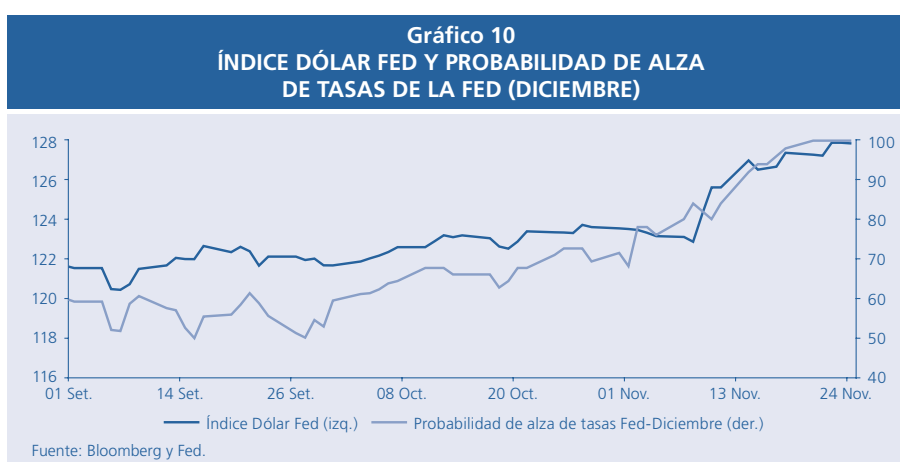


En este contexto se observó una mayor demanda de activos de renta variable (los diferentes índices bursátiles de Estados Unidos alcanzaron niveles récord), incremento de los rendimientos y apreciación del dólar.





6. En los **mercados cambiarios**, entre setiembre y diciembre, el dólar se apreció 5,1 por ciento de acuerdo con el índice dólar-Fed. Durante dicho periodo la evolución del dólar estuvo determinada por las expectativas de la decisión de política monetaria de la Fed. Los datos de actividad positivos en Estados Unidos y las nuevas perspectivas de crecimiento e inflación para dicha economía elevaron las probabilidades de un alza en la reunión de diciembre (que finalmente se materializó) y las expectativas de que la Fed corrija al alza el número de incrementos proyectados para el próximo año.



A nivel de monedas, la depreciación de la libra esterlina en 4,4 por ciento, estuvo afectada por la preocupación de que las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea impliquen términos desfavorables para la economía británica dada la prioridad del control migratorio en la agenda de la primera ministra. Respecto al euro la depreciación también estuvo afectada por la incertidumbre sobre la continuidad del estímulo monetario del Banco Central Europeo (BCE). El Presidente del BCE ha comentado sobre los perjuicios de mantener tasas negativas por periodos prolongados, pero ha sugerido que el programa de compra de activos podría prolongarse dadas las señales de débil inflación en el bloque.

7. La probabilidad de un mayor déficit fiscal en los Estados Unidos provocó un aumento del rendimiento del bono del Tesoro estadounidense y una depreciación de las monedas emergentes, particularmente el Peso mexicano.

En contraste con el mercado de acciones, los bonos experimentaron una alta volatilidad tras los resultados de las elecciones en Estados Unidos, lo que se reflejó en el incremento del índice de volatilidad de bonos (TYVIX). La caída de la demanda de títulos de deuda soberana fue más acentuada en los países emergentes que se verían más perjudicados ante la posibilidad de un mayor proteccionismo mundial. Tal fue el caso de México y las economías del sudeste asiático, donde las primas por riesgo de sus bonos se elevaron significativamente.

**Cuadro 4**  
**RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS**

	Dic.15	Set.16	Nov.16	Variación (pbs)	
				Nov./Set.	Nov./Dic.
Estados Unidos	2,27	1,60	2,39	79	12
Alemania	0,63	-0,12	0,26	38	-37
Francia	0,99	0,18	0,74	55	-25
Italia	1,59	1,19	1,99	81	40
España	1,77	0,88	1,56	68	-21
Grecia	8,07	8,19	6,46	-173	-161
Gran Bretaña	1,96	0,75	1,41	66	-55
Japón	0,26	-0,09	0,02	11	-24
Brasil	16,51	11,58	11,86	28	-465
Colombia	8,66	7,00	7,29	29	-136
Chile	4,66	4,17	4,57	40	-9
México	6,26	6,05	7,30	125	103
<b>Perú</b>	<b>7,31</b>	<b>5,77</b>	<b>6,27</b>	<b>51</b>	<b>-103</b>
Sudáfrica	9,76	8,66	9,03	37	-74
Israel	2,10	1,73	2,17	45	7
Turquía	10,46	9,52	10,82	131	36
China	2,86	2,74	2,95	22	9
Corea Del Sur	2,08	1,42	2,15	73	7
Indonesia	8,69	7,02	8,09	107	-60
Tailandia	2,49	2,10	2,69	59	20
Malasia	4,19	3,55	4,35	80	16
Filipinas	4,22	3,65	4,52	87	30

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 11**  
**ÍNDICE DE VOLATILIDAD DE LOS BONOS DEL TESORO DE EUA**  
(Enero - Noviembre 2016)



8. En los **mercados bursátiles**, destacó el avance de los índices en Estados Unidos, también favorecidos por el resultado electoral. Especialmente, se espera que el mayor gasto en infraestructura, las reducciones impositivas y la menor regulación incrementen las utilidades de las empresas. Por su parte, en Europa dichos factores tuvieron un impacto limitado debido a la caída de las acciones bancarias. Sobre dichas acciones influyeron eventos importantes tales como la multa exigida al Deutsche Bank por el gobierno estadounidense, la incertidumbre sobre los planes de capitalización del banco italiano Monte dei Paschi y la propuesta de la Comisión Europea para incrementar el requerimiento de capital de los bancos. En los mercados emergentes, el incremento del





precio del petróleo a raíz del acuerdo de la OPEP revirtió parcialmente el impacto negativo de la victoria del Partido Republicano en Estados Unidos sobre las bolsas de valores.

**Cuadro 5  
BOLSAS MUNDIALES**

		Dic.15	Set.16	Nov.16	Variación (%)	
					Nov./Set.	Nov./Dic.
VIX*	S&P 500	18,21	17,06	13,00	-4,1	-5,2
EUA	Dow Jones	17 425	18 142	19 194	5,8	10,1
Brasil	Bovespa	43 350	64 925	62 089	-4,4	43,2
Argentina	Merval	11 675	17 610	17 441	-1,0	49,4
México	IPC	42 978	48 009	45 285	-5,7	5,4
Chile	IGP	18 152	21 423	20 973	-2,1	15,5
Colombia	IGBC	8 547	10 086	9 507	-5,7	11,2
Perú	Ind. Gral.	9 849	15 171	15 414	1,6	56,5
Reino Unido	FTSE 100	6 242	6 954	6 784	-2,5	8,7
Alemania	DAX	10 743	10 665	10 640	-0,2	-1,0
Francia	CAC 40	4 637	4 509	4 578	1,5	-1,3
España	IBEX 35	9 544	9 143	8 692	-4,9	-8,9
Italia	FTSE MIB	21 418	17 125	16 833	-1,7	-21,4
Grecia	ASE	631	591	630	6,6	-0,2
Suiza	SMI	8 818	7 828	7 887	0,8	-10,6
Rusia	RTSI\$	757	989	1 029	4,1	35,9
Turquía	XU100	71 727	78 536	73 995	-5,8	3,2
Sudáfrica	JSE	50 694	50 590	50 329	-0,5	-0,7
Nigeria	NSEAS	28 642	27 220	25 242	-7,3	-11,9
Japón	Nikkei 225	19 034	17 425	18 308	5,1	-3,8
Indonesia	JCI	4 593	5 423	5 149	-5,0	12,1
India	CNX Nifty	7 946	8 638	8 225	-4,8	3,5
Hong Kong	HSI	21 914	22 935	22 790	-0,6	4,0
China	Shangai C.	3 539	3 100	3 250	4,8	-8,2

\* La variación se encuentra en unidades.

Fuente: Bloomberg.

## Términos de intercambio

9. Desde el último Reporte de inflación, la mayoría de precios de los *commodities* se ha elevado. En el caso de los metales básicos, la cotización ha sido favorecida por las expectativas de un mayor gasto en infraestructura en EUA y por el incremento de las posiciones especulativas. También influyó el incremento en el precio del petróleo tras el acuerdo reciente de la OPEP para reducir producción. Este incremento en el precio del petróleo, sumado a una mayor demanda, impulsaron las cotizaciones de algunos alimentos como el maíz y el aceite de soya. Sólo el valor del oro disminuyó en línea con la apreciación del dólar y la expectativa de un ajuste menos gradual en las tasas de interés de la Fed.

En línea con estos desarrollos, los términos de intercambio para 2017 crecerían 3,9 por ciento, tasa superior a la estimada en el Reporte de Inflación de setiembre (1,0 por ciento). El precio de las exportaciones se incrementaría 7,3 por ciento y el de importaciones en 3,2 por ciento. Para el año 2018, se estima una caída en los

términos de 1,6 por ciento, lo que supone la reversión de buena parte del aumento reciente de las cotizaciones tras el resultado electoral en EUA.

**Cuadro 6**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO 2015 - 2018**  
(Datos promedio anuales)

	2014	2015	2016*		2017*		2018*	
			RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>Términos de intercambio</b>	<b>-5,4</b>	<b>-6,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,6</b>
<b>Precios de Exportaciones</b>	<b>-6,9</b>	<b>-14,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>7,3</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,1</b>
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	311	250	214	220	215	244	220	235
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	98	88	90	95	98	120	100	120
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	95	81	80	85	80	100	80	100
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 266	1 160	1 268	1 251	1 280	1 191	1 280	1 200
<b>Precios de Importaciones</b>	<b>-1,5</b>	<b>-9,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	93	49	42	43	47	49	47	49
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	243	186	155	144	175	151	191	170
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	155	141	136	135	141	140	154	145
<i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i>	812	667	677	696	708	775	755	770
<i>Leche entera (US\$ por TM)</i>	3 471	2 396	2 323	2 462	2 697	3 432	2 587	3 418

\* Proyección.  
Fuente: BCRP.

**Gráfico 12**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001 - 2018**  
(Variaciones porcentuales)



## Cobre

- Entre agosto y noviembre, la cotización del cobre se incrementó 15 por ciento (la mayor tasa de incremento trimestral desde febrero 2011) y alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 2,47. Con ello, el precio del cobre acumuló un crecimiento de 18 por ciento en los primeros once meses del año.





El alza del precio del cobre en los últimos tres meses se explica por el cambio en las perspectivas de corto plazo, debido a expectativas de mayor demanda y por proyecciones de un menor crecimiento de la oferta de cobre para 2017.

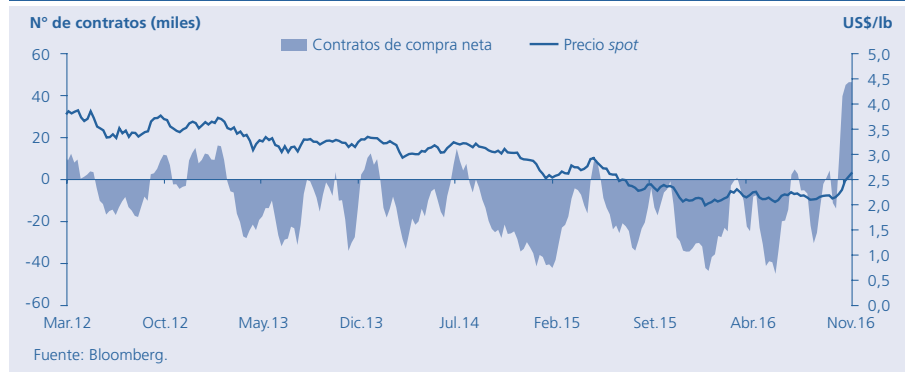
Las mejores perspectivas de demanda se asociaron tanto a las expectativas sobre el incremento del gasto en infraestructura en EUA como a las perspectivas de mayor crecimiento de la demanda de cobre en China, favorecida por las medidas de estímulo aplicadas por el gobierno que se reflejaron en un incremento del crédito, de la manufactura y de la inversión pública. A ello se sumó el incremento de las posiciones no comerciales que en el último mes registró un nivel de compras netas no observado desde 2003. Por su parte, el crecimiento de la oferta comenzaría a desacelerarse en 2017, debido a las menores leyes en las minas, principalmente en Chile.

**Cuadro 7**  
**OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO**  
(Miles de toneladas métricas)

	2015	2016 1/	2017 1/	Enero-Agosto 2015	Enero-Agosto 2016	Variación %
1. Producción Minera Global	19 128	19 884	19 878	12 584	13 317	5,8
2. Producción de Refinados (primaria + secundaria)	22 883	23 383	23 791	15 023	15 491	3,1
3. Utilización global de Refinados	23 035	23 391	23 628	15 013	15 582	3,8
4. Balance de Refinados (2-3)	-153	-8	163	10	-91	

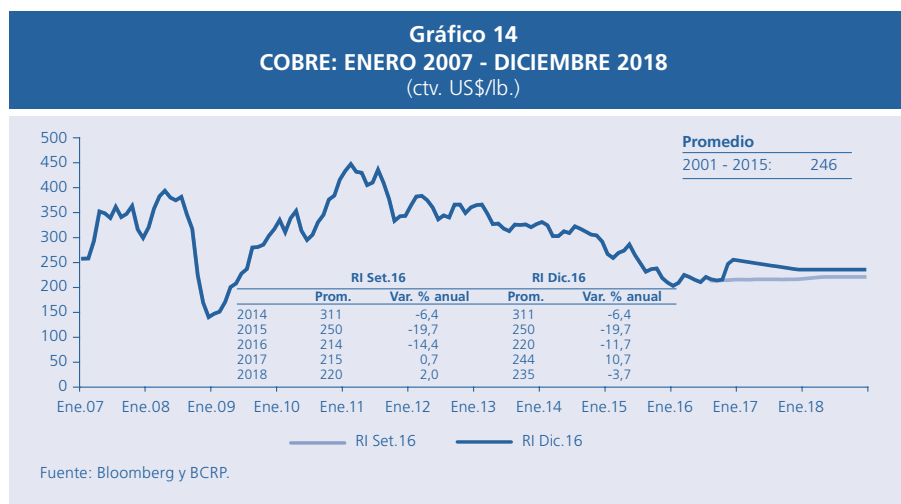
1/ Estimado de octubre 2016.  
Fuente: ICSG.

**Gráfico 13**  
**COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES**



Para el horizonte de proyección se ha revisado ligeramente al alza los precios promedios para 2017 y 2018. Se estima que los precios corregirán parcialmente el alza reciente, pero se ubicarán por encima de lo estimado en el Reporte de setiembre.

Esta revisión al alza asume que la demanda china continuaría favorecida por la elevada inversión en infraestructura del sector público y por el rezago del impacto de la inversión inmobiliaria sobre la demanda del cobre en China. De otro lado, se estima que el incremento de la demanda por el mayor gasto en infraestructura en EUA sería poco significativo: algunos estimados iniciales muestran que el impacto sobre la demanda mundial de cobre sería entre 0,4 por ciento (estimación de Goldman Sachs) y 0,6 por ciento (JP Morgan).



## Zinc

- b. Entre agosto y noviembre, la cotización del **zinc** se incrementó 13 por ciento alcanzando un promedio mensual de US\$/lb. 1,17 en noviembre. Con ello, el precio del zinc acumuló un crecimiento de 69 por ciento en los primeros once meses del año, al continuar materializándose las señales de escasez asociada a un mayor déficit de oferta.

El incremento del precio se sustentó en las expectativas de que la oferta de concentrado se reduzca en 2017, lo cual podría afectar las operaciones de refinación (cierre de algunas fundiciones) y postergar los proyectos de nuevas refinерías. La menor oferta se asocia al cierre definitivo de las minas (Lisheen de Vedanta y Century de MMG) y a los recortes de producción anunciados por diversos productores que enfrentan márgenes negativos. A ello se ha sumado las inspecciones ambientales que ha iniciado el gobierno de China a fines de octubre enfocadas en las fundiciones de zinc y plomo.

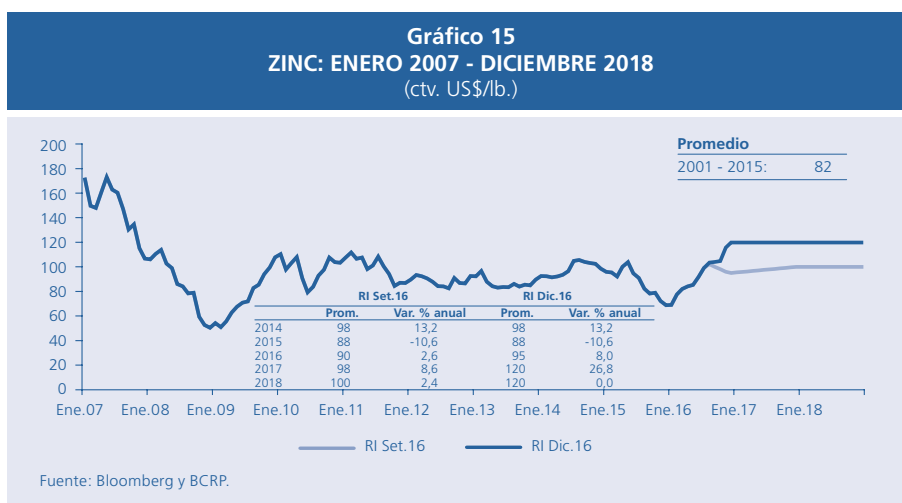
Por el lado de la demanda, continuó el gasto en infraestructura en China. Destacó la demanda por acero galvanizado que utiliza el zinc como revestimiento. Asimismo, la elección del nuevo presidente de Estados Unidos generó expectativa de mayor gasto en infraestructura en dicho país.







En este contexto, se revisó al alza el precio de zinc en el horizonte de proyección debido a un crecimiento mayor al esperado de la demanda de China y de Estados Unidos. También se observa un cambio en las perspectivas de oferta global, que registran señales de un mercado más ajustado.

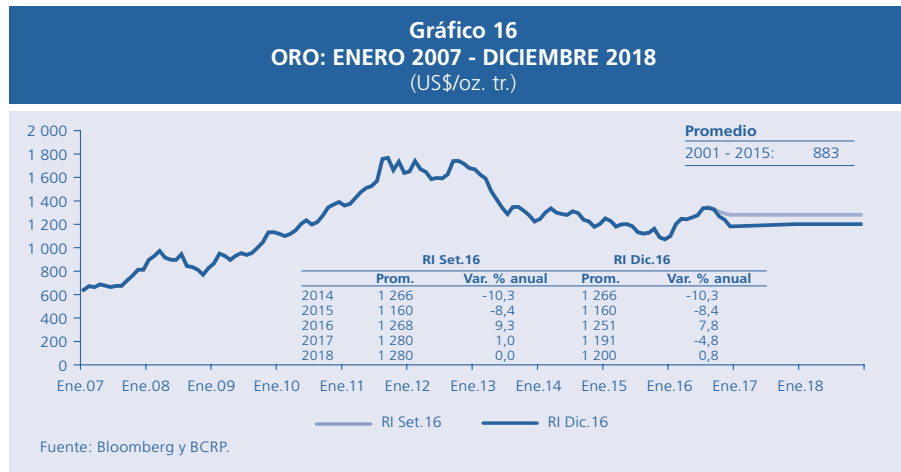


## Oro

- c. La cotización del oro se redujo 8 por ciento entre agosto y noviembre de 2016, y alcanzó una cotización promedio mensual de US\$/oz.tr. 1 236 en noviembre. A pesar de la caída reciente, el precio del oro todavía registra un incremento acumulado de 16 por ciento en los primeros 11 meses de año.

La cotización del oro se redujo después de la elección presidencial en Estados Unidos afectada por el aumento en la probabilidad de alza en la tasa de interés de la Fed y la apreciación del dólar. Otro factor que contribuyó con la caída del precio del oro fue la caída de la demanda global de oro en el tercer trimestre del año, afectada por la menor demanda física, en particular la de joyería, por las compras de los bancos centrales y, más recientemente, por las restricciones a la importación de oro aplicadas por China para reducir la salida de capitales. Sin embargo, a pesar de la reciente corrección, el precio del oro continúa registrando un fuerte incremento en lo que va del año, explicado por la elevada demanda de inversión.

En línea con estos desarrollos, para el horizonte de proyección, el precio del oro se ha revisado a la baja debido a las expectativas de que el ciclo de alzas de tasas de la Fed sea más rápido que lo previsto en el anterior Reporte de inflación (en respuesta a las mayores expectativas de inflación) lo que podría llevar a un mayor fortalecimiento del dólar en los mercados financieros.



## Petróleo

- d. El precio del **petróleo** WTI se incrementó 2 por ciento en los últimos tres meses, cerrando con una cotización promedio mensual de US\$/bl. 46 en noviembre. Con ello, la cotización del petróleo acumuló un incremento de 23 por ciento en los primeros once meses de 2016.

La cotización del petróleo aumentó ligeramente en los últimos tres meses apoyada principalmente por las expectativas de que la OPEP limite su producción de crudo, luego del preacuerdo alcanzado en setiembre. Estas expectativas se confirmaron el 30 de noviembre, cuando la OPEP anunció el recorte de su producción. Luego de dicho anuncio, el precio del petróleo tuvo un incremento adicional de 9 por ciento durante los primeros días de diciembre.

Cabe señalar que los bajos precios del petróleo han ocasionado que el gasto de capital en la industria se haya reducido en 40 por ciento, en especial en los países productores de mayores costos como China. Además, se estima que se acelere la recuperación de la demanda global, impulsada por el mayor gasto fiscal en Estados Unidos. Estos factores contribuirían a que el mercado global se equilibre el próximo año.

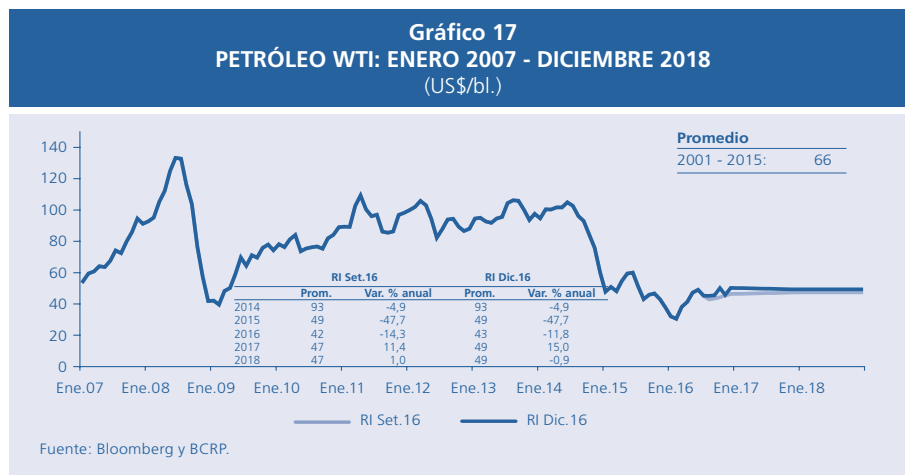
En el horizonte de proyección se revisa ligeramente al alza el estimado del precio del petróleo WTI, en especial luego que la OPEP acordara recortar su producción en 1,2 millones de barriles por día (sobre una oferta global de 96 millones de barriles). Sin embargo, se proyecta un incremento moderado en el precio porque se asume que este acuerdo, que en principio duraría seis meses, se ejecutaría sólo parcialmente. Existe la posibilidad de que los países miembros de la OPEP continúen aumentando su producción de crudo (en especial los países de menores costos como Irán, Iraq y Kuwait). También se prevé el retorno al mercado de la producción de crudo de





Libia y Nigeria; de solucionar sus conflictos internos, estos países podrían añadir potencialmente alrededor de 1 millón de b/d hasta fines de 2017. Asimismo, existe el riesgo de que el recorte de producción de los países que no son miembros de la OPEP (estimado en 600 mil barriles) no se ejecute plenamente.

Esta proyección presenta alto grado de incertidumbre. Por el lado de la oferta, los precios podrían tener una presión al alza si se da un cumplimiento estricto del acuerdo por parte de la OPEP y de otros países (como Rusia). Asimismo, existe incertidumbre sobre cuál será la evolución de la producción del petróleo de esquisto (*shale oil*) que representa aproximadamente el 50 por ciento de la producción de EUA. La caída de producción de 700 mil barriles estimada inicialmente por el Instituto de Energía (EIA) —de 4,9 millones de barriles en 2015 a 4,2 millones en 2017— podría ser menor ante la mejora reciente de los precios. Por el lado de la demanda, podría modificarse en función a las políticas de estímulo a la inversión pública (China) y a la evolución del gasto en infraestructura (EUA).



## Maíz

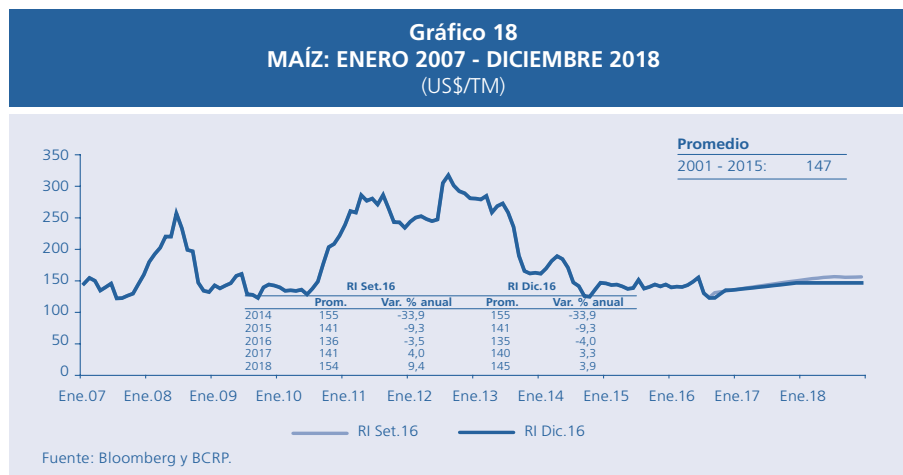
- e. En noviembre, la cotización internacional promedio del **maíz** aumentó 6 por ciento a US\$/TM 128 respecto a agosto de 2016. Sin embargo, a pesar de la recuperación, el precio promedio del maíz acumula una reducción de 9 por ciento en el año.

Los precios del maíz aumentaron en los últimos tres meses ante los estimados de que el consumo global alcance un nivel récord histórico en la temporada actual 2016-17. Así, a pesar que los inventarios globales alcanzarán un máximo histórico de 218 millones de toneladas<sup>1</sup>, el ratio de inventarios sobre consumo disminuiría respecto al ciclo 2015-16.

<sup>1</sup> Según el Reporte "World Agricultural Supply and Demand Estimates" (WASDE) publicado en noviembre por el Departamento de Agricultura de Estados Unidos.

Esta tendencia a la baja en los inventarios se dio a pesar de la evolución favorable de la oferta. Durante el año, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) revisó al alza los estimados de producción mundial de este grano debido al inesperado impacto positivo del clima sobre los cultivos de maíz de Estados Unidos. USDA estima una producción récord histórica de maíz para Estados Unidos para la temporada 2016/17, favorecida por el impacto positivo que tuvo el Fenómeno El Niño sobre el cultivo.

En línea con estos desarrollos recientes, se estima que el precio promedio del maíz se incremente 9 por ciento en 2017. Este incremento es menor al previsto en el Reporte de Inflación de setiembre debido a las mejores perspectivas en la oferta.



## Trigo

- f. Al mes de noviembre, el precio internacional del trigo registró una caída de 4 por ciento respecto a agosto de 2016 y cerró con un nivel promedio de US\$/TM 123. Con ello, el precio promedio mensual del trigo acumula una caída de 25 por ciento respecto a diciembre 2015.

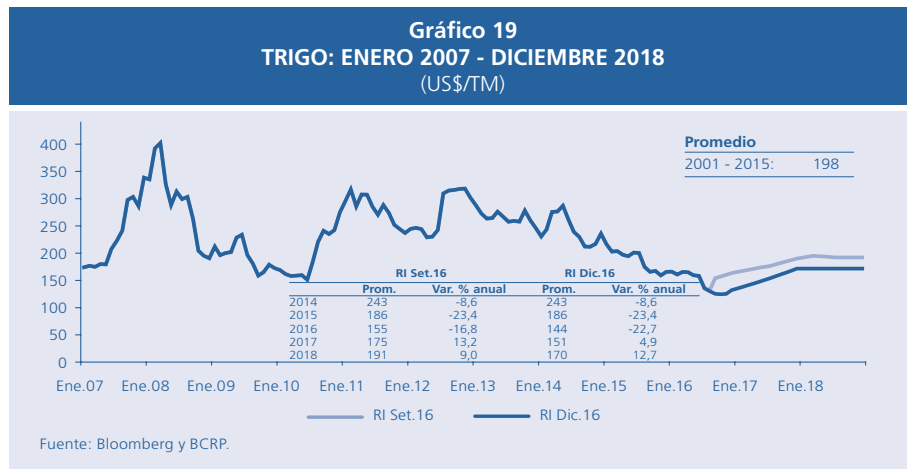
La cotización del trigo se redujo por la evolución registrada en la oferta. Los rendimientos de la cosecha de trigo alcanzaron niveles récord esta temporada 2016/17 y determinaron una producción global récord de 745 millones de toneladas<sup>2</sup>, a pesar de que se destinó menor área para el cultivo de trigo. A los suministros abundantes, se sumó la persistente apreciación del dólar que afectó la competitividad de las exportaciones de Estados Unidos. Sin embargo, el precio del trigo desaceleró su caída respecto al primer semestre del año debido al clima adverso en los principales países productores (que redujo considerablemente la calidad de la cosecha en la Unión Europea, Australia y Canadá).

2 Según el Reporte "World Agricultural Supply and Demand Estimates" (WASDE) publicado en noviembre por el Departamento de Agricultura de Estados Unidos.



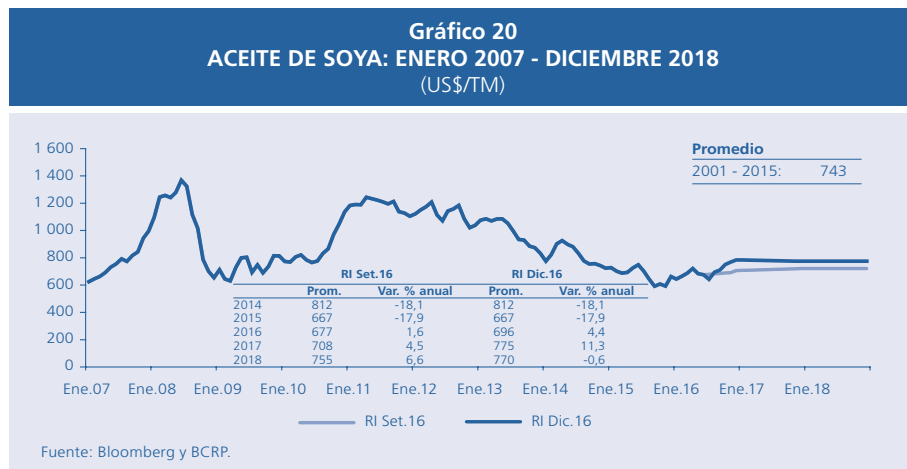


En el horizonte de proyección, se estima que el precio del trigo se cotice en los próximos años a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo. Los inventarios globales alcanzarían su nivel máximo esta temporada 2016-17, y recién comenzarían a reducirse en la temporada 2017-18. Al igual que en el caso del maíz, cambios no previstos en la oferta global (por factores climáticos) y en el precio del petróleo podrían afectar esta proyección.



### Aceite de Soya

- g. La cotización promedio de noviembre del aceite de soya fue US\$/TM 764, nivel superior en 11 por ciento respecto al nivel promedio de agosto 2016. Con ello, el precio promedio del aceite de soya acentuó su tendencia al alza y registra un incremento de 17 por ciento en los primeros once meses del año.



El precio del aceite de soya se explica por un mayor crecimiento del consumo. Se ha observado una mayor demanda como sustituto del aceite de palma (cuya producción

fue afectada en Asia por el Fenómeno El Niño). También la cotización se ha visto influida por la mayor demanda por granos de soya debido al mayor consumo de proteína animal, principalmente de China. Por el lado de la oferta, la Asociación Nacional de Procesadores de Semillas Oleaginosas reportó que la oferta de aceite de soya de Estados Unidos continúa ajustada.

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

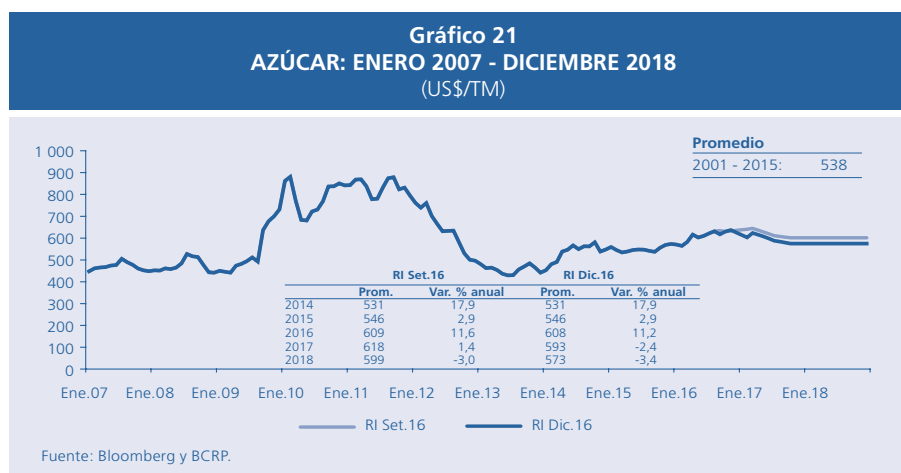
### Azúcar

- h. La cotización del azúcar aumentó 2,8 por ciento entre agosto y noviembre y acumula en el año un incremento de 34 por ciento. La tendencia al alza refleja el déficit entre oferta y demanda en el mercado global, déficit que se viene registrando durante dos campañas consecutivas (5,7 millones de TM en 2015-16 y 7,1 millones de TM en 2016-17 de acuerdo a la Organización Internacional del Azúcar).

Las restricciones en la oferta se explican por sequías asociadas al Fenómeno El Niño en Asia (principalmente en la India y Tailandia). Sin embargo, esta tendencia se ha revertido durante las últimas semanas por la presencia de mayores lluvias en la India.

La presencia de mayores lluvias determinaría una mayor producción y hasta un probable ligero superávit durante la campaña 2017/18 (que comienza en octubre de 2017). Ello se compensaría parcialmente por un estancamiento en la producción de Brasil (primer exportador mundial) debido a problemas en empresas sobre-endeudadas por invertir en repoblar sus plantaciones.

En línea con esta evolución, para los años 2017 y 2018 se prevén reducciones en la cotización del azúcar de 2,4 y 3,4 por ciento, respectivamente.





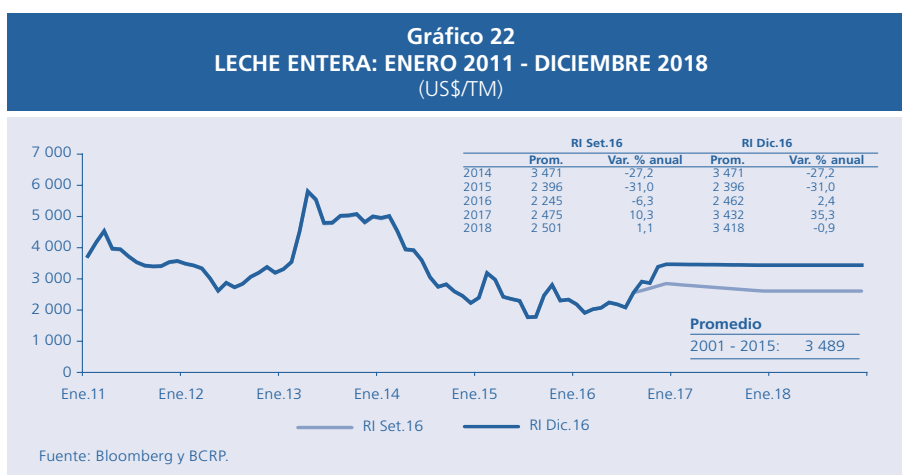
### Leche entera en polvo

- i. Entre agosto y noviembre, el precio de la leche entera en polvo (LEP) de Nueva Zelanda se incrementó 24,1 por ciento, en un contexto de menor recolección de leche en ese país con respecto al año previo, de acuerdo a lo reportado por Fonterra (principal exportadora de LEP a nivel mundial).

Las cotizaciones diarias de la LEP en los mercados de futuros toman como referencia los precios obtenidos en las subastas quincenales de la firma Global Dairy Trade, subsidiaria de Fonterra. A diferencia del año previo, la cotización de la LEP ha mostrado en 2016 una tendencia creciente, más marcada desde mediados de año, situándose en la última subasta del 2 de diciembre en un valor de US\$ 3 525 por TM (versus un valor de US\$ 1 990 por TM a mediados de julio).

Los principales fundamentos del precio internacional de la LEP son, de un lado, el exceso de demanda en China y del otro, la capacidad del resto del mundo para atender dicha brecha, destacando como proveedores Nueva Zelanda y la Unión Europea. Cabe mencionar que los niveles actuales se encuentran muy por debajo del récord histórico de US\$ 6 000 por TM de abril de 2013, en un contexto de sequías en China y Nueva Zelanda.

Dada la incertidumbre sobre una recuperación de la producción en Nueva Zelanda, no se prevé en el futuro cercano un retorno a las cotizaciones de la primera mitad del 2016; más bien los mercados esperan presiones al alza durante 2017.

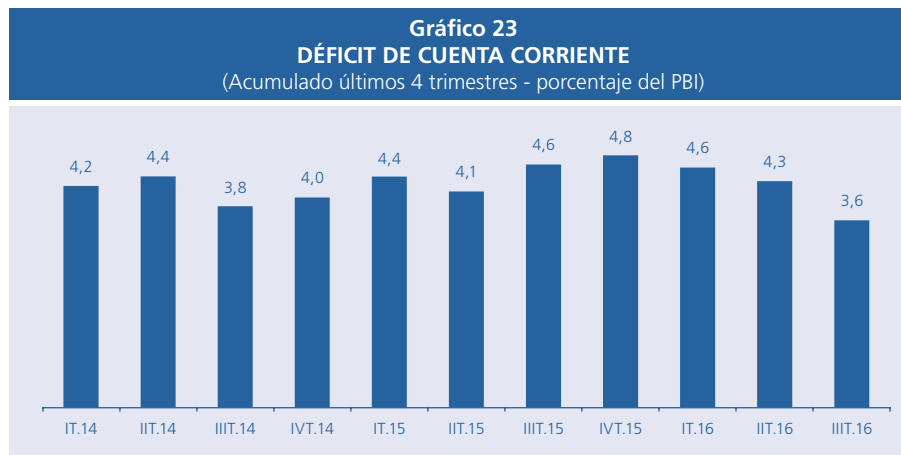


## II. Balanza de pagos

### Cuenta Corriente

10. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos ha continuado reduciéndose a lo largo del año reflejando, por un lado, el impacto de la menor inversión privada en un contexto de finalización de proyectos mineros de gran envergadura que pasaron a fase de producción; y por otro, la ligera recuperación del ahorro privado reflejada en las mayores ganancias corporativas.

En los últimos cuatro trimestres, el déficit de cuenta corriente (como porcentaje del PBI) se ha reducido de 4,8 por ciento en diciembre de 2015 a 3,6 por ciento en setiembre de 2016 (nivel más bajo desde el primer trimestre de 2013).



11. Esta reducción del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se reflejó fundamentalmente en los componentes de la balanza comercial. Por un lado, las importaciones cayeron 7,7 por ciento en el periodo enero-setiembre de 2016, en particular las de insumos y bienes de capital; y por otro lado, las exportaciones crecieron 2,9 por ciento. En el caso de las exportaciones, el volumen creció 11,0 por ciento, impulsado por las mayores ventas del sector tradicional (en especial de harina de pescado, café, cobre y oro).







Se proyecta que se mantendrá esta tendencia decreciente del déficit en cuenta corriente, pasando de 3,2 por ciento del PBI en 2016 a 2,8 por ciento en 2017 y 2018, lo cual toma en cuenta el incremento esperado de las exportaciones mineras y la recuperación de los precios de exportación. Se espera también que el financiamiento de largo plazo de fuentes privadas en los años 2017 y 2018 continúe siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos (4,6 y 4,5 por ciento del PBI, respectivamente). Este nivel de financiamiento es menor al observado en los últimos años, lo que se explica por el término de un ciclo de grandes inversiones mineras. No obstante, dicho financiamiento continuará excediendo la brecha de la cuenta corriente, siendo el principal componente, la inversión directa extranjera.

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

	2015		2016*			2017*		2018*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-7 582</b>	<b>-9 210</b>	<b>-5 230</b>	<b>-7 476</b>	<b>-6 186</b>	<b>-6 964</b>	<b>-5 850</b>	<b>-7 124</b>	<b>-6 185</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	-5,3	-4,8	-3,6	-3,8	-3,2	-3,4	-2,8	-3,3	-2,8
1. Balanza comercial	-3 017	-3 150	-148	-442	667	367	2 454	649	2 252
a. Exportaciones	25 029	34 236	25 749	35 299	36 062	38 524	40 252	40 675	41 986
b. Importaciones	-28 045	-37 385	-25 897	-35 741	-35 395	-38 156	-37 798	-40 025	-39 734
2. Servicios	-1 312	-1 732	-1 106	-1 507	-1 475	-1 257	-1 320	-1 423	-1 376
3. Renta de factores	-5 735	-7 659	-6 777	-9 145	-9 055	-9 670	-10 623	-9 994	-10 758
4. Transferencias corrientes	2 483	3 331	2 801	3 619	3 678	3 595	3 639	3 644	3 697
Del cual: Remesas del exterior	2 009	2 725	2 132	2 818	2 931	2 921	3 022	2 936	3 048
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>7 443</b>	<b>9 282</b>	<b>4 964</b>	<b>8 089</b>	<b>5 831</b>	<b>8 464</b>	<b>7 350</b>	<b>8 624</b>	<b>7 685</b>
Del cual:									
1. Sector privado	5 074	5 326	3 099	5 506	4 658	6 134	5 086	6 515	5 576
a. Largo plazo	6 222	8 043	2 114	4 428	4 016	6 134	5 086	6 515	5 576
b. Corto plazo <sup>1/</sup>	-1 148	-2 717	985	1 078	642	0	0	0	0
2. Sector público <sup>2/</sup>	2 369	3 956	1 865	2 583	1 172	2 331	2 264	2 109	2 109
<b>III. RESULTADO (=I+II)</b>	<b>-138</b>	<b>73</b>	<b>-266</b>	<b>613</b>	<b>-356</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>

**Nota:**

Entrada de capitales externos de largo

plazo del sector privado (% del PBI) <sup>3/</sup>

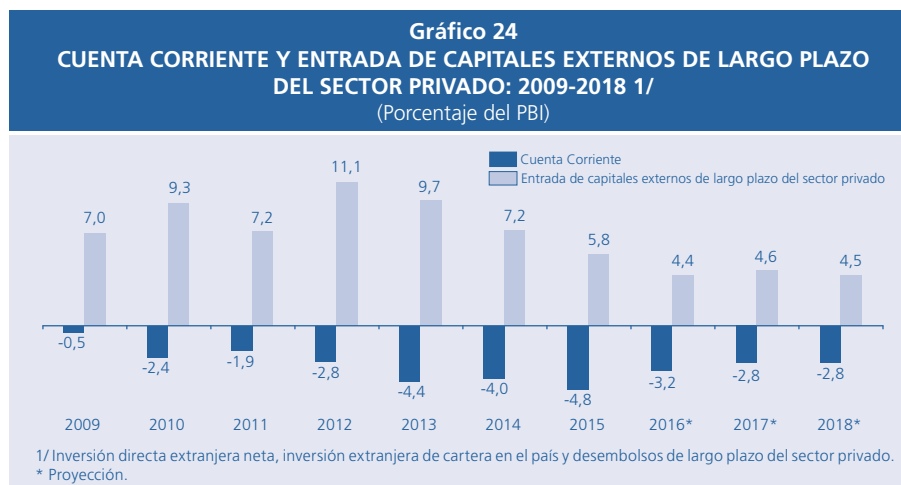
1/ Incluye errores y omisiones netos.

2/ Incluye financiamiento excepcional.

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

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.



## Balanza comercial

12. Luego de registrar un déficit acumulado de casi US\$ 3 mil millones en los primeros nueve meses de 2015, la balanza comercial registró, durante igual periodo de 2016, un déficit de US\$ 148 millones. Esta reducción del déficit se explica principalmente por las menores importaciones, y en menor medida, por las mayores exportaciones.

La evolución positiva de estos tres trimestres y las menores presiones de precios, en comparación a lo considerado en el Reporte previo para todo el horizonte de proyección, ha llevado a revisar al alza la proyección de la balanza comercial. Para el año 2017, se prevé una mejora de alrededor de US\$ 2,1 mil millones, mientras que para 2018 se estima un superávit mayor en casi US\$ 1,6 mil millones respecto al Reporte de setiembre.

**Cuadro 9**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Millones de US\$)

	2015		2016*			2017*		2018*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>25 029</b>	<b>34 236</b>	<b>25 749</b>	<b>35 299</b>	<b>36 062</b>	<b>38 524</b>	<b>40 252</b>	<b>40 675</b>	<b>41 986</b>
<i>De las cuales:</i>									
Productos tradicionales	17 124	23 291	18 109	24 871	25 371	27 628	29 265	29 091	30 200
Productos no tradicionales	7 840	10 857	7 572	10 328	10 598	10 793	10 902	11 476	11 695
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>28 045</b>	<b>37 385</b>	<b>25 897</b>	<b>35 741</b>	<b>35 395</b>	<b>38 156</b>	<b>37 798</b>	<b>40 025</b>	<b>39 734</b>
<i>De las cuales:</i>									
Bienes de consumo	6 488	8 791	6 326	8 786	8 595	9 112	8 897	9 393	9 233
Insumos	12 151	15 923	11 127	15 157	15 225	16 405	16 738	17 252	17 585
Bienes de capital	8 975	12 007	8 230	11 426	11 297	12 580	12 269	13 297	13 061
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-3 017</b>	<b>-3 150</b>	<b>-148</b>	<b>-442</b>	<b>667</b>	<b>367</b>	<b>2 454</b>	<b>649</b>	<b>2 252</b>

RI: Reporte de Inflación  
\* Proyección





La nueva proyección asume que, para el caso de las exportaciones, las ventas provenientes del sector minero en el horizonte de proyección se verían favorecidas por el alza transitoria que han tenido las cotizaciones internacionales de algunos minerales desde fines de 2016, lo cual se revertiría gradualmente durante 2017 y 2018. Este efecto precio más que compensaría la desaceleración de los volúmenes de productos tradicionales asociado al menor crecimiento esperado en los sectores primarios.

Para el caso de las importaciones, considerando la evolución registrada hasta setiembre, la proyección para el año 2016 se ha revisado a la baja. Hacia adelante, para 2017 y 2018, se prevé que las importaciones registrarían una recuperación consistente con el crecimiento estimado de la demanda interna, aunque a niveles inferiores a los reportados en el Reporte previo (efecto base).

**Cuadro 10**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Variaciones porcentuales)

	2015		2016*			2017*		2018*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>1. Valor:</b>									
Exportaciones	-15,5	-13,4	2,9	3,1	5,3	9,1	11,6	5,6	4,3
Productos tradicionales	-18,5	-15,9	5,8	6,8	8,9	11,1	15,3	5,3	3,2
Productos no tradicionales	-7,6	-7,0	-3,4	-4,9	-2,4	4,5	2,9	6,3	7,3
Importaciones	-9,3	-8,9	-7,7	-4,4	-5,3	6,8	6,8	4,9	5,1
<b>2. Volumen:</b>									
Exportaciones	-0,8	1,8	11,0	8,1	10,2	5,0	4,0	4,4	4,4
Productos tradicionales	2,1	5,7	16,1	13,7	14,9	5,5	4,1	4,6	4,8
Productos no tradicionales	-5,6	-5,3	-0,2	-3,4	0,3	2,9	2,9	4,3	4,3
Importaciones	-0,3	0,3	-3,5	-2,2	-2,5	3,4	3,3	3,6	3,5
<b>3. Precio:</b>									
Exportaciones	-14,8	-14,9	-7,7	-4,8	-4,4	3,7	7,3	1,2	-0,1
Productos tradicionales	-19,9	-20,4	-9,7	-6,1	-5,2	5,3	10,8	0,7	-1,5
Productos no tradicionales	-2,1	-1,8	-3,2	-1,5	-2,7	1,6	-0,1	2,0	2,9
Importaciones	-9,6	-9,2	-4,3	-2,6	-2,9	2,7	3,2	1,3	1,6

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

## Financiamiento externo

13. En el periodo enero-setiembre de 2016, el flujo neto de capitales del sector privado ascendió a US\$ 3 099 millones, monto inferior en US\$ 1 975 millones al registrado en igual periodo del año anterior. Este resultado reflejó el menor financiamiento obtenido en préstamos de largo plazo y en la inversión directa extranjera (luego de la finalización de proyectos mineros, tales como Cerro Verde y Las Bambas).

El flujo de inversión directa extranjera pasó de US\$ 7 075 millones en los nueve primeros meses de 2015 a US\$ 4 655 millones en igual periodo del presente año.

Según información del Ministerio de Energía y Minas, las inversiones en el sector minero en el período enero-agosto de 2016, ascendieron a US\$ 2 728 millones, lo que representa una reducción de 44,5 por ciento respecto a similar período del año previo. La principal causa de este menor ritmo de inversión estuvo asociada a la culminación de megaproyectos, específicamente, Cerro Verde (- 91,6 por ciento), Las Bambas (- 68 por ciento) y Toromocho (- 59,5 por ciento).

Sin embargo, considerando la evolución del tercer trimestre, la proyección del flujo de inversión extranjera directa ha sido revisada al alza de US\$ 5 098 millones en el Reporte de setiembre a US\$ 5 961 millones. Esta revisión refleja el financiamiento a Entel Perú por parte de su matriz chilena, destinado en parte al pago de la concesión de un bloque de la banda de 698-806 MHz.

Cuadro 11 CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO (Millones de US\$)									
	2015		2016*			2017*		2018*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>SECTOR PRIVADO (A + B)</b>	<b>5 074</b>	<b>5 326</b>	<b>3 099</b>	<b>5 506</b>	<b>4 658</b>	<b>6 134</b>	<b>5 086</b>	<b>6 515</b>	<b>5 576</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	3,5	2,8	2,2	2,8	2,4	3,0	2,5	3,0	2,6
<b>A. LARGO PLAZO</b>	<b>6 222</b>	<b>8 043</b>	<b>2 114</b>	<b>4 428</b>	<b>4 016</b>	<b>6 134</b>	<b>5 086</b>	<b>6 515</b>	<b>5 576</b>
<b>1. ACTIVOS</b>	<b>-1 449</b>	<b>-433</b>	<b>-907</b>	<b>-1 184</b>	<b>-869</b>	<b>-1 500</b>	<b>-1 760</b>	<b>-1 471</b>	<b>-1 783</b>
<b>2. PASIVOS</b>	<b>7 671</b>	<b>8 476</b>	<b>3 021</b>	<b>5 613</b>	<b>4 885</b>	<b>7 634</b>	<b>6 846</b>	<b>7 987</b>	<b>7 359</b>
Inversión directa extranjera en el país	7 075	7 817	4 655	5 098	5 961	5 593	5 593	5 723	5 723
Sector no financiero	1 372	1 828	-383	1 477	114	2 275	1 488	2 461	1 824
Préstamos de largo plazo	1 661	2 410	2	1 126	232	1 036	467	1 018	648
Inversión de cartera	-289	-582	-385	351	-118	1 239	1 021	1 443	1 176
Sector financiero	-776	-1 169	-1 251	-963	-1 189	-235	-235	-198	-188
Préstamos de largo plazo	-771	-1 155	-1 139	-956	-1 077	-296	-296	-248	-238
Inversión de cartera	-5	-14	-112	-7	-112	61	61	50	50
<b>B. CORTO PLAZO <sup>1/</sup></b>	<b>-1 148</b>	<b>-2 717</b>	<b>985</b>	<b>1 078</b>	<b>642</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

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

Los flujos de financiamiento de largo plazo para el sector privado están destinados a financiar proyectos de inversión de empresas en diversos sectores de la economía. Se proyecta que en 2017 estos flujos se recuperarían con respecto a 2016 en línea con la proyección de inversión privada, en un contexto de mayores términos de intercambio, confianza empresarial optimista y esfuerzos gubernamentales para destrabar y agilizar proyectos. De acuerdo a información de anuncios de inversión privada, los principales anuncios se ubican en el sector minería (29 por ciento de la muestra), hidrocarburos (14 por ciento), e infraestructura (17 por ciento), los cuales tienen un importante componente de financiamiento externo. La mayor parte del financiamiento provendría de inversión extranjera directa, lo cual sería complementado con flujos de préstamos y emisiones de bonos en los mercados internacionales.





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

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
<b>MINERÍA</b>	Southern Perú Cooper Corp.	Ampliación de Mina Toquepala
	Aluminium Corp. Of China Ltd.(Chinalco)	Mejoras y ampliación en el sistema productivo de Toromocho
	Shougang Corporation	Ampliación de Mina Marcona
	Grupo Breca	Mina Justa
	Jinzhaio Mining	Pampa del Pongo
<b>HIDROCARBUROS</b>	Enagas; Odebrecht	Mejoras a la seguridad energética del país y desarrollo del Gasoducto Sur Peruano
	China National Petroleum Corporation; Repsol YPF S.A.	Lote 57 - Kinteroni
	China National Petroleum Corporation	Exploración lote 58
	Calidda Gas Natural del Perú	Masificación de gas
	Karoon Gas Natural	Exploración lote Z-38
<b>ENERGÍA</b>	Isolux	Línea de Transmisión Moyobamba-Iquitos
	Corsan- Corvian	Central Hidroeléctrica Molloco
	Luz del Sur	Central Termoeléctrica Pacífico Sur
	Generación Electrica Las Salinas	Parque Eólico Samaca
	Termochilca	Central Térmica Domingo Olleros-Ciclo Combinado
<b>INDUSTRIA</b>	Corporación Lindley	Almacenes, centros de distribución y mejoras en infraestructura
	Repsol YPF	Ampliación de Refinería La Pampilla
	Técnicas Reunidas	Modernización Refinería de Talara
	CMPC Tissue	Planta de Tissue
	Plásticos Rival	Fábrica de Tubos
	Precor	Mega Planta en Chilca
	Medrock	Planta de Producción de Medicamentos
<b>INFRAESTRUCTURA</b>	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 del Metro de Lima
	Consorcio Rutas de Lima	Vías Nuevas de Lima
	Consorcio Consierra II	Longitudinal de la Sierra Tramo 2
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Covisol	Autopista del Sol Trujillo - Sullana
	Kuntur Wasi	Aeropuerto Internacional Chinchero
	Covi Perú	Red Vial N° 6 Pucusana-Ica
	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay
<b>OTROS SECTORES</b>	Grupo Telefónica	Infraestructura e implementación del servicio 4G
	Entel	Desarrollo de servicios y redes 4G
	América Móvil	Implementación y expansión de redes 4G
	Grupo Falabella	Expansión y nuevos centros comerciales
	Besalco S.A.	Proyecto inmobiliario
	Graña y Montero Vivienda (GMV)	Proyectos de vivienda
	Grupo Interbank	Expansión y nuevos centros comerciales
Grupo Breca	Expansión y nuevos hoteles, clínicas y centros comerciales	

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

En el **sector minero**, proyectos como la ampliación de Toquepala (con una inversión total de US\$ 1,2 mil millones), y Marcona (con una inversión estimada de US\$ 1,5 mil millones) continúan desarrollándose. En el primer caso, al mes de setiembre de 2016, Southern realizó inversiones por US\$ 477 millones en el proyecto, que incluye una nueva concentradora con tecnología de avanzada que permitirá aumentar la

capacidad de producción anual de cobre de 100 mil toneladas a 235 mil toneladas. En el caso de la ampliación de Marcona de Shougang, la inversión está orientada a la ampliación de la mina, sustitución de equipos en la planta de beneficio, optimización de procesos productivos y mejoras de infraestructura existente, con el objetivo de incrementar la producción anual en 10 millones de toneladas de hierro.

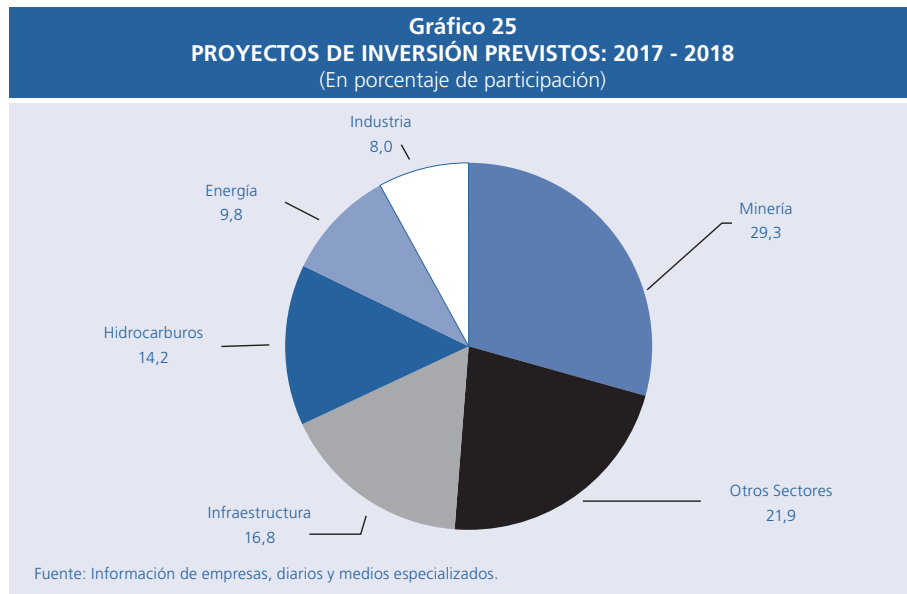
En el **sector hidrocarburos**, un proyecto importante es Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur Peruano, paralizado desde abril por no contar con el cierre financiero. Se asume que el próximo año se retomaría el proyecto.

En el **sector de energía** continúa el desarrollo de proyectos tales como la Línea de Transmisión 200 Kv. Moyobamba - Iquitos y la Central Térmica Santo Domingo de Olleros (Turbina a vapor- ciclo combinado). Estos proyectos, al mes de octubre, tienen un avance de 44 y 32 por ciento, respectivamente, sumando en conjunto inversiones de alrededor de US\$ 420 millones para el período 2017-2018. Cabe señalar, que durante 2016, entraron en operación los proyectos Cerro del Águila, Nodo Energético del Sur, y Central Eólica Tres Hermanas, que en conjunto representaron US\$ 1,8 mil millones de inversión total.

En el **sector infraestructura**, respecto a la Línea 2 del Metro de Lima, cuya inversión privada asciende a US\$ 2 mil millones, se ha logrado realizar la entrega de terrenos al concesionario para las estaciones del 21 al 24, permitiendo el reinicio de las obras. Asimismo, se ha iniciado las obras civiles de la Estación 23 Hermilio Valdizán y la Estación 24 Mercado Santa Anita. Por otro lado, se ha iniciado las obras para la liberación de interferencias de redes de agua potable y alcantarillado en las estaciones 3, 4, 18 y 19. En el Terminal Portuario General San Martín (US\$ 129 millones), a cargo de Consorcio Paracas, se han acordado los términos para la firma de la adenda de bancabilidad del contrato de concesión. Respecto a la Autopista El Sol, que une las ciudades de Trujillo y Sullana, cuya inversión asciende a US\$ 329 millones, se ha priorizado la liberación de interferencias y la construcción de la segunda calzada en diferentes tramos. En el caso del Aeropuerto Jorge Chávez, se ha avanzado con la ejecución de obras de movimiento del ducto de gas, con la reubicación de la línea de impulsión de Sedapal, y con la suscripción de un convenio marco con la Municipalidad del Callao para atender obligaciones de ampliación del aeropuerto y del ramal Gambetta de la Línea 4 del metro de Lima. Se espera que este año termine las obras del Túnel Gambetta. Este proyecto implica una inversión total de US\$ 1,1 mil millones, del que se ha invertido US\$ 337 millones al mes de octubre.

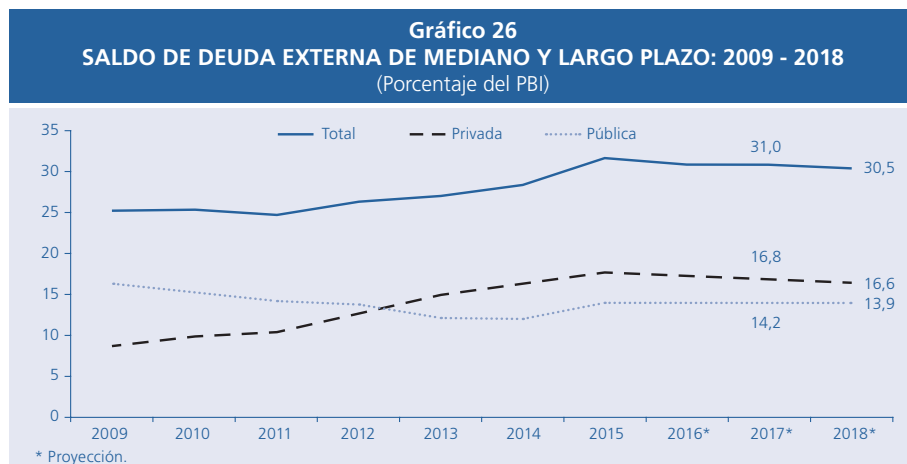
Los sectores ligados a la **construcción** como el inmobiliario, hotelero, educación y salud, continúan realizando anuncios de ampliación, remodelación y ejecución de nuevos proyectos, tanto en Lima como en provincias, de forma consistente con el mayor dinamismo esperado para la demanda interna para los próximos años.





14. El flujo positivo que se espera en la **cuenta financiera del sector público** para los siguientes dos años refleja importantes desembolsos destinados a financiar diversos proyectos de inversión (como la ampliación de la Refinería de Talara y el desarrollo de la Línea 2 del Metro de Lima), así como las necesidades de financiamiento del fisco.
15. El endeudamiento externo total ha venido reflejando en los últimos años la evolución del componente privado, que al cierre de 2015 se elevó a 17,9 por ciento del PBI, mientras que el componente público fue equivalente a 13,9 por ciento del producto.

Se espera que el endeudamiento privado se mantenga estable por encima de 16,5 por ciento del PBI dentro del horizonte de proyección. Esto estaría asociado a la mayor inversión en infraestructura, la cual estaría compensando la menor inversión minera.



16. La solidez de la balanza de pagos ante eventos negativos en la economía mundial se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, la economía peruana cuenta con niveles de respaldo elevados a nivel de la región que se fueron construyendo de manera preventiva en el periodo de inlfujos de capitales y de altos precios de *commodities*.

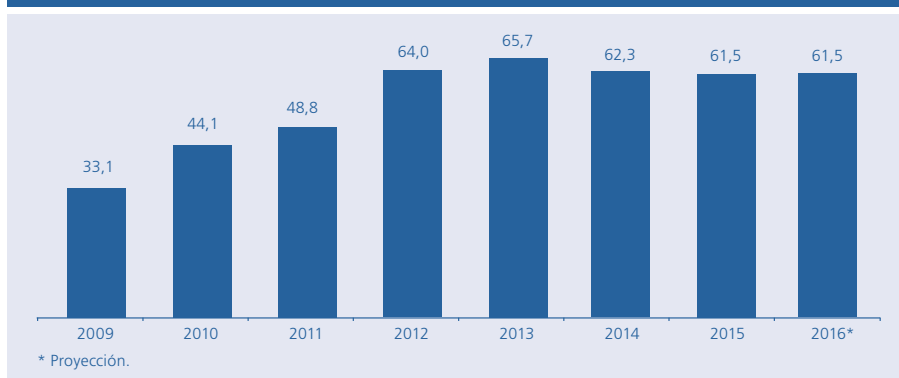
**Cuadro 13**  
**INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL**

	2006	2011	2016*
<b>RIN como porcentaje de:</b>			
a. PBI	19,6	28,6	31,5
b. Deuda externa de corto plazo <sup>1/</sup>	166	471	541
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	230	360	350
<b>Deuda externa de mediano y largo plazo (como porcentaje del PBI):</b>	<b>28,7</b>	<b>24,4</b>	<b>31,0</b>
a. Privada	4,1	10,2	17,1
b. Pública	24,6	14,2	13,8

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

\* Proyección

**Gráfico 27**  
**RESERVAS INTERNACIONALES**  
(Miles de millones de US\$)







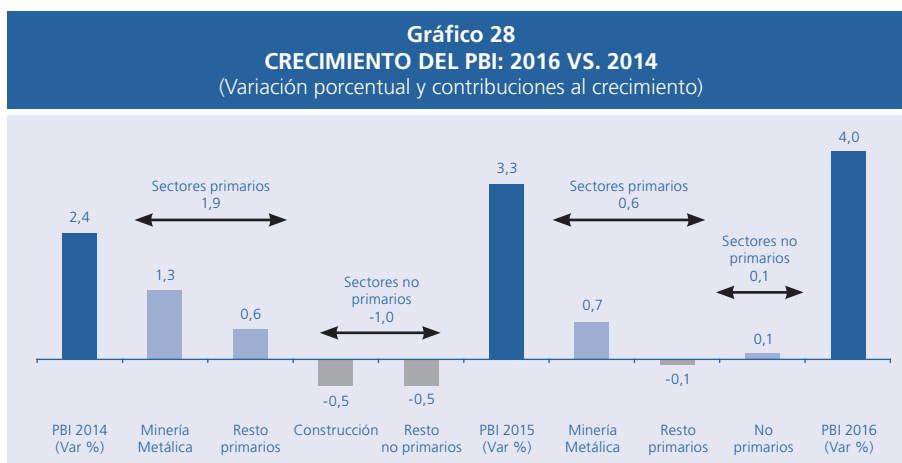
### III. Actividad económica

#### PBI sectorial

17. Durante los tres primeros trimestres de 2016 el PBI creció 4,2 por ciento, tasa superior al 3,3 por ciento obtenido en 2015. Ello se explica principalmente por la evolución de los sectores primarios, que crecieron 9,7 por ciento, en comparación al 6,9 por ciento del año previo. Dentro del sector primario, destacó el crecimiento del subsector minería metálica (23,5 por ciento), impulsado principalmente por la producción de cobre de Las Bambas y Cerro Verde.

Para el cuarto trimestre de 2016 se espera un menor crecimiento sectorial. Esto se debería a que en el último trimestre del año el sector minería metálica experimentaría el menor crecimiento del año. Por su parte, los sectores no primarios se desacelerarían en el cuarto trimestre, principalmente por la contracción del sector construcción.

18. La proyección de crecimiento del PBI muestra una aceleración entre 2015 y 2016, de 3,3 a 4,0 por ciento. La minería metálica, al igual que el año pasado, es el sector que más contribuye con esta aceleración.



La proyección de crecimiento del PBI para el presente año se mantiene en 4,0 por ciento. Sin embargo, se han realizado revisiones en las tasas de crecimiento de los sectores productivos. Las revisiones a la baja comprenden los sectores manufactura primaria y pesca, por el lado primario; y manufactura no primaria y construcción, por el lado no

primario, consistente con el menor dinamismo de la inversión proyectada para el año. El menor crecimiento de estos sectores es compensado por una revisión al alza de la producción de minería metálica, incentivada por una mayor producción de Las Bambas.

La proyección de crecimiento del PBI para 2017 se ha revisado a la baja, de 4,5 a 4,3 por ciento, esencialmente por un menor crecimiento esperado de la producción de cobre para dicho año, aunado a una menor actividad agrícola y comercial. Por último, el crecimiento esperado para el año 2018 se ha mantenido en 4,2 por ciento.

Cuadro 14 PBI POR SECTORES ECONÓMICOS (Variaciones porcentuales reales)									
	2015		2016*			2017*		2018*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>Agropecuario</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
Agrícola	2,3	2,1	-0,4	0,1	-0,3	3,9	2,3	5,5	5,5
Pecuario	5,8	5,5	3,6	3,3	3,7	3,8	3,6	4,2	4,2
<b>Pesca</b>	<b>9,1</b>	<b>15,9</b>	<b>-22,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-12,8</b>	<b>24,8</b>	<b>34,7</b>	<b>4,1</b>	<b>5,7</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>7,5</b>	<b>9,5</b>	<b>18,4</b>	<b>14,7</b>	<b>16,6</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>
Minería metálica	13,3	15,5	23,5	19,0	21,7	8,7	7,5	4,6	5,0
Hidrocarburos	-12,3	-11,5	-3,8	-4,6	-5,5	5,9	7,1	6,8	6,6
<b>Manufactura</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
Recursos primarios	-2,1	1,8	-4,8	-0,1	-2,2	7,7	10,0	4,0	4,1
Manufactura no primaria	-2,6	-2,6	-2,3	-2,0	-2,1	2,0	1,7	4,0	4,0
<b>Electricidad y agua</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>8,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Construcción</b>	<b>-7,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>
<b>Comercio</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
<b>Servicios</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>
Nota:									
<b>PBI primario</b>	<b>5,0</b>	<b>6,9</b>	<b>9,7</b>	<b>8,9</b>	<b>9,6</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>
<b>PBI no primario</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

- a) El **sector agropecuario** se desaceleró de 3,6 por ciento en los primeros 9 meses de 2015 a 1,1 por ciento en igual periodo de 2016. Ello se debió principalmente a la contracción de la actividad agrícola, pues la ausencia de lluvias afectó la producción de arroz, papa y otros cultivos andinos como maíz amiláceo, trigo, arveja, haba, quinua y cebada.

La actividad agropecuaria se está desarrollando en condiciones de déficit hídrico. Dichas condiciones, determinantes en la agricultura, dependen tanto de las anomalías oceánicas como atmosféricas. Mientras que las primeras se encuentran neutras, las segundas presentan irregularidades que se atenuarían





con la llegada de la estación de verano. A diciembre, el nivel de precipitaciones ha mejorado sin alcanzar un nivel de suficiencia necesario. Por ello, se revisa a la baja la proyección de crecimiento del sector en 2017, mientras que para 2018 se espera que estas condiciones adversas se disipen por lo que la proyección de crecimiento del sector agropecuario se mantiene en 5,0 por ciento.

- b) Durante los tres primeros trimestres de 2016, el **sector pesca** se contrajo 22,2 por ciento, a causa de la menor captura de anchoveta para consumo industrial. La menor extracción de esta especie se debió al cierre prematuro de la primera temporada de pesca, ante la presencia del desove adelantado de la anchoveta. Este evento fue atenuado parcialmente por la mayor captura de caballa para consumo humano directo, ante una mayor disponibilidad de la especie, la cual se benefició de anomalías oceánicas.

Para 2016 se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento del sector. Ello se debe a que se espera menor extracción de anchoveta para consumo industrial en la segunda temporada de pesca, en un contexto de una cuota menor a la proyectada en el Reporte anterior. La presencia de juveniles en lo que va de la segunda temporada de pesca garantizaría una biomasa adecuada para 2017 lo que, asociado al retraso en las capturas de este año y a condiciones oceánicas normales, llevaría a una normalización del crecimiento del sector para 2017 y 2018.

- c) La proyección de crecimiento del sector **minería metálica** para 2016 se revisa al alza por la mayor producción de cobre de Las Bambas en el tercer trimestre del año. En el presente Reporte se asume que la producción de dicha empresa superaría la producción anual estimada en el Reporte previo.

Asimismo, se espera que el impulso del crecimiento del cobre se modere en los siguientes años. Para 2018 se prevé que entre en funcionamiento la expansión de la mina Toquepala, perteneciente a Southern Perú, que permitiría a la empresa aumentar sus niveles de producción.

**Cuadro 15**  
**PRODUCCIÓN DE COBRE**  
(Miles de Toneladas Métricas Finas)

	2015	2016*	2017*	2018*
Antamina	412	448	430	440
Southern	298	288	312	366
Cerro Verde	208	477	525	538
Antapaccay	203	223	230	230
Toromocho	182	159	200	220
Constancia	106	137	130	130
Las Bambas	7	344	460	500
Resto de empresas	212	220	235	242
<b>TOTAL</b>	<b>1 628</b>	<b>2 296</b>	<b>2 521</b>	<b>2 667</b>

\* Proyección.

La **producción de oro** entre enero y setiembre aumentó 4,7 por ciento con respecto al mismo periodo de 2015, sustentada principalmente en la producción de Inmaculada y en los productores artesanales de Madre de Dios, Puno, Arequipa y Piura. Cabe resaltar que las cifras de producción de estos tres últimos departamentos recién están disponibles a partir de febrero de 2016, por lo que el aumento de su producción está asociado a un efecto base. Para 2017, se espera que la producción de este mineral aumente por los nuevos proyectos auríferos, especialmente por Invicta y Tambomayo. En el segundo semestre de 2018 se espera que el proyecto San Gabriel, de Buenaventura, inicie su fase de producción.

Cuadro 16 PRODUCCIÓN DE ORO (Miles de Onzas Finas)				
	2015	2016*	2017*	2018*
Yanacocha	890	658	500	500
Barrick Misquichilca	614	526	463	463
Madre de Dios <sup>1/</sup>	391	549	540	540
Buenaventura	218	195	208	208
Inmaculada	59	163	147	147
Anama	74	91	89	89
Shahuindo	0	44	85	85
Invicta	0	0	96	118
Tambomayo	0	2	120	130
Resto de empresas	2 434	2 637	2 701	2 747
<b>TOTAL</b>	<b>4 680</b>	<b>4 863</b>	<b>4 949</b>	<b>5 026</b>

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

La **producción de zinc** se contrajo en 9,1 por ciento durante los nueve primeros meses de 2016 por la menor producción de Los Quenuales, asociada al cierre de la unidad minera Iscaycruz, y de Antamina, por las menores leyes del mineral. Sin embargo, Antamina se recuperaría hacia 2017, lo que se reflejaría en un crecimiento de la producción de zinc.

Cuadro 17 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)				
	2015	2016*	2017*	2018*
Cobre	25,8	41,1	9,8	5,8
Oro	3,8	4,0	1,8	1,6
Zinc	8,1	-7,0	7,0	2,6

\* Proyección.

- d) La producción del **subsector hidrocarburos** cayó 3,8 por ciento entre enero y setiembre de 2016 debido a la menor producción de petróleo. Ello estaría





relacionado a la nula explotación del lote petrolero 192, a cargo de Pacific Stratus, y del lote 8 de Pluspetrol, debido a las rupturas en el oleoducto y a las protestas de las comunidades de la zona, respectivamente.

La menor producción de petróleo en el periodo fue parcialmente atenuada por la mayor producción de gas y líquidos de gas natural. Ello se debe a un efecto base, pues en el tercer trimestre de 2015 se realizaron labores de mantenimiento en el gasoducto.

Por último, se espera que la reparación total del oleoducto ocurra a finales de 2017, lo cual reactivaría la producción de los lotes afectados y permitiría obtener mayores tasas de producción de crudo en 2018.

- e) La producción del sector **manufactura** en los tres primeros trimestres se contrajo 3,0 por ciento debido principalmente a un menor procesamiento de harina y aceite de pescado, consistente con la menor extracción de anchoveta en el periodo. Debido a la menor captura esperada de esta especie para 2016, se ha revisado la proyección de contracción de la manufactura primaria de 0,1 a 2,2 por ciento. Asimismo, en 2017 la manufactura presentaría un crecimiento mayor al proyectado previamente, por la revisión al alza del crecimiento del sector pesca.

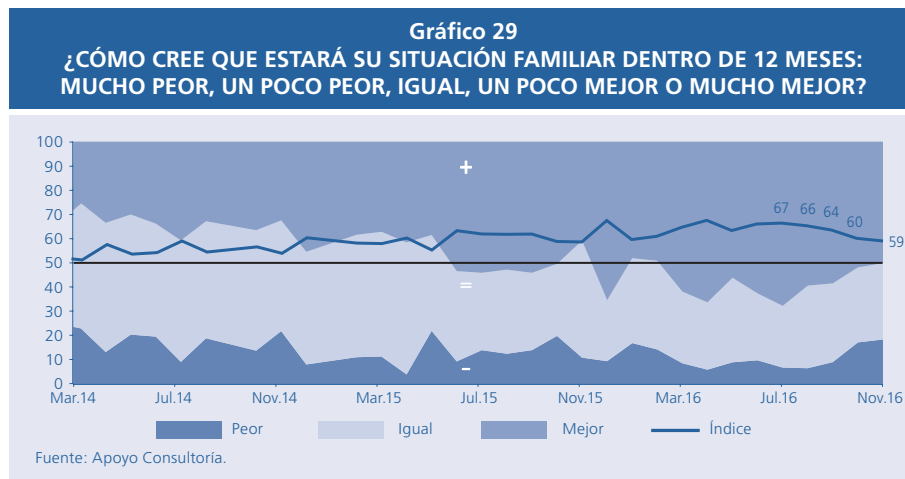
Por su parte, en 2016 la manufactura no primaria también se contraería más que lo proyectado en el Reporte anterior. Ello se debería principalmente a que se espera una mayor caída de las ramas orientadas a la inversión, en línea con la revisión a la baja de la inversión pública y privada.

### **PBI gasto**

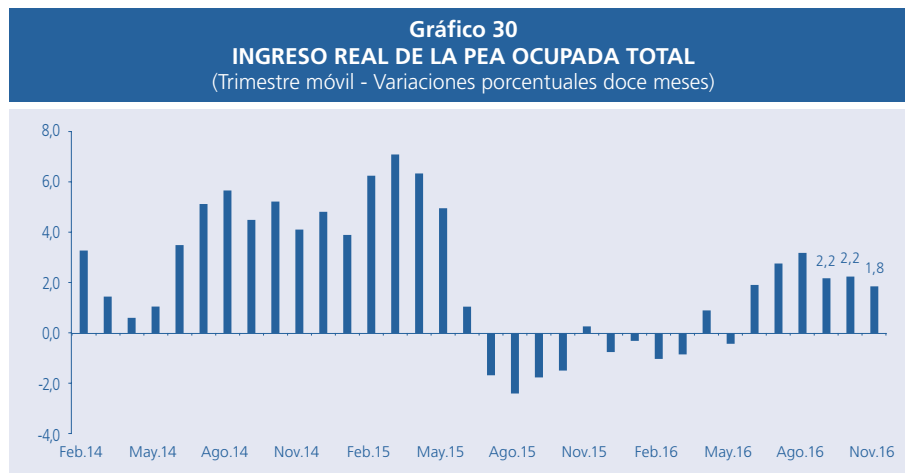
- 19. El crecimiento del PBI durante los primeros tres trimestres del año (4,2 por ciento), estuvo impulsado por la favorable evolución de las exportaciones (9,6 por ciento), consistente con las altas tasas de crecimiento de la producción minera registradas en dicho periodo. En contraste, la demanda interna creció solo 1,1 por ciento en un contexto en el que la inversión privada mantuvo su tendencia negativa con una caída de 6,2 por ciento, como resultado de la contracción de la inversión minera. Asimismo, el gasto público se aceleró durante este periodo al registrar un crecimiento de 7,0 por ciento, mientras que el consumo privado mantuvo su dinamismo con un crecimiento de 3,6 por ciento.

Los indicadores de la demanda interna presentan tendencias mixtas. Por un lado, existen indicadores favorables referidos a los determinantes del gasto de consumo privado (ingresos y crédito), mientras que por otro lado, se registra una reversión de la tendencia del nivel de confianza del consumidor. Respecto a la inversión privada, los indicadores contemporáneos siguieron señalando una evolución negativa.

- a) El Índice de Confianza del Consumidor continuó desacelerándose y se ubicó en 59 puntos en noviembre, luego de que en el mes de julio llegara a un nivel de 67 puntos.

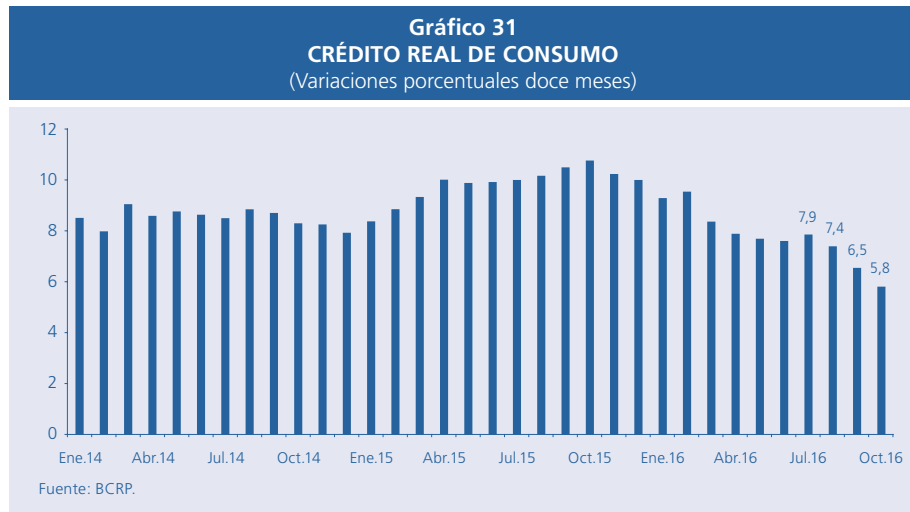


- b) El ingreso real de la Población Económicamente Activa (PEA) ocupada creció 1,8 por ciento en noviembre, registrando una tasa positiva por sexto mes consecutivo.

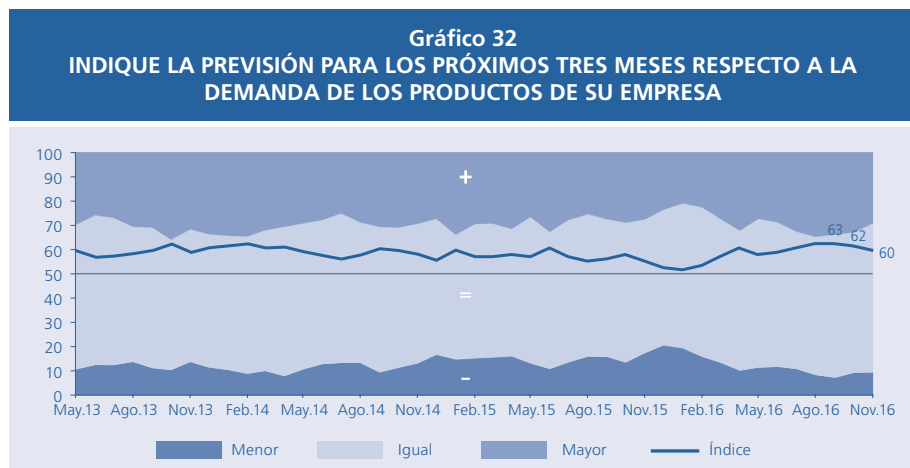


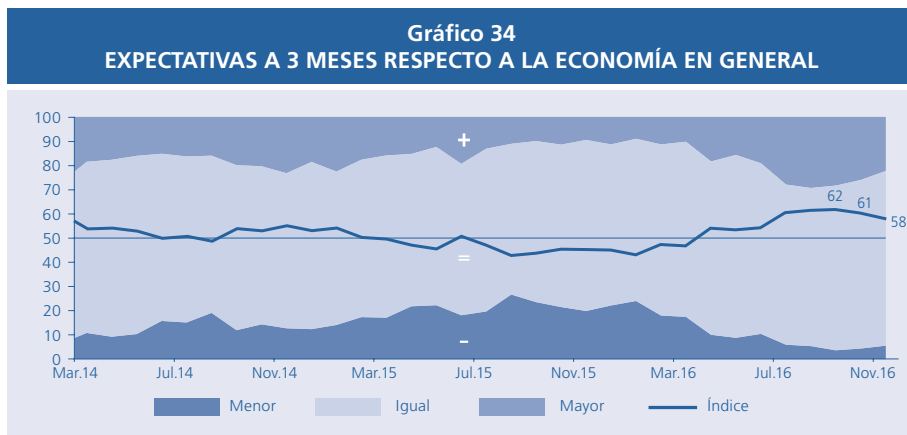
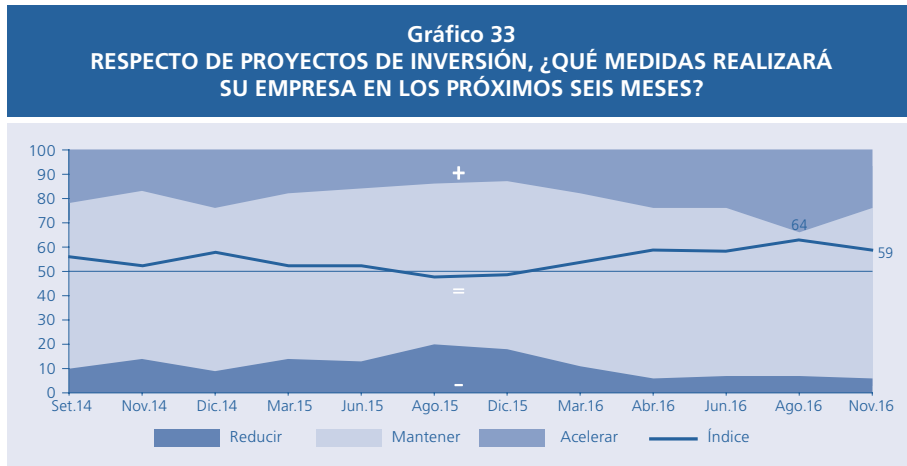


- c) El crédito de consumo continuó creciendo en términos reales por encima de los ingresos aunque a tasas menores que las observadas desde el mes de julio. En octubre de 2016, la tasa de crecimiento fue de 5,8 por ciento.

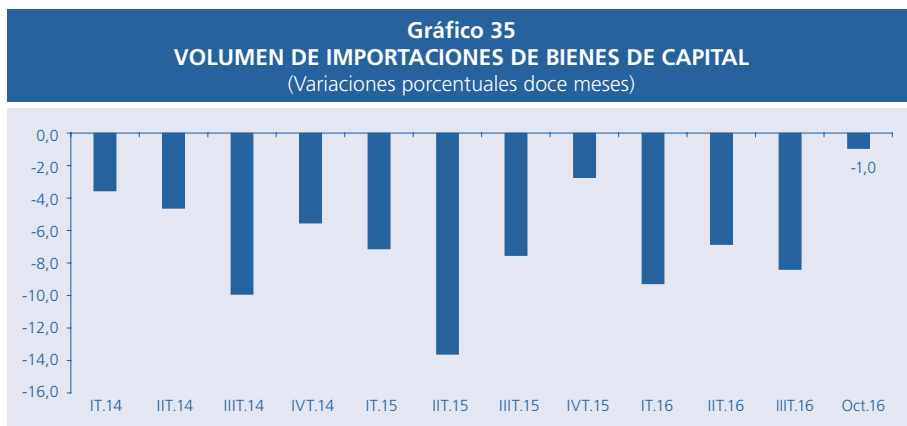


- d) Las expectativas de demanda a tres meses de las empresas se han mantenido en el tramo optimista y alcanzaron los 60 puntos en noviembre, sin embargo, registran un descenso por tercer mes consecutivo. Igualmente, las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses muestra una moderación desde julio de 2016 ubicándose en 58 puntos, luego de alcanzar 61 en julio de 2016. Por otro lado, el indicador de expectativas de inversión a 6 meses muestra una tendencia negativa y descendió a un nivel de 59 puntos en noviembre (menor al de agosto de 2016 de 64 puntos).





- e) El volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión, disminuyó 1,0 por ciento en octubre de 2016 y acumuló una caída de 2,1 por ciento entre agosto y octubre de 2016.







**Cuadro 18**  
**DEMANDA INTERNA Y PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2015		2016*			2017*		2018*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>I. Demanda interna</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
<b>1. Gasto privado</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>
Consumo	3,3	3,4	3,6	3,5	3,5	3,8	3,5	4,0	4,0
Inversión privada fija	-5,3	-4,5	-6,2	-4,3	-5,5	5,0	5,0	5,0	5,0
Variación de existencias (contribución)	1,7	1,1	-1,1	-0,7	-0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0
<b>2. Gasto público</b>	<b>2,3</b>	<b>4,2</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>	<b>2,8</b>
Consumo	8,1	9,5	5,9	5,7	3,0	3,0	4,2	3,5	2,2
Inversión	-12,2	-7,5	10,1	10,3	0,1	4,5	7,4	6,2	4,5
<b>II. Demanda Externa Neta</b>									
1. Exportaciones	0,9	3,5	9,6	6,9	8,6	5,5	4,7	4,6	4,6
2. Importaciones	1,6	2,1	-2,9	-1,7	-2,1	3,6	3,6	3,7	3,7
<b>III. PBI</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

20. Este Reporte mantiene la proyección de crecimiento del PBI para 2016 de 4,0 por ciento, pero con una composición diferente. Las mayores exportaciones se compensarían con la mayor contracción de la inversión privada y con el menor gasto público.

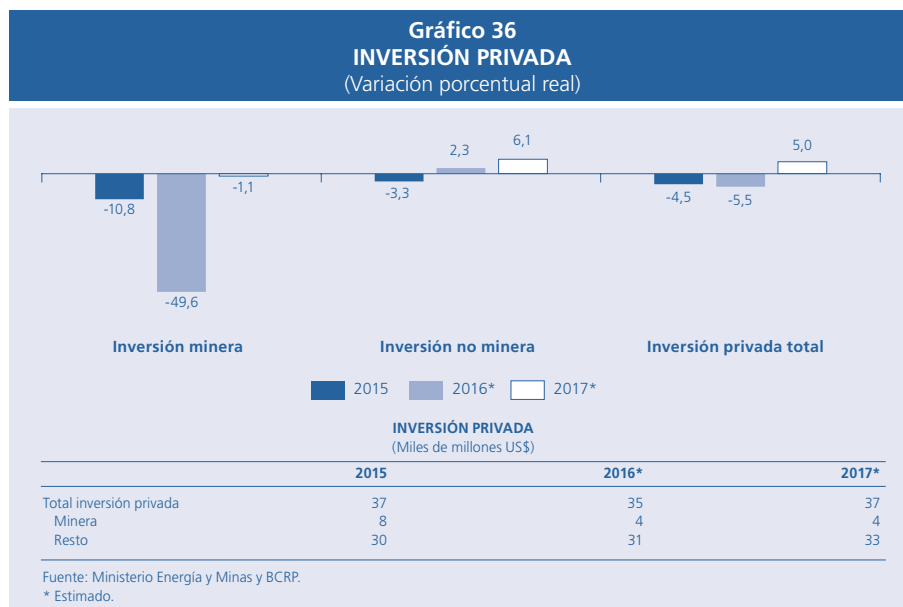
Para 2017 y 2018 se espera un crecimiento de la demanda interna de 4,0 por ciento en ambos años. Ello considera que la inversión privada retomará gradualmente un mayor ritmo de crecimiento, sustentado en la ejecución de los principales proyectos entregados en concesión y en los anuncios de proyectos futuros de inversión. Asimismo, se espera que la reversión del gasto en inversión pública sea otro factor importante para el mayor dinamismo previsto de la demanda interna, debido a la ejecución de proyectos de infraestructura (Línea 2 del Metro de Lima, infraestructura de Juegos Panamericanos, Refinería de Talara, entre otros). Por el lado de las exportaciones, se espera una moderación asociada a un crecimiento más lento de la producción minera que el considerado en el Reporte de setiembre. Por su parte, las importaciones crecerían durante 2017 y 2018 a una tasa consistente con el desempeño esperado de la demanda interna y la recuperación de la inversión privada. Con ello se espera un crecimiento del PBI de 4,3 por ciento para 2017 y 4,2 por ciento para 2018.

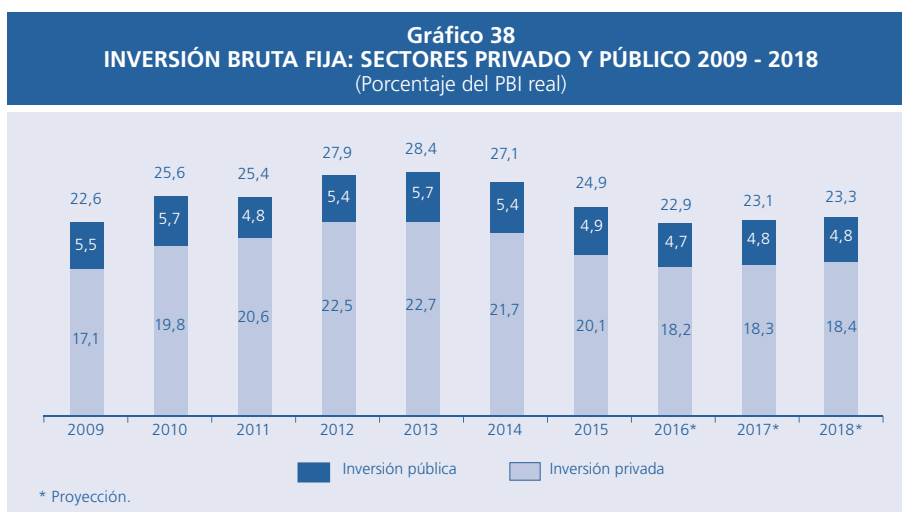
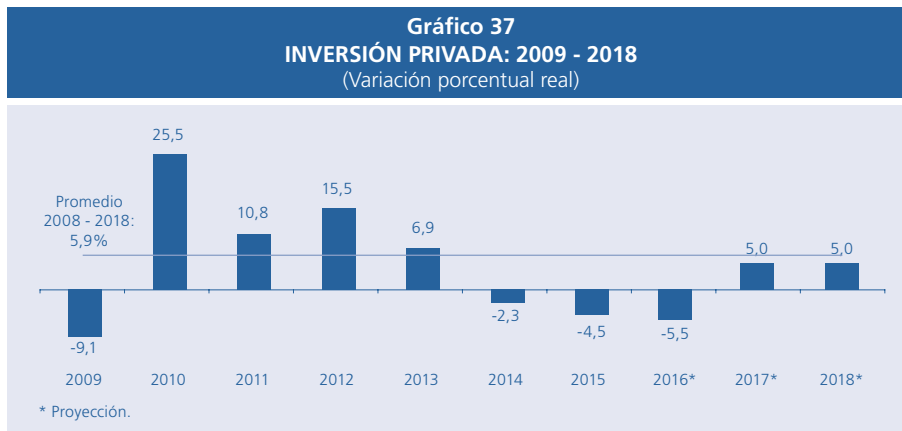
La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI revela ajustes al alza para el año 2016. Así, en el caso del sistema financiero se registra una revisión de 3,7 a 3,9 por ciento entre agosto y noviembre de 2016 y para los analistas económicos de 3,8 a 3,9 por ciento. Asimismo, los representantes de empresas no financieras esperan

que la tasa de crecimiento del PBI aumente respecto a la tasa esperada en agosto de 2016. Para 2017 y 2018 los agentes económicos esperan un mayor crecimiento del PBI.

		Expectativas del:			
		RI Jun.16	RI Set.16	RI Dic.16	
<b>Cuadro 19</b>					
<b>ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI</b>					
(Variaciones porcentuales)					
<b>Sistema Financiero</b>		2016	3,5	3,7	3,9
		2017	4,0	4,2	4,2
		2018	4,4	4,3	4,0
<b>Analistas Económicos</b>		2016	3,7	3,8	3,9
		2017	4,2	4,2	4,2
		2018	4,2	4,2	4,2
<b>Empresas No Financieras</b>		2016	3,5	3,8	3,9
		2017	4,0	4,1	4,2
		2018	4,5	4,5	4,5

21. Para el año 2016, se prevé una mayor caída de la inversión privada de -4,3 por ciento a -5,5 por ciento. Ello se explica principalmente por la contracción de la inversión minera. Para el periodo comprendido entre 2017 y 2018 se espera que la inversión se recupere a tasas de 5,0 por ciento, considerando la ejecución de los principales proyectos entregados en concesión y los anuncios de proyectos futuros de inversión. Con ello, la inversión bruta fija total, que incluye al sector privado y público, se mantendría alrededor de 23 por ciento del PBI entre 2016 y 2018.





Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2017-2018 alcanzan US\$ 20,5 mil millones.

**Cuadro 20**  
**ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA 2017 - 2018**  
(Millones de US\$)

	Total Inversión	Número de Proyectos
Minería	6 003	27
Hidrocarburos	2 898	15
Energía	2 001	24
Industria	1 640	11
Infraestructura	3 438	23
Otros Sectores	4 477	77
<b>TOTAL</b>	<b>20 457</b>	<b>177</b>

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

La inversión estimada en proyectos adjudicados en concesión entre 2015 y 2016 alcanzaría los US\$ 2,6 mil millones, tal como se informó en el Reporte de setiembre.

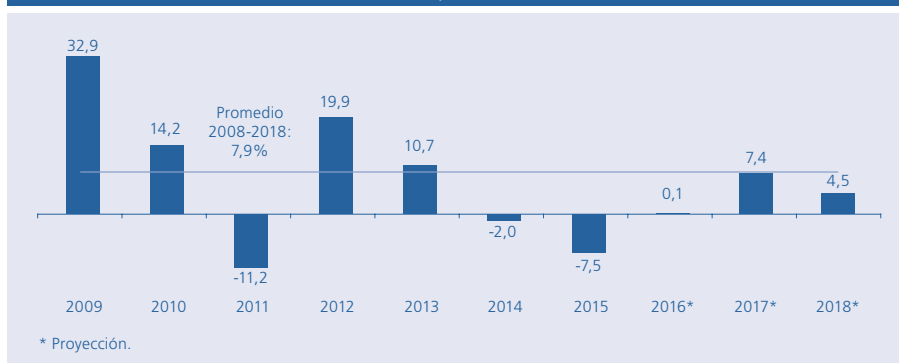
**Cuadro 21**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2015 - 2017**  
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
<b>A. Adjudicados</b>	<b>2 589</b>
Banda 698-806 MHZ	1 680
Central Hidroeléctrica San Gabán III	371
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de las Regiones Tumbes, Piura, Cajamarca y Cusco	250
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Ayacucho	55
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Huancavelica	49
Primera Etapa de la Subestación Carapongo y enlaces de Conexión a Líneas Asociadas	43
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Apurímac	42
Línea de Transmisión Azángaro – Juliaca – Puno 220 kV	37
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Lambayeque	32
Línea de Transmisión 220 kV Montalvo - Los Héroes y Subestaciones Asociadas	20
Vigilancia Electrónica personal (Grilletes electrónicos)	9
<b>B. Por Adjudicar</b>	<b>1 340</b>
Obras de Cabecera y Conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima	600
Longitudinal de la sierra tramo 4: Huancayo-Izcuchaca-Mayocc-Ayacucho y Ayacucho-Andahuaylas-Puente Sahuinto/Dv. Pisco-Huaytará-Ayacucho	446
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	204
Hidrovia Amazónica	70
Línea de Transmisión Aguaytía-Pucallpa 138 kV (segundo circuito)	20

Fuente: Proinversión (actualizado al 28 de noviembre de 2016).

22. En el presente Reporte se revisa a la baja la tasa de crecimiento de la inversión pública de 10,3 a 0,1 por ciento para el año 2016. Durante los primeros once meses del año la inversión pública se ha desacelerado, principalmente por la reducción del gasto de inversión por parte del Gobierno Nacional en línea con el proceso de consolidación fiscal. Para 2017 y 2018 se contempla un escenario en el que el ritmo de gasto de las unidades ejecutoras se recupera respecto a lo previsto en 2016, por lo cual se proyecta una tasa de crecimiento de la inversión pública de 7,4 y 4,5 por ciento para los años 2017 y 2018, respectivamente.

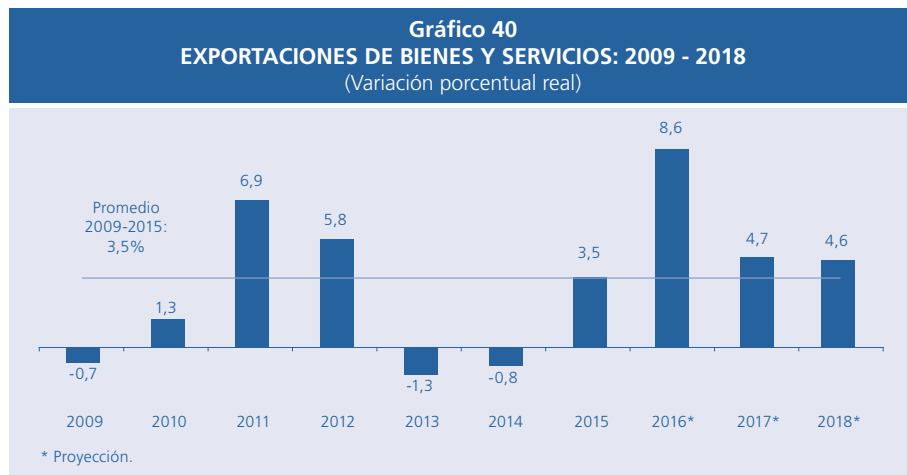
**Gráfico 39**  
**INVERSIÓN PÚBLICA: 2009 - 2018**  
(Variación porcentual real)





23. Entre enero y setiembre de 2016, el volumen de exportaciones de bienes y servicios registró un aumento de 9,6 por ciento, debido al fuerte dinamismo de las exportaciones de productos tradicionales (cobre, café y oro). Por su parte, las ventas al exterior de productos no tradicionales registraron una caída menor a la esperada, debido al mayor dinamismo observado desde el tercer trimestre en los envíos de productos agropecuarios y pesqueros. Si bien, para los siguientes meses se espera una moderación en la dinámica de las exportaciones tradicionales junto a una menor caída de las no tradicionales, se ha revisado al alza la tasa de crecimiento para las exportaciones del año 2016 de 6,9 por ciento a 8,6 por ciento.

Para el periodo comprendido entre 2017 y 2018 se estima una moderación en el dinamismo de las exportaciones consistente con el menor crecimiento de la producción cuprífera.



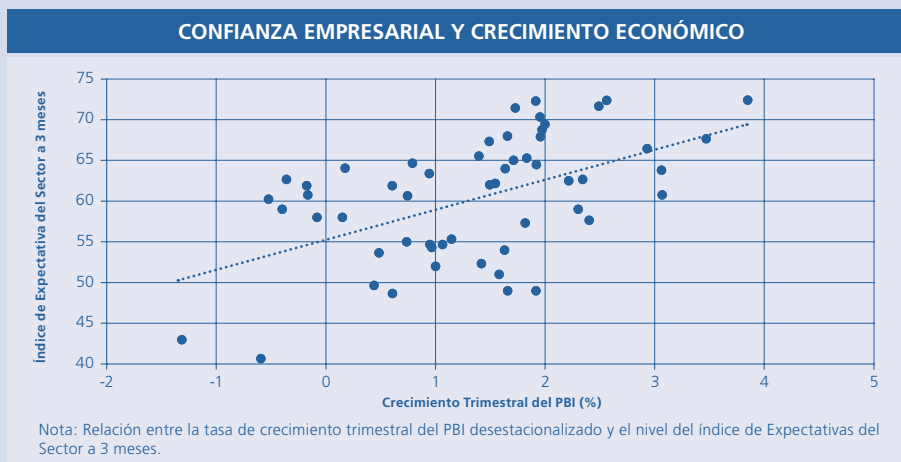
24. En este Reporte, se prevé un crecimiento negativo para las **importaciones de bienes y servicios**, lo que está asociado al crecimiento moderado de la demanda interna dada la contracción de la inversión privada. Para 2017 y 2018 se espera una recuperación gradual de las importaciones en línea con los anuncios de proyectos de inversión privada y al mayor crecimiento del producto.

**Recuadro 1**  
**CONFIANZA EMPRESARIAL E INVERSIÓN PRIVADA EN EL PERÚ**

Los índices de confianza son indicadores económicos que miden la percepción que los empresarios tienen sobre el estado actual de la economía y sus expectativas sobre la evolución futura de la misma. Así, estos indicadores revelarían su grado de confianza para ampliar sus líneas de negocios y de esta manera su propensión a invertir.

El desarrollo de la economía conductual ha llevado a comprender que la confianza de los agentes, ya sea consumidores o inversionistas, tiene efectos significativos en los mercados financieros y precios de activos, algo que John Maynard Keynes describió como los “espíritus animales” y que Akerlof y Shiller (2009)<sup>3</sup> enfatizan en la explicación de la Gran Crisis Financiera. Por su parte, la teoría macroeconómica ha volcado su interés a entender la estrecha relación entre la confianza empresarial y los ciclos económicos. En modelos de información incompleta y aprendizaje, Angeletos y La’O (2013)<sup>4</sup> estudian esta variable como un mecanismo de coordinación entre agentes. Por su parte, Fajgelbaum, Schaal y Taschereau-Dumouchel (2014)<sup>5</sup> vinculan la confianza al aprendizaje y socialización de información entre inversionistas relativa a la rentabilidad de los proyectos en la economía.

El presente recuadro estudia la relación entre el indicador de confianza empresarial obtenido de las encuestas continuas realizadas por el Banco Central a una muestra de empresas<sup>6</sup> y la inversión privada. Como se observa en el siguiente gráfico, existe evidencia de una correlación positiva entre los indicadores de confianza y la tasa de crecimiento del producto, indicando que en las épocas de tasas de crecimiento altas el indicador de confianza aumenta, mientras que cuando se presentan tasas de crecimientos bajas el índice de confianza disminuye.

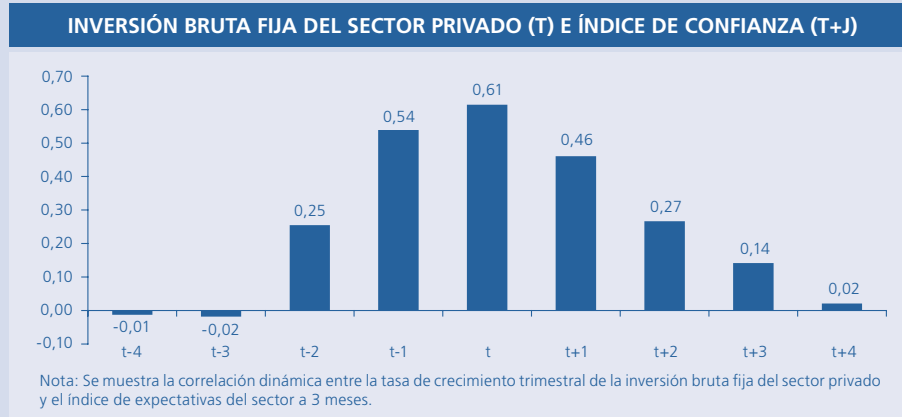


3 Akerlof, G y Shiller, R (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*.  
 4 Angeletos, G y La’O, J (2013). *Sentiments*. *Econometrica* 81 (2): 739-779.  
 5 Fajgelbaum, P, Schaal, E y Taschereau-Dumouchel, M (2014). *Uncertainty Traps*. *NBER Working paper* 19973.  
 6 La encuesta es mensual y se realiza a 350 empresas desde el año 2002.





Por otro lado, el análisis de correlaciones dinámicas indica que la inversión bruta fija del sector privado y el índice de confianza presentan una alta correlación.



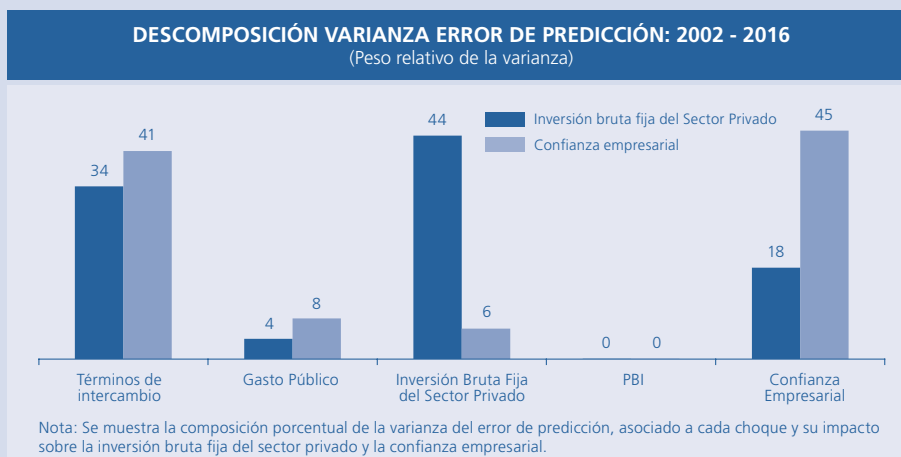
Un entorno económico favorable y de expectativas de mayor crecimiento mejora la confianza de los agentes económicos, fomentando el consumo y la inversión. Para evaluar los efectos de los cambios en la confianza empresarial sobre la inversión se estima un Sistema de Vectores Autoregresivos Estructural (SVAR, por sus siglas en inglés) incluyendo un bloque externo que contiene el componente cíclico de los términos de intercambio, y un bloque interno que incluyen el componente cíclico del gasto del Gobierno General, de la inversión privada, del PBI, y del índice de expectativas empresariales<sup>7</sup>. La estimación se realizó con información trimestral entre 2002 y 2016<sup>8</sup>.

La descomposición de varianza del error de predicción de la inversión privada muestra que los términos de intercambio explican el 34 por ciento de la fluctuación de esta variable. Entre los factores internos se estima que el 44 por ciento de la variabilidad de la inversión se explica por choques idiosincráticos sobre sí misma y estaría asociado a las decisiones de inversión de más largo plazo; mientras que el 18 por ciento se debería a choques en la confianza empresarial como la mejora en la percepción sobre el clima de negocios, y el 4 por ciento a choques exógenos en el gasto público. Cabe señalar que en la medida que los agentes económicos toman sus decisiones de inversión mirando la perspectiva futura del entorno económico, la evolución reciente y pasada del PBI no afectaría esta variable cuando en la estimación se incluye el indicador de la confianza empresarial.

7 En la estimación de la forma reducida del SVAR se ha validado estadísticamente restricciones de exclusión en los coeficientes de las matrices de rezagos, siguiendo la propuesta de Brüggemann y Lütkepohl (2000), *Lag Selection in Subset VAR Models with an Application to a U.S. Monetary System*.

Para la descomposición estructural se utilizó el algoritmo de estimación de máxima verosimilitud propuesto por Amisano y Giannini (1992), *Topics in Structural VAR Econometrics*, para verificar las restricciones de exclusión en los coeficientes de las relaciones contemporáneas. La estimación se inició con una estructura de exogeneidad recursiva siguiendo el orden de las variables antes mencionado.

8 Se utilizó el método Tramo Seats para desestacionalizar las series.



El indicador de confianza también estaría afectado por los términos de intercambio que explicarían el 41 por ciento de su variabilidad; por otro lado, el gasto público y la inversión bruta fija explicarían el 8 y 6 por ciento, respectivamente. Cabe señalar que al ser este un indicador adelantado sobre la evolución de la actividad económica, no se afectaría por choques rezagados en el producto, explicándose el 45 por ciento restante por choques idiosincráticos en la confianza empresarial. El efecto del gasto público sobre el indicador de confianza es consistente con el enfoque que la política fiscal también tiene efectos indirectos sobre la demanda agregada a través del canal de expectativas, como ha sido documentado por Bachmann y Sims (2011) y Guimaraes, et al. (2014)<sup>9</sup>, este canal impactaría sobre el consumo y la inversión del sector privado.

Si se considera un choque idiosincrático en las expectativas de confianza empresarial (es decir un incremento en el índice de confianza independiente del efecto de las demás variables incluidas en la estimación) se proyecta que por cada incremento del componente cíclico en el índice de confianza empresarial de 1 por ciento, la inversión privada se incrementaría en alrededor de 0,57 por ciento durante el primer año y convergería a 0,76 por ciento hacia fines del segundo año.

**ELASTICIDAD DE TRASPASO DE LA CONFIANZA EMPRESARIAL**  
(Incremento de 1 punto porcentual)

Periodo	Inversión bruta fija (var. %)	
	Marginal	Acumulado
Impacto	0,00	0,00
1 año	0,57	0,57
2 años	0,19	0,76

Nota: Resultados de la estimación de Vectores Autorregresivos, donde se incluyen un bloque externo (términos de intercambio) y un bloque interno (gasto público, inversión bruta fija del sector privado, PBI y el índice de confianza empresarial).

9 Bachmann, R y Sims, E (2011). Confidence and the transmission of government spending shocks, *NBER Working paper 17063*.  
Guimaraes, B., Machado, C. y Ribeiro, M. (2016). A model of the confidence channel of fiscal policy, *Journal of Money, Credit and Banking* 48(7): 1317-1564.





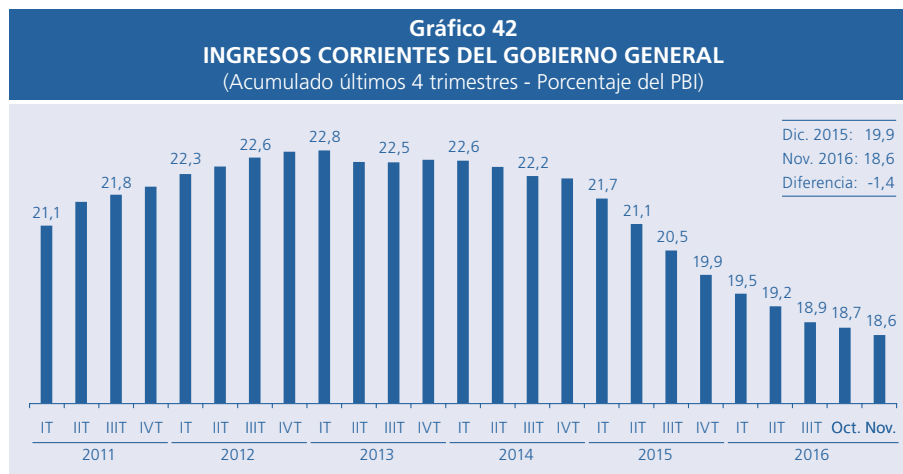
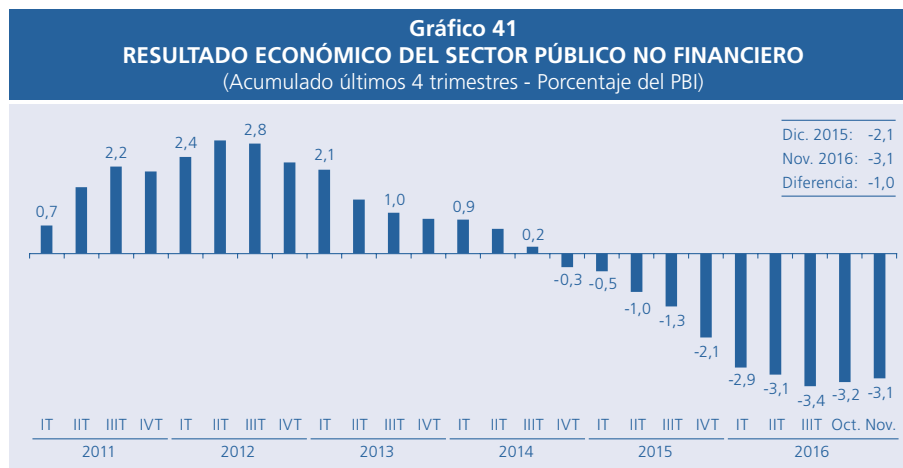


Si bien el índice de confianza empresarial está influenciado fuertemente por el entorno externo y otros fundamentos internos, también recoge características del estado de la economía que en su mayoría no son observables directamente. En este sentido, los indicadores de confianza no sólo resumen la información disponible, sino que contienen información de las expectativas sobre la evolución futura de la economía que no se puede medir de forma directa, y de allí su importancia en los escenarios de pronósticos y simulación.

Estas estimaciones empíricas ratifican que realizar acciones de política que transmitan mayor seguridad sobre el escenario futuro de la economía y un clima de estabilidad macroeconómica, tienen impactos positivos en la inversión. En particular, un incremento del gasto público puede tener efectos positivos sobre la inversión a través de la expansión directa en la demanda agregada y en el incremento de la confianza empresarial (efecto indirecto – canal de expectativas).

## IV. Finanzas públicas

25. El déficit fiscal disminuyó en los últimos meses en el contexto de medidas fiscales adoptadas por el gobierno para alcanzar un déficit fiscal de 3,0 por ciento del PBI en 2016. El déficit fiscal acumulado en los últimos doce meses pasó de 3,4 por ciento del PBI en setiembre a 3,1 por ciento del PBI en noviembre.

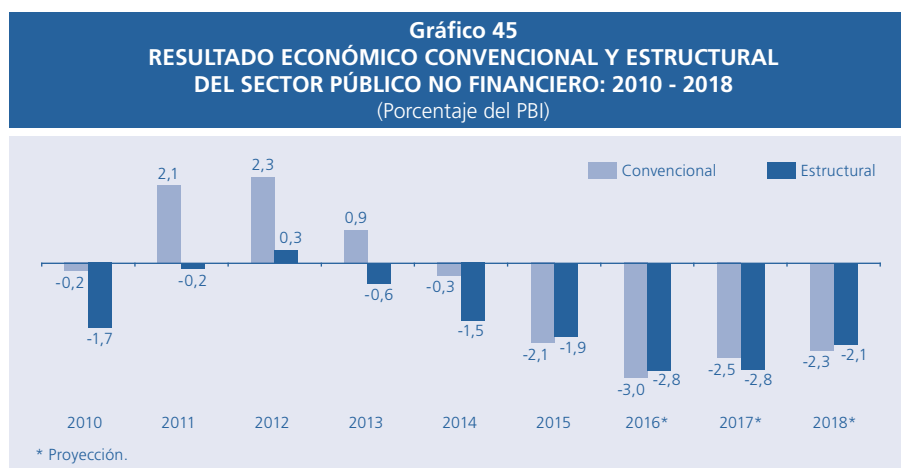


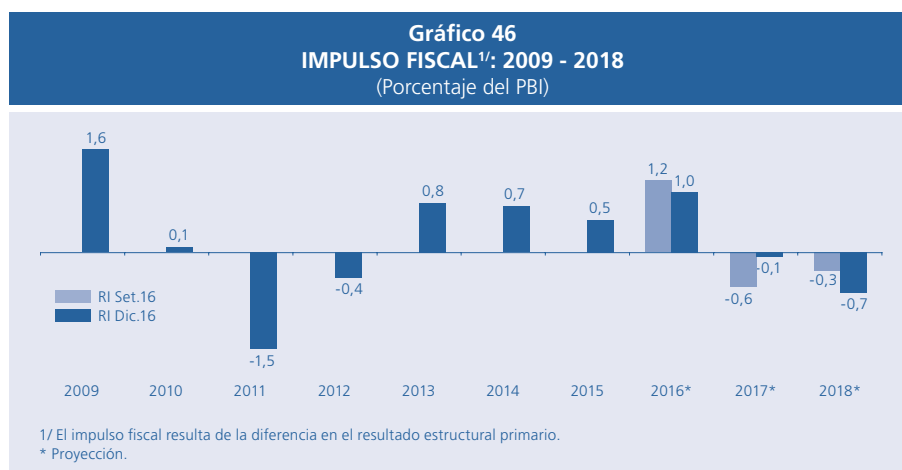


Cuadro 22 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Porcentaje del PBI)									
	2015		2016*			2017*		2018*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general<sup>1/</sup></b>	<b>20,3</b>	<b>19,9</b>	<b>18,8</b>	<b>18,9</b>	<b>18,3</b>	<b>19,2</b>	<b>19,0</b>	<b>19,4</b>	<b>18,7</b>
Variación % real	-7,7%	-7,5%	-3,9%	-2,2%	-4,6%	6,6%	8,8%	5,0%	2,0%
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general</b>	<b>18,6</b>	<b>21,2</b>	<b>18,6</b>	<b>20,8</b>	<b>20,1</b>	<b>20,5</b>	<b>20,3</b>	<b>20,4</b>	<b>19,7</b>
Variación % real	-0,7%	1,4%	3,5%	1,4%	-1,6%	3,4%	5,8%	3,8%	1,0%
Del cual:									
Gasto corriente	14,4	15,8	14,5	15,6	15,4	15,3	15,2	15,1	14,7
Variación % real	3,3%	4,5%	4,7%	2,2%	1,3%	2,6%	3,8%	2,9%	0,0%
Formación bruta de capital	3,6	4,7	3,7	4,9	4,4	4,9	4,7	5,1	4,7
Variación % real	-18,2%	-12,5%	7,4%	7,8%	-2,7%	6,0%	11,9%	6,7%	4,4%
<b>3. Otros</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>4. Resultado primario (1-2+3)</b>	<b>2,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<b>6. Resultado económico</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>
Nota:									
Resultado Económico Estructural		-1,9		-2,9	-2,8	-2,4	-2,8	-2,2	-2,1

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.  
RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

27. Estas proyecciones de cuentas fiscales son consistentes con una reducción del déficit fiscal estructural en el horizonte de proyección, desde 2,8 por ciento del PBI en 2016 a 2,1 por ciento del PBI en 2018.





Para afinar el cálculo del efecto de cambios en los ingresos y gastos del fisco en el ciclo económico se toma en cuenta el efecto multiplicador de éstos. Con ello se espera un impulso fiscal ponderado contractivo para 2016 frente al expansivo del Reporte de setiembre. Para el año 2017, la posición sería ligeramente expansiva. Este resultado obedecería al mayor efecto multiplicador de la inversión pública.

**Cuadro 23**  
**IMPULSO FISCAL**

	2015	2016*	2017*	2018*
<b>Impulso Fiscal</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>
Por Ingresos	1,0	1,6	-0,7	0,3
Por Gastos <sup>1/</sup>	-0,5	-0,6	0,1	-0,5
Corrientes (incluye EEPP)	0,1	0,1	-0,3	-0,5
Capital	-0,6	-0,7	0,3	0,0
<b>Impulso Ponderado<sup>2/</sup></b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>
Impulso Ponderado (RI Set.16)	-0,5	0,2	-0,2	-0,1

\* Proyección  
1/ Incluye Empresas Públicas  
2/ De acuerdo al estimado del multiplicador fiscal, el cual considera que si la brecha PBI es positiva: ingresos 0; gasto corriente 0,28; gasto de capital 0,73; y con brecha PBI negativa: Ingresos 0,25; gasto corriente 0,93; y gasto de capital 1,42.

## Ingresos fiscales

28. La proyección de ingresos fiscales del año 2016 se ha revisado de 18,9 a 18,3 por ciento del PBI, principalmente por la evolución de la recaudación del impuesto a la renta y las devoluciones de impuestos. En el primer caso, se ha venido registrando menores ingresos por renta de personas jurídicas asociadas a sectores como

servicios, hidrocarburos y minería. En el segundo caso, se ha venido aprobando mayores devoluciones demandadas por empresas, principalmente del sector minero.

Para los años 2017 y 2018 se proyectan ingresos fiscales de 19,0 y 18,7 por ciento del PBI, respectivamente. Estas proyecciones consideran la evolución registrada en este año y las medidas aprobadas recientemente, particularmente las referentes al impuesto a la renta y las destinadas a incentivar la declaración/repatriación de activos en el exterior.

Respecto a las medidas relacionadas al impuesto a la renta, a partir de 2017 se implementará la elevación de la tasa tributaria a las grandes empresas a 29,5 por ciento (frente al 28 por ciento actual considerado en el Reporte previo), medida que elevaría la recaudación de este impuesto. A partir de 2018, se materializaría el efecto del aumento de la deducción de hasta 3 UIT (adicionales a las 7 UIT actuales) para el cálculo del impuesto a la renta a las personas naturales, medida que reduciría la recaudación de este impuesto. Respecto al impuesto general a las ventas (IGV), a partir de 2017 se implementaría la modificación del pago de este impuesto para las pequeñas empresas, medida que reduciría temporalmente la recaudación de este impuesto. Respecto a las medidas para incentivar la declaración de activos en el exterior, a partir de 2017 se aplicará una tasa de 7 por ciento para la repatriación y una de 10 por ciento sólo para la declaración. Asimismo, se ha anunciado para 2017 una amnistía y fraccionamiento tributario. Estas dos últimas medidas elevarían la recaudación en dicho año.

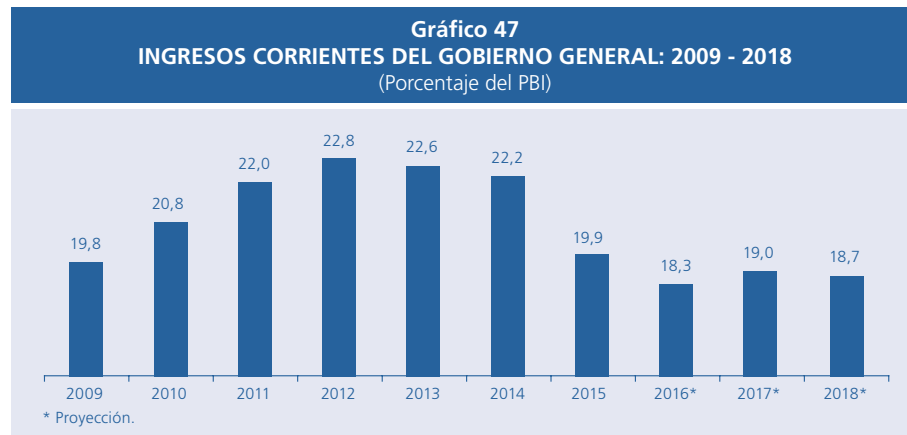
**Cuadro 24**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)

	2015		2016*			2017*		2018*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>INGRESOS TRIBUTARIOS</b>	<b>15,3</b>	<b>15,1</b>	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>	<b>13,9</b>	<b>14,7</b>	<b>14,6</b>	<b>14,8</b>	<b>14,2</b>
Impuesto a la Renta	6,0	5,7	5,9	5,7	5,5	5,7	5,5	5,7	5,3
Impuesto General a las Ventas	8,5	8,4	8,1	8,1	8,0	8,1	7,8	8,1	7,9
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2
Otros ingresos tributarios	1,7	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	2,3	1,8	1,8
Devoluciones de impuestos	-2,1	-1,9	-2,6	-2,4	-2,5	-2,1	-2,2	-2,0	-2,0
<b>INGRESOS NO TRIBUTARIOS</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>
<b>TOTAL</b>	<b>20,3</b>	<b>19,9</b>	<b>18,8</b>	<b>18,9</b>	<b>18,3</b>	<b>19,2</b>	<b>19,0</b>	<b>19,4</b>	<b>18,7</b>

RI: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

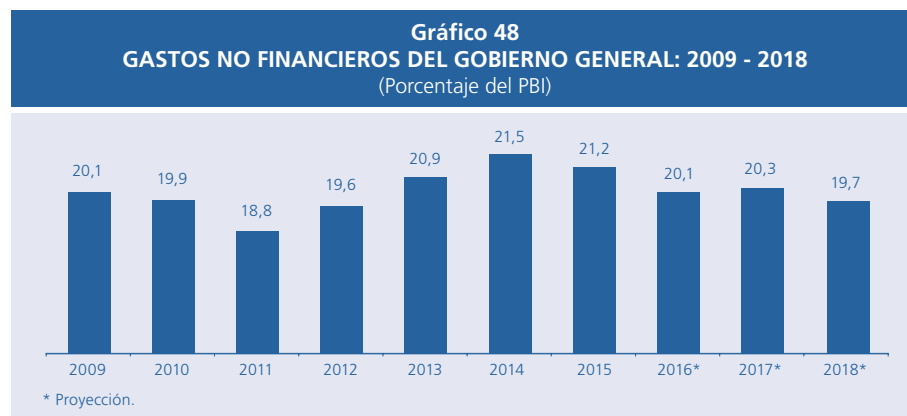




### Evolución del gasto público

29. En 2016 se ha revisado a la baja el gasto no financiero del Gobierno General en 0,7 puntos porcentuales del PBI (de 20,8 en el Reporte de setiembre a 20,1 puntos porcentuales del PBI en el presente Reporte). Esta proyección considera la evolución reciente del gasto y además es consistente con lo establecido en el D.S. N° 272-2016-EF (publicado el 5 de octubre), que aprueba medidas para priorizar el gasto público y asegurar el cumplimiento de la meta de déficit fiscal para 2016 (de 3,0 por ciento del PBI).

Asimismo, para los años 2017 y 2018, el gasto se reduce de 20,5 y 20,4 por ciento del PBI (en el Reporte de setiembre) a 20,3 y 19,7 por ciento del producto, respectivamente. En ese sentido, para los próximos años se prevé una senda descendente del gasto corriente que pasaría de 15,4 a 14,7 por ciento del producto hacia 2018, mientras que al mismo tiempo el gasto de inversión pública del Gobierno General tendría una tendencia ascendente al pasar de 4,4 a 4,7 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección.



**Gráfico 49**  
**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO GENERAL: 2009 - 2018**  
(Porcentaje del PBI)



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

	2015		2016*			2017*		2018*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	Ri Set.16	Ri Dic.16	Ri Set.16	Ri Dic.16	Ri Set.16	Ri Dic.16
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>14,4</b>	<b>15,8</b>	<b>14,5</b>	<b>15,6</b>	<b>15,4</b>	<b>15,3</b>	<b>15,2</b>	<b>15,1</b>	<b>14,7</b>
Gobierno Nacional	10,0	11,1	9,9	10,8	10,6	10,5	10,6	10,3	10,1
Gobiernos Regionales	2,8	3,0	2,9	3,1	3,1	3,1	3,0	3,1	3,0
Gobiernos Locales	1,6	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7	1,6
<b>GASTO DE CAPITAL</b>	<b>4,3</b>	<b>5,4</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>
Gobierno Nacional	1,5	2,0	1,5	2,1	1,7	2,1	1,9	2,2	1,9
Gobiernos Regionales	0,7	0,9	0,7	0,9	0,8	1,0	0,9	1,0	0,9
Gobiernos Locales	1,3	1,8	1,5	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>Otros</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<b>TOTAL</b>	<b>18,6</b>	<b>21,2</b>	<b>18,6</b>	<b>20,8</b>	<b>20,1</b>	<b>20,5</b>	<b>20,3</b>	<b>20,4</b>	<b>19,7</b>
Gobierno Nacional	12,2	13,8	11,8	13,1	12,6	12,9	12,8	12,8	12,2
Gobiernos Regionales	3,5	3,9	3,7	4,1	3,9	4,0	3,9	4,1	3,9
Gobiernos Locales	2,9	3,5	3,1	3,6	3,5	3,6	3,5	3,6	3,5

Ri: Reporte de Inflación.

\* Proyección.

Por el lado de las operaciones de las empresas públicas, el escenario de proyección contempla principalmente la inversión por parte de Petroperú destinado al Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara. Este proyecto presenta al mes de octubre un porcentaje de avance presupuestario acumulado de 66 por ciento.

## Deuda pública

30. El financiamiento requerido para cubrir el déficit fiscal y la amortización de la deuda pública pasa de S/ 21 mil millones en 2015 a S/ 35 mil millones en 2016, S/ 22 mil millones en 2017 y a S/ 24 mil millones en 2018. En términos de PBI, este requerimiento financiero va de 3,4 por ciento del PBI en 2015 a 5,2 por ciento del producto en 2016; y a 3,1 por ciento del PBI en 2017 y 2018.



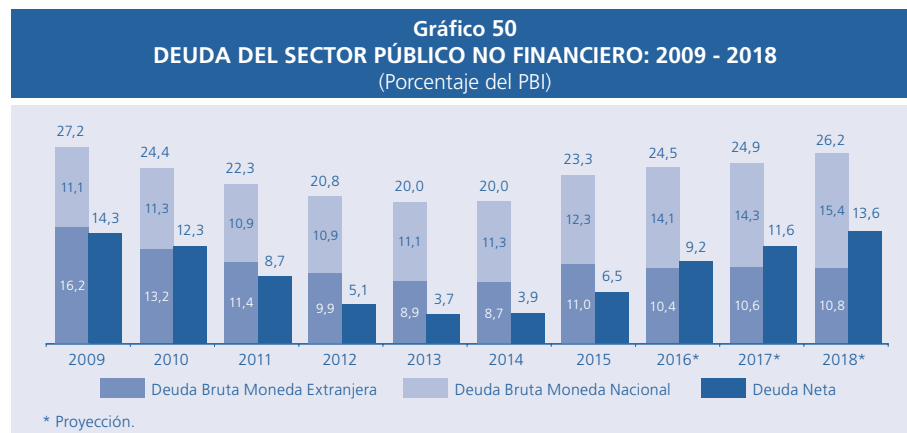




La deuda bruta del Sector Público No Financiero se ubicaría en 26,2 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, en tanto que la deuda neta aumentaría a 13,6 por ciento del producto hacia 2018.

Cuadro 26 REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Millones de soles)									
	2015		2016*			2017*		2018*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16	RI Set.16	RI Dic.16
<b>I. USOS</b>	<b>3 152</b>	<b>20 961</b>	<b>9 726</b>	<b>27 669</b>	<b>34 485</b>	<b>22 184</b>	<b>22 339</b>	<b>23 926</b>	<b>23 533</b>
1. Amortización	6 761	7 963	4 656	7 796	15 011	4 295	4 937	6 503	6 478
a. Externa	3 340	3 859	2 762	3 562	5 697	3 081	3 106	4 301	4 276
b. Interna	3 421	4 103	1 894	4 234	9 314	1 214	1 832	2 202	2 202
Del cual: bonos de reconocimiento	486	666	425	703	628	792	792	814	814
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-3 609	12 998	5 070	19 873	19 474	17 889	17 402	17 423	17 055
<b>II. FUENTES</b>	<b>3 152</b>	<b>20 961</b>	<b>9 726</b>	<b>27 669</b>	<b>34 485</b>	<b>22 184</b>	<b>22 339</b>	<b>23 926</b>	<b>23 533</b>
1. Desembolsos y otros	15 809	21 178	12 787	27 460	28 180	14 085	14 661	25 843	23 422
2. Variación de Depósitos y Otros <sup>1/</sup>	-12 658	-217	-3 061	209	6 305	8 099	7 679	-1 917	112
Nota:									
Porcentaje del PBI									
Saldo de deuda pública bruta	21,1	23,3	22,7	25,4	24,5	25,9	24,9	27,5	26,2
Saldo de deuda pública neta <sup>2/</sup>	3,8	6,5	6,9	9,2	9,2	11,7	11,6	13,8	13,6
1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.									
2/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.									
RI: Reporte de Inflación.									
* Proyección.									

Cabe destacar que el 28 de setiembre de 2016 el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) ejecutó una operación de intercambio y recompra de deuda por un monto de S/ 10 252 millones, mediante la emisión de bonos soberanos a doce años (vencimiento en 2028). De este total se intercambiaron US\$ 611 millones de bonos globales, permitiendo que la participación de la deuda en moneda extranjera se reduzca de 47,7 a 45,9 por ciento. Así, esta operación habría incrementado la vida media del portafolio que agrupa a todos los bonos soberanos y globales de 13,8 a 14,6 años.

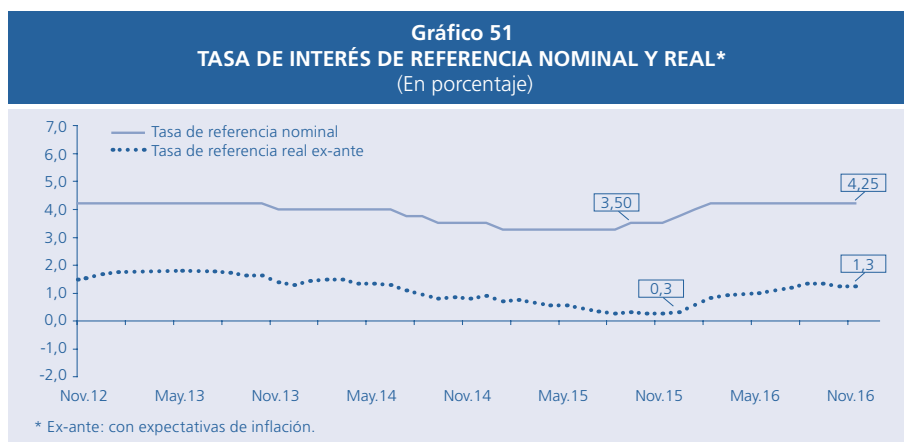


## V. Política monetaria y mercados financieros

### Acciones de Política Monetaria

31. En los últimos meses la inflación se ha ubicado ligeramente por encima del límite superior del rango meta, reflejando los aumentos de los precios de algunos alimentos perecibles y combustibles, cuyos efectos en la inflación se espera se reviertan en el corto plazo. Las expectativas de inflación a doce meses se mantienen dentro del rango meta y se espera que continúen reduciéndose en el horizonte de proyección.

En este contexto, el Directorio mantuvo la tasa de referencia en 4,25 por ciento, la cual permanece en dicho nivel desde el mes de marzo de este año (luego de los tres ajustes en diciembre de 2015, enero y febrero de 2016) y reiteró que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar ajustes en la tasa de referencia.



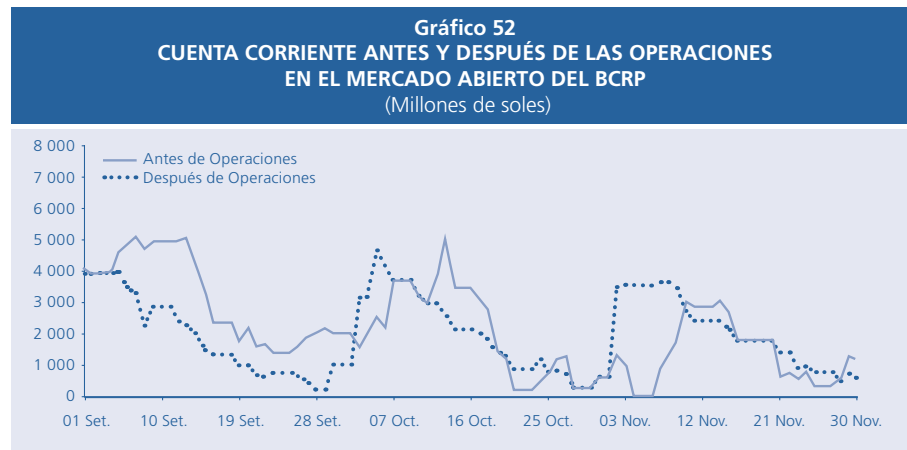
Entre setiembre y noviembre, las operaciones monetarias del Banco Central se orientaron a mantener niveles adecuados de liquidez en moneda nacional, de tal manera que la tasa de interés interbancaria se mantenga alrededor de su nivel de referencia. El contexto reciente se caracteriza por una mayor disponibilidad de fondos principalmente por los vencimientos de CDBCRP (S/ 5 055 millones), de depósitos a plazo (S/ 2 758 millones) y de CDRBCRP (S/ 1 180 millones). Esta inyección de fondos fue parcialmente compensada por el aumento de los depósitos del Sector Público en el BCRP (S/ 1 064 millones), el vencimiento de operaciones de Repo Valores (S/ 200 millones), el vencimiento de operaciones de Repo Monedas (S/ 1 100 millones) y el vencimiento de fondos subastados del Tesoro Público (S/ 300 millones). La reducción moderada del saldo de Repo Monedas





y de los fondos subastados del Tesoro Público en la banca obedece a la mayor captación de depósitos en soles de la banca de los últimos meses.

En el periodo de análisis, el promedio diario de la liquidez de las entidades financieras antes de las operaciones del Banco Central fue de S/ 2 395 millones, y de S/ 2 198 millones al cierre del día.



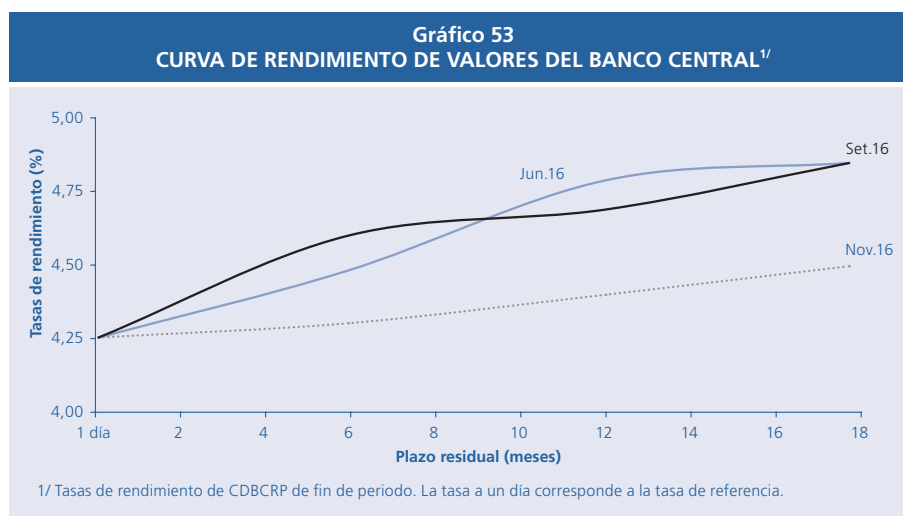
Con ello, el saldo de CDBCRP pasó de representar el 10,8 a 10,7 por ciento de los activos netos del BCRP, mientras que las Repos lo hicieron de 12,1 a 11,9 por ciento. Los depósitos del sector público se mantuvieron como el pasivo más importante del BCRP, al aumentar su participación en los activos netos del BCRP de 33,8 por ciento a 34,0 por ciento.

**Cuadro 27**  
**BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP**  
(Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic.14	Dic.15	Ago.16	Nov.16
<b>I. Activos netos</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Reservas Internacionales Netas</b>	<b>94,9%</b>	<b>87,4%</b>	<b>87,9%</b>	<b>88,1%</b>
	(US\$ 62 307 mills.)	(US\$ 61 485 mills.)	(US\$ 61 728 mills.)	(US\$ 61 364 mills.)
<b>Repos</b>	<b>5,1%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,1%</b>	<b>11,9%</b>
<b>II. Pasivos netos</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>1. Depósitos totales del Sector Público</b>	<b>36,9%</b>	<b>32,7%</b>	<b>33,8%</b>	<b>34,0%</b>
En moneda nacional	18,7%	13,0%	12,3%	12,5%
En moneda extranjera	18,2%	19,7%	21,5%	21,4%
<b>2. Depósitos totales del sistema financiero</b>	<b>27,0%</b>	<b>37,1%</b>	<b>32,8%</b>	<b>33,2%</b>
En moneda nacional	7,7%	4,5%	3,8%	4,1%
En moneda extranjera	19,4%	32,6%	29,0%	29,1%
<b>3. Instrumentos del BCRP</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,0%</b>	<b>12,8%</b>	<b>11,9%</b>
CD BCRP	8,0%	6,5%	10,8%	10,7%
CDR BCRP	1,3%	3,0%	0,3%	0,6%
Depósitos a Plazo	0,0%	0,4%	1,5%	0,2%
Depósitos <i>overnight</i>	0,5%	0,1%	0,2%	0,3%
<b>4. Circulante</b>	<b>19,7%</b>	<b>15,7%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,9%</b>
<b>5. Otros</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,0%</b>

De otro lado, el BCRP también continuó con subastas regulares de CDBCRP, tres veces por semana, a los plazos de 6, 12 y 18 meses, con la finalidad de incrementar los volúmenes de negociación de estos certificados y darle más liquidez a su mercado secundario, lo que contribuye al desarrollo de la curva de rendimiento de corto plazo en soles. El saldo de CDBCRP, pasó de S/ 25 242 millones el 31 de agosto a S/ 25 159 millones a fin de noviembre.

La curva de rendimiento de CDBCRP disminuyó en promedio 31 puntos básicos, entre setiembre y noviembre, evolución que refleja una menor expectativa por parte del mercado de futuros incrementos en la tasa de referencia del BCRP.



## Tasas de interés

32. En noviembre, las tasas de interés activas y pasivas en moneda nacional disminuyeron con respecto a sus niveles observados en el tercer trimestre de 2016, en línea con la evolución de las tasas de interés del mercado monetario, que reflejaron una menor expectativa de aumentos en la tasa de referencia para los siguientes meses. La excepción a esta tendencia fueron las tasas de interés para créditos a pequeña empresa y para los créditos de consumo, que se incrementaron en el periodo analizado, lo que refleja el mayor riesgo de crédito que se observa en estos segmentos de mercado.

Una evolución similar se observó en las tasas de interés en dólares, que se redujeron para los segmentos de menor riesgo de crédito, como el sector corporativo, pero se incrementaron en el segmento de créditos de consumo en 122 puntos básicos.





**Cuadro 28**  
**TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL**  
(En porcentaje)

		Set.15	Dic.15	Set.16	Nov.16
<b>Pasivas</b>	Depósitos hasta 30 días	4,12	4,01	4,03	4,22
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,41	4,67	4,98	4,79
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,41	4,74	5,20	5,08
<b>Activas</b>	Corporativos	5,87	6,18	6,07	5,64
	Grandes Empresas	7,16	7,12	7,23	7,21
	Medianas Empresas	10,19	10,23	10,74	10,30
	Pequeñas Empresas	20,36	20,45	21,59	21,99
	Consumo	42,4	44,03	44,01	45,64
	Hipotecario	8,59	8,95	8,82	8,57

Fuente: BCRP y SBS.

**Cuadro 29**  
**TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA**  
(En porcentaje)

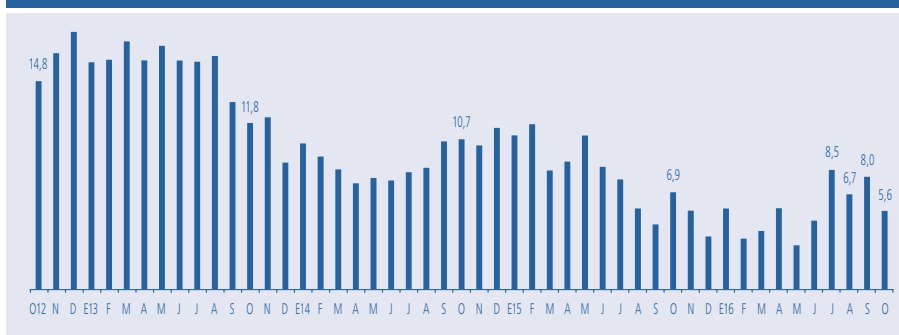
		Set.15	Dic.15	Set.16	Nov.16
<b>Pasivas</b>	Depósitos hasta 30 días	0,15	0,23	0,28	0,30
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	0,31	0,45	0,56	0,56
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	0,60	0,57	0,55	0,55
<b>Activas</b>	Corporativos	1,94	2,33	3,00	2,58
	Grandes Empresas	5,55	5,54	5,18	5,04
	Medianas Empresas	8,48	8,06	7,37	7,90
	Pequeñas Empresas	12,82	11,26	10,00	10,85
	Consumo	32,4	32,07	32,38	33,60
	Hipotecario	6,81	6,71	6,46	6,21

Fuente: BCRP y SBS.

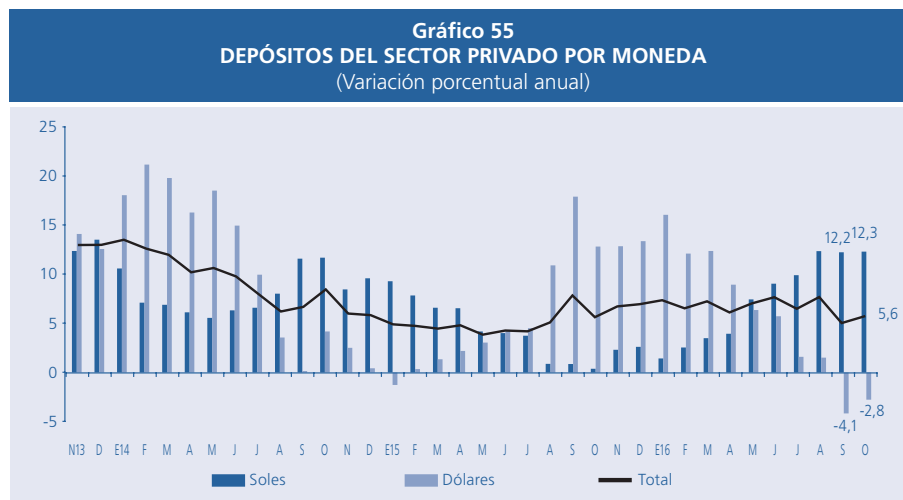
## Liquidez

33. El circulante registró un crecimiento anual de 5,6 por ciento en octubre, desacelerando su crecimiento respecto a lo registrado en los meses previos, en línea con el menor ritmo de actividad económica en dicho mes.

**Gráfico 54**  
**CIRCULANTE**  
(Variación porcentual anual)



La tasa de crecimiento anual de los depósitos del sector privado disminuyó de 7,6 por ciento en junio a 5,6 por ciento en octubre, lo que fue consistente, en parte, con la moderación en el crecimiento del crédito al sector privado. Por monedas, el crecimiento de los depósitos en soles se recuperó al aumentar de 9,0 por ciento en junio a 12,3 por ciento en octubre, mientras que el de los depósitos en dólares disminuyó de 5,7 a -2,8 por ciento, en el mismo período. Este resultado fue consistente con una mayor preferencia del público por ahorrar en moneda local en respuesta a menores expectativas de depreciación, que hacen más atractivo el ahorro en moneda doméstica. También contribuyó al aumento de los depósitos en soles, el incremento de los depósitos en moneda doméstica en la banca de los fondos de pensiones (aproximadamente S/ 3,5 miles de millones), en previsión a una mayor demanda por liquidez para hacer frente los retiros de hasta el 95,5 por ciento del fondo de aquellos que se jubilan dentro del sistema de AFP.



**Cuadro 30**  
**AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO**  
(Variaciones porcentuales anuales - fin de periodo)

	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Set.15	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Set.16	Oct.16
1 Circulante	11,5	8,4	8,7	4,6	3,8	4,1	4,9	8,0	5,6
2 Depósitos en moneda nacional	9,6	6,6	4,0	0,9	2,6	3,5	9,0	12,2	12,3
3 Depósitos totales 1/	5,7	4,3	4,1	7,8	6,9	7,2	7,6	4,9	5,6
4 Liquidez en moneda nacional	10,6	7,2	5,8	2,3	3,0	4,1	8,4	10,9	10,2
5 Liquidez total 1/	7,3	5,4	5,5	7,7	6,3	6,9	7,6	5,3	5,4
6 Crédito al sector privado en moneda nacional	17,7	18,9	24,2	29,5	28,0	23,1	17,0	9,4	8,4
7 Crédito al sector privado total 1/	10,1	9,2	8,2	10,6	9,4	8,8	7,9	5,3	4,9

1/ Los saldos en moneda extranjera están valuados a tipo de cambio constante de diciembre de 2014.





Como resultado de lo anterior, el coeficiente de dolarización de los depósitos disminuyó de 51,8 por ciento en junio a 50,3 por ciento en octubre. Por tipo de depósitos, se ha observado una menor dolarización de los depósitos de personas (principalmente de ahorro y a plazo) y de los fondos de pensiones. Por el contrario, la dolarización de los depósitos de empresas aumentó entre junio y octubre, en particular en el caso de los depósitos a plazo.

**Cuadro 31**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO**  
(En porcentajes)

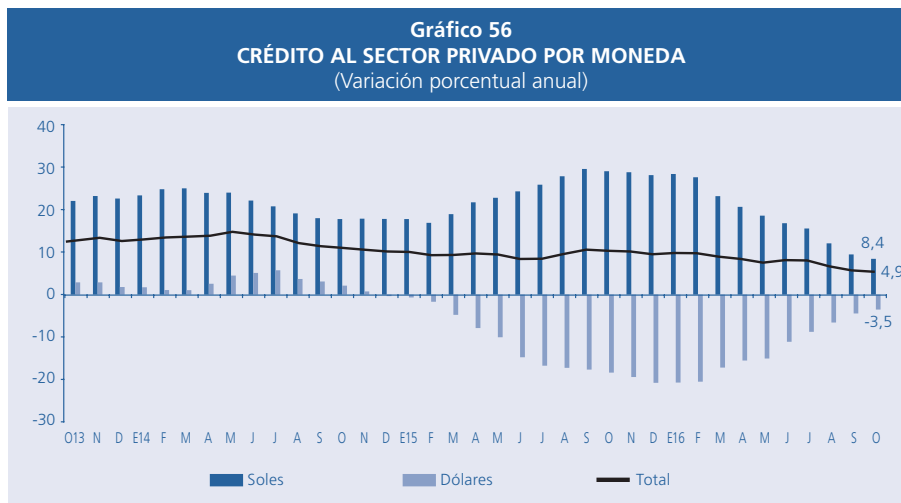
	Dic.14	Dic.15	Set.16	Oct.16
<b>Empresas</b>	<b>50,7</b>	<b>55,5</b>	<b>56,2</b>	<b>55,7</b>
Vista	47,1	50,6	53,5	53,5
Ahorro	63,6	68,9	62,1	45,8
Plazo	61,8	71,7	65,0	64,9
<b>Personas</b>	<b>33,7</b>	<b>40,3</b>	<b>37,6</b>	<b>37,2</b>
Vista	48,0	50,6	53,5	53,5
Ahorro	35,2	40,7	41,4	41,4
Plazo	30,8	38,5	31,9	31,1
CTS	33,9	33,6	32,4	32,2
Otros a plazo	29,5	40,3	31,7	30,8
<b>Fondo de pensiones</b>	<b>62,0</b>	<b>68,3</b>	<b>58,9</b>	<b>58,1</b>
<b>Fondos Mutuos</b>	<b>60,5</b>	<b>67,4</b>	<b>62,5</b>	<b>62,5</b>
<b>TOTAL</b>	<b>49,2</b>	<b>54,9</b>	<b>50,8</b>	<b>50,3</b>

Para el período 2017-2018 se prevé que el proceso de desdolarización de la liquidez se acelere en la medida que las menores expectativas de depreciación juntamente con tasas en soles mayores que en dólares contribuyan a hacer más atractivo el ahorro en moneda doméstica. Consistente con ello, se prevé un mayor dinamismo de los depósitos en moneda nacional, con tasas de crecimiento superiores al 10,0 por ciento para los siguientes dos años.

## Crédito

34. El crédito al sector privado creció 4,9 por ciento anual en octubre, tasa menor a la registrada en junio (7,9 por ciento) y al cierre de 2015 (9,4 por ciento). La moderación del crédito obedecería al menor dinamismo de la demanda interna y de la inversión privada, que han afectado principalmente el crédito al segmento

corporativo y a la gran empresa y, en menor proporción, en el crecimiento del crédito a personas.



El crecimiento del crédito en moneda nacional continuó desacelerándose pero manteniendo una tasa por encima del crecimiento del PBI nominal. Así, en octubre, este agregado registró una expansión anual de 8,4 por ciento (17,0 por ciento en junio), mientras que el crédito en moneda extranjera siguió reduciéndose, aunque a una menor tasa de contracción (de -11,1 por ciento en junio a -3,5 por ciento en octubre), debido a una recuperación del financiamiento en dólares al sector corporativo durante el tercer trimestre. Para el cierre del año, se prevé un crecimiento del crédito total alrededor de 5,5 por ciento, lo que es consistente con la evolución de la actividad económica.

El crédito otorgado a empresas se desaceleró en mayor proporción que el de personas. Así el crecimiento anual del crédito al segmento corporativo y gran empresa se redujo de 7,9 a 1,3 por ciento entre junio y octubre. Por el contrario, el crédito al segmento de pequeña y micro empresa se recuperó en el tercer trimestre, pasando de 6,2 a 7,3 por ciento entre los mismos periodos. Los préstamos a personas naturales continuaron creciendo a un ritmo moderado, siendo el segmento más dinámico el de consumo, que creció 9,4 por ciento anual en octubre (11,2 por ciento en junio). En tanto que el crédito hipotecario creció a 6,2 por ciento (8,7 por ciento en junio).







**Cuadro 32**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(Variación porcentual anual)

	Dic.14	Dic.15	Set.16	Oct.16
<b>Empresas</b>	<b>9,2</b>	<b>7,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>
Corporativo y Gran Empresa	10,5	15,0	1,8	1,3
Mediana Empresa	13,7	-0,8	3,5	3,3
Pequeña y Micro Empresa	1,6	3,2	6,9	7,3
<b>Personas</b>	<b>11,8</b>	<b>12,2</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</b>
Consumo	11,4	14,8	9,9	9,4
Vehicular	6,7	-5,0	-5,4	-6,4
Tarjeta	15,0	23,9	12,5	11,3
Resto	10,0	11,7	9,6	9,5
Hipotecario	12,4	8,6	7,2	6,2
<b>TOTAL</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>

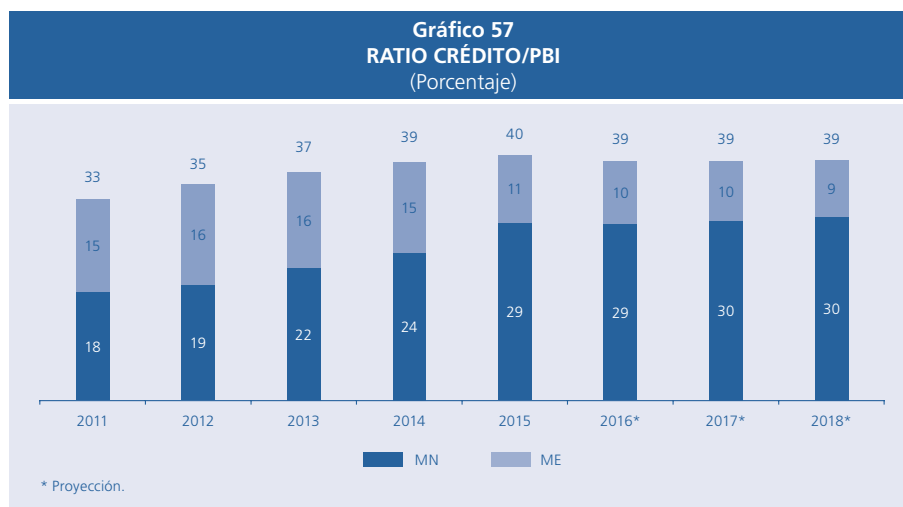
35. La desaceleración del crédito al sector privado de las sociedades de depósito está en línea con el menor dinamismo de la demanda interna. Los indicadores de actividad económica, tales como el PBI, demanda interna e inversión privada, tienen correlaciones significativas y cercanas a 0,5 con el crédito al sector privado. Asimismo, la evidencia estadística sugiere que el crédito al sector privado responde de manera rezagada a cambios en la demanda interna, la inversión y el PBI.

**Cuadro 33**  
**CORRELACIÓN DINÁMICA MÁXIMA**

	Crédito al sector privado	Crédito a empresas	Crédito a personas
PBI	0,44	0,32	0,52
Demanda Interna	0,50	0,52	0,47
Inversión Privada	0,54	0,50	0,64

Para 2016, se proyecta un crecimiento del crédito de 5,5 por ciento, que toma en cuenta un ritmo de expansión del crédito en soles de 7,6 por ciento asociado principalmente a un menor dinamismo de la inversión y el consumo de bienes duraderos así como la amortización de créditos por parte de agentes económicos que optaron por la liberación de sus fondos de pensiones. De otro lado, se prevé que el crédito en dólares registrará un crecimiento de 0,1 por ciento en el mismo año, el cual se encuentra en línea con la información disponible a octubre. Con ello, se prevé que el ratio de crédito sobre PBI se mantendrá durante el año 2016 en 40 por ciento.

Para el horizonte de proyección 2017-2018, se prevé que las tasas de crecimiento del crédito al sector privado y la liquidez evolucionen en línea con el ritmo de crecimiento del PBI nominal, siendo los créditos y depósitos en moneda nacional los de mayor dinamismo. En particular, se prevé un crecimiento del crédito total de 6,5 por ciento con un crecimiento del crédito en soles de 8,0 por ciento y 2,1 por ciento en dólares, que corresponde principalmente a créditos para comercio exterior.



## Financiamiento ampliado

36. El financiamiento ampliado agrega todas las fuentes de fondeo para el sector privado, como el crédito otorgado por las sociedades de depósitos, el crédito que proviene del mercado de capitales y el que directamente reciben las empresas del mercado internacional, y por tanto representa una fuente útil de información para cuantificar el ciclo crediticio.

En octubre, el financiamiento ampliado registró una tasa de crecimiento anual de 4,3 por ciento, tasa ligeramente menor a la del crecimiento del crédito al sector privado que otorgan las sociedades de depósitos (4,9 por ciento). La desaceleración que se observó en el crédito también se reflejó en sus fuentes de financiamiento. Así, no solo el financiamiento de las sociedades de depósitos redujo su ritmo de expansión, sino también el financiamiento extranjero directo, cuya tasa de crecimiento pasó de 9,5 a 1,0 por ciento. Esta evolución del financiamiento ampliado es consistente con la evolución de la demanda interna que muestra un menor dinamismo, en particular durante el cuarto trimestre.





**Cuadro 34**  
**FINANCIAMIENTO AMPLIADO AL SECTOR PRIVADO**

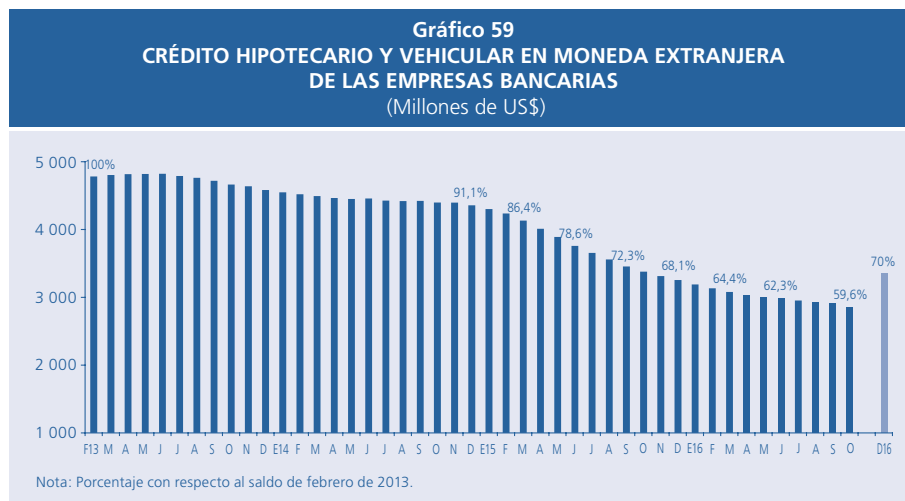
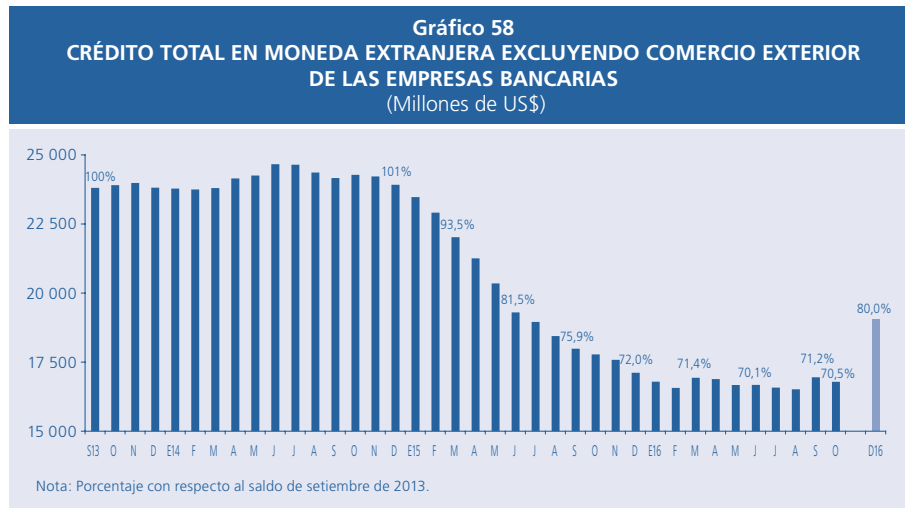
	Saldos en millones de Soles			Variaciones anuales (%)		
	Dic. 14	Dic. 15	Oct. 16	Dic. 14/ Dic. 13	Dic. 15/ Dic. 14	Oct. 16/ Oct. 15
<b>Crédito de sociedades de depósito</b>	<b>225 000</b>	<b>246 167</b>	<b>256 029</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>4,9</b>
M.N. (S/ Mills)	139 013	177 988	187 281	17,7	28,0	8,4
M.E. (US\$ Mills)	28 855	22 879	23 070	-0,4	-20,7	-3,5
<b>Crédito de otras sociedades financieras</b>	<b>28 561</b>	<b>33 069</b>	<b>33 771</b>	<b>17,6</b>	<b>15,8</b>	<b>4,2</b>
M.N. (S/ Mills)	14 416	17 031	18 325	22,1	18,1	9,1
M.E. (US\$ Mills)	4 746	5 382	5 183	13,3	13,4	-1,0
<b>Endeudamiento externo privado</b>	<b>71 674</b>	<b>76 947</b>	<b>77 188</b>	<b>15,9</b>	<b>7,4</b>	<b>2,3</b>
(millones de US\$)	24 052	25 821	25 902	15,9	7,4	2,3
Corto plazo (US\$ Mills)	3 947	3 816	4 167	3,5	-3,3	9,7
Mediano y largo plazo (US\$ Mills)	20 105	22 005	21 735	18,7	9,5	1,0
<b>TOTAL</b>	<b>325 234</b>	<b>356 184</b>	<b>366 989</b>	<b>12,0</b>	<b>9,5</b>	<b>4,3</b>
M.N. (S/ Mills)	153 429	195 019	205 606	18,1	27,1	8,4
M.E. (US\$ Mills)	57 653	54 082	54 155	7,0	-6,2	-0,6
Dolarización (%)	52,8	48,6	46,9			

### Avances en la desdolarización del crédito

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

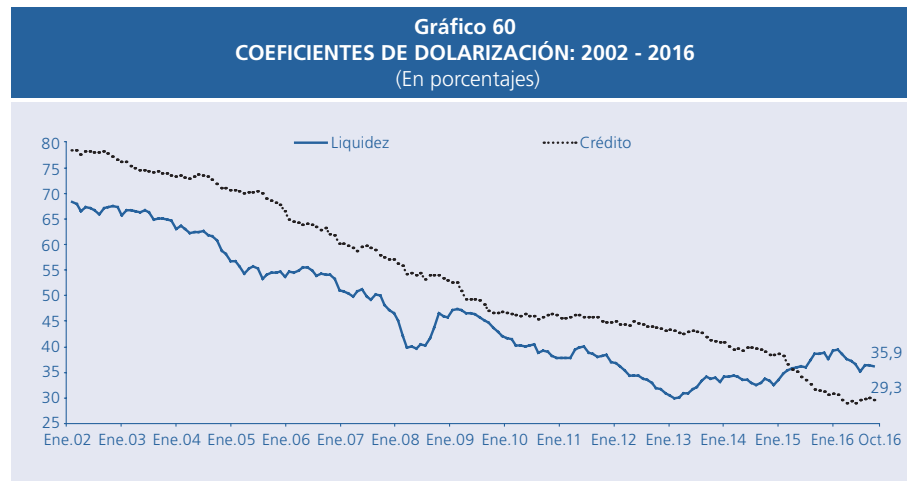
Como efecto de tales medidas y la depreciación registrada, se redujo el saldo de créditos en dólares, sustituyéndoselos por créditos en soles. En el caso de los créditos totales, estos se redujeron de un saldo de US\$ 23 904 millones en diciembre de 2014 a US\$ 16 785 millones en octubre de 2016 (US\$ 7 118 millones de contracción). Dicho saldo equivale al 70,5 por ciento del saldo de crédito de las empresas bancarias de setiembre de 2013 (cumpliendo el requerimiento a diciembre de 2015 y 2016). Cabe resaltar que, dado que la banca al haber ya cumplido con su requerimiento para fin de 2016 y ante la menor depreciación del Sol desde marzo, el saldo total se ha

mantenido alrededor del 70 por ciento del saldo de setiembre de 2013; y el saldo del crédito vehicular e hipotecario en moneda extranjera se ha mantenido entre 60 y 62 por ciento del saldo de febrero de 2013.



Esta evolución del crédito en dólares llevó a que el ratio de dolarización del crédito se haya reducido de 38,2 por ciento en diciembre de 2014 a 29,3 por ciento en octubre de 2016. Se prevé que la dolarización del crédito continúe reduciéndose en los próximos años, con mayor intensidad para el caso de los créditos vehicular e hipotecario, en la medida en que para este concepto los niveles de crédito que gatillan encajes adicionales continuarán reduciéndose hasta que el monto de estos créditos en dólares alcancen el 5 por ciento del patrimonio neto de la banca.





Por tipo de crédito, se puede apreciar una menor dolarización en todas las categorías. En el caso del crédito hipotecario, la dolarización pasó de 33,9 en diciembre 2014 a 22,9 por ciento a octubre de 2016 y para los créditos vehiculares, la dolarización disminuyó de 68,9 a 29,1 por ciento (aproximadamente 40 puntos porcentuales), en el mismo período. Por el lado del crédito a empresas, la dolarización de los créditos a empresas corporativas y grandes empresas disminuyó 11 puntos porcentuales desde diciembre de 2014, en el caso de los créditos a medianas empresas, el coeficiente de dolarización se redujo 15,5 puntos porcentuales para el mismo periodo.

Cabe mencionar que los menores niveles de dolarización del crédito incrementan la fortaleza del sistema financiero ante choques externos que generen una elevada volatilidad en el tipo de cambio. Además, esto reduce los efectos negativos de la volatilidad en el tipo de cambio sobre los balances de las empresas y familias.

**Cuadro 35**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(En porcentajes)

	Dic.14	Dic.15	Set.16	Oct.16
<b>Empresas</b>	<b>48,4</b>	<b>38,7</b>	<b>39,0</b>	<b>38,4</b>
Corporativo y Gran Empresa	59,8	46,5	49,4	48,7
Mediana Empresa	59,3	47,6	44,1	43,8
Pequeña y Micro Empresa	11,5	8,8	7,2	7,0
<b>Personas</b>	<b>20,0</b>	<b>15,9</b>	<b>13,9</b>	<b>13,6</b>
Consumo	9,5	7,9	7,1	7,0
Vehicular	68,9	44,6	30,3	29,1
Tarjeta	6,6	6,4	6,6	6,8
Resto	5,9	6,0	5,7	5,6
Hipotecario	33,9	26,8	23,4	22,9
<b>TOTAL</b>	<b>38,2</b>	<b>30,5</b>	<b>29,8</b>	<b>29,3</b>
<i>A tipo de cambio constante</i>	38,2	27,7	27,1	26,9

## Morosidad

38. El ratio de morosidad del crédito fue de 3,29 por ciento en octubre, observándose una ligera tendencia al alza respecto de setiembre. En el caso del crédito a empresas, este ratio se ubicó en 5,28 por ciento, mayor al observado en setiembre (5,16 por ciento) y diciembre de 2015 (4,65 por ciento). En el caso del crédito a personas, el ratio de morosidad fue de 3,11 por ciento, también superior con respecto de setiembre (3,05 por ciento) y a diciembre de 2015 (2,65 por ciento). En los últimos cuatro meses, resalta la mayor morosidad del segmento a medianas empresas y del crédito vehicular en 43 y 40 puntos básicos.

Cuadro 36 ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS				
	Porcentajes			
	Dic.14	Dic.15	Set.16	Oct.16
<b>Crédito a empresas</b>	<b>3,14</b>	<b>4,65</b>	<b>5,16</b>	<b>5,28</b>
Corporativo y grandes empresas	0,37	0,47	0,44	0,56
Medianas empresas	4,79	5,28	6,34	6,48
Micro y pequeñas empresas	7,82	7,46	7,81	7,78
<b>Crédito a personas</b>	<b>2,46</b>	<b>2,65</b>	<b>3,05</b>	<b>3,11</b>
Consumo	3,34	3,32	3,69	3,77
Tarjetas de crédito	4,23	4,10	4,78	4,94
Vehicular	4,25	4,41	5,48	5,58
Hipotecario	1,44	1,84	2,28	2,30
<b>PROMEDIO</b>	<b>2,91</b>	<b>2,87</b>	<b>3,20</b>	<b>3,29</b>

Por monedas, se observa un mayor nivel de morosidad para los créditos en dólares en los segmentos que tienen menor capacidad de generar ingresos en esta moneda, como es el caso de las pequeñas y micro empresas y de los créditos a personas. Así, el nivel de morosidad en dólares de los créditos a personas se incrementó de 4,07 en setiembre a 4,16 por ciento en octubre, principalmente por los segmentos de crédito vehicular e hipotecario, que aumentaron 64 y 12 puntos básicos, respectivamente. Esta mayor morosidad del segmento de personas es explicada por el mayor riesgo cambiario asumido respecto al segmento de empresas, las cuales cuentan con mejor acceso a instrumentos de cobertura del riesgo cambiario.





**Cuadro 37**  
**ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS**  
**MONEDA NACIONAL**

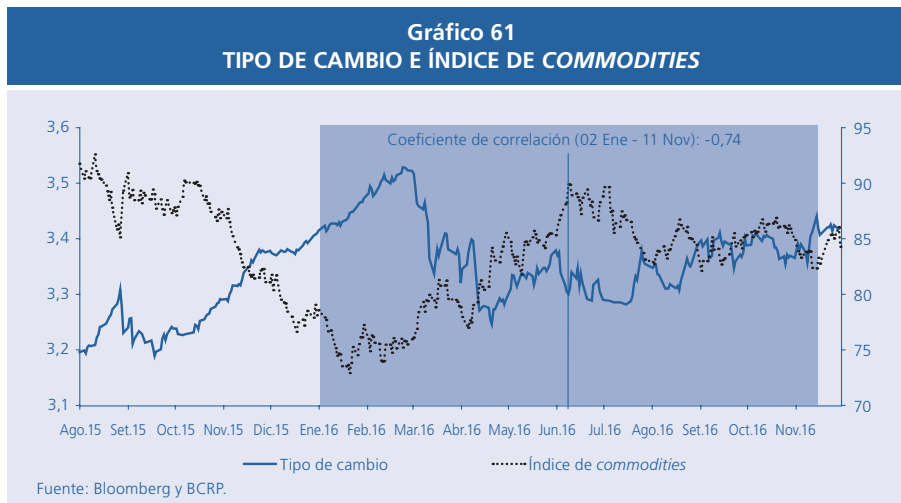
	Porcentajes			
	Dic.14	Dic.15	Set.16	Oct.16
<b>Crédito a empresas</b>	<b>4,03</b>	<b>5,11</b>	<b>5,86</b>	<b>5,95</b>
Corporativo y grandes empresas	0,24	0,22	0,23	0,32
Medianas empresas	5,63	5,04	6,02	6,20
Micro y pequeñas empresas	7,65	6,90	7,21	7,21
<b>Crédito a personas</b>	<b>2,57</b>	<b>2,53</b>	<b>2,89</b>	<b>2,95</b>
Consumo	3,33	3,23	3,58	3,67
Tarjetas de crédito	4,31	4,20	4,94	5,12
Vehicular	4,61	1,91	2,27	2,31
Hipotecario	1,33	1,46	1,85	1,86
<b>PROMEDIO</b>	<b>3,40</b>	<b>2,87</b>	<b>3,25</b>	<b>3,33</b>

**Cuadro 38**  
**ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS**  
**MONEDA EXTRANJERA**

	Porcentajes			
	Dic.14	Dic.15	Set.16	Oct.16
<b>Crédito a empresas</b>	<b>2,14</b>	<b>3,89</b>	<b>4,00</b>	<b>4,15</b>
Corporativo y grandes empresas	0,45	0,78	0,66	0,83
Medianas empresas	4,22	5,55	6,74	6,83
Micro y pequeñas empresas	9,39	15,70	20,24	20,12
<b>Crédito a personas</b>	<b>2,06</b>	<b>3,28</b>	<b>4,07</b>	<b>4,16</b>
Consumo	3,42	4,58	5,39	5,37
Tarjetas de crédito	3,07	2,62	2,60	2,52
Vehicular	4,09	7,52	12,88	13,52
Hipotecario	1,64	2,88	3,66	3,78
<b>PROMEDIO</b>	<b>2,13</b>	<b>2,87</b>	<b>3,06</b>	<b>3,18</b>

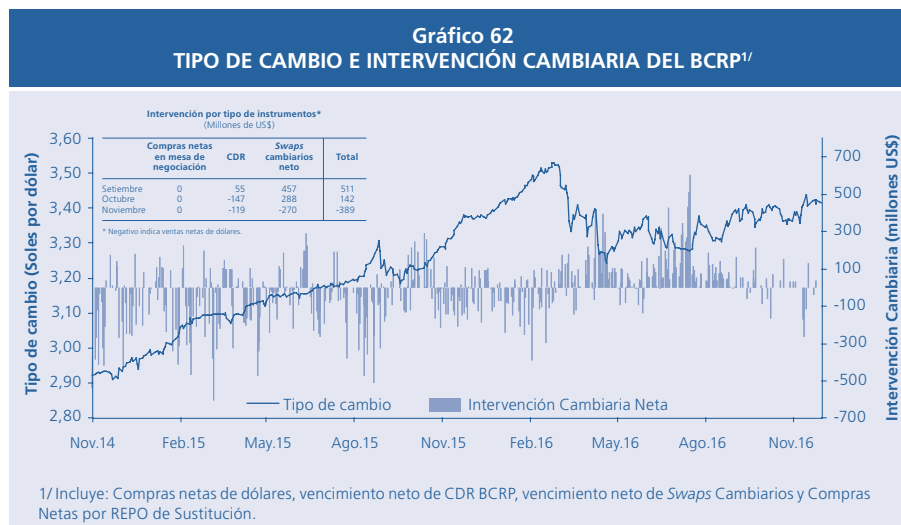
### Tipo de cambio e intervención cambiaria

39. Al cierre de noviembre, el tipo de cambio se ubicó en S/ 3,414 por dólar, nivel similar al observado a fines de 2015. Ello tras la apreciación que mostró el Sol en el primer semestre del año, la cual estuvo en línea con las expectativas de política monetaria acomodaticia en las economías desarrolladas y con el alza en los precios de los *commodities*. Posteriormente, el tipo de cambio mostró una ligera tendencia al alza, ante la evolución negativa de los precios de los *commodities*, y las expectativas de una reversión más rápida de la posición de estímulo monetario de la Fed, luego del resultado de las elecciones en los EUA.



Entre setiembre y noviembre de 2016, el tipo de cambio registró una depreciación de 0,6 por ciento, pasando de S/ 3,393 a S/ 3,414 por US Dólar pero con una evolución diferenciada dentro del periodo.

Así, entre setiembre y octubre el Sol se apreció 0,9 por ciento en medio de alza de los precios de los *commodities*, ante lo cual el saldo neto de instrumentos cambiarios del BCRP continuó disminuyendo. Posteriormente, en noviembre, el Sol se depreció 1,5 por ciento, a pesar del alza de *commodities* como muestra el gráfico anterior, debido a un significativo incremento de la aversión al riesgo en los mercados internacionales que afectó a los mercados emergentes, luego del resultado de las elecciones presidenciales en los Estados Unidos de Norteamérica y por las mayores expectativas de alza de tasas de interés por parte de la Fed, ante lo cual el BCRP colocó *Swaps* Cambiarios Venta y Certificados de Depósitos Reajustables (CDR).

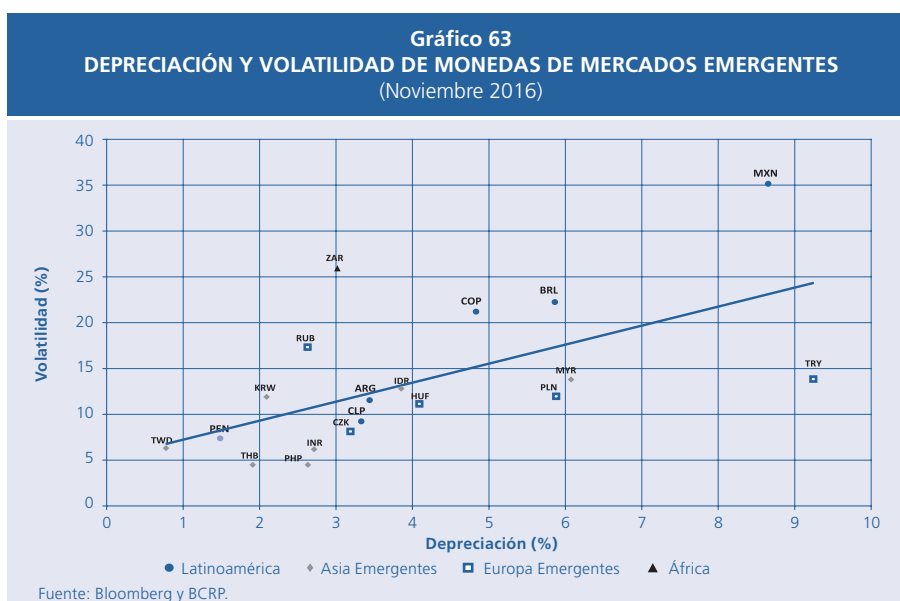






En noviembre, las monedas de mercados emergentes estuvieron bajo una importante presión depreciatoria, en un contexto de salida de capitales por incertidumbre sobre la evolución de sus economías ante las posibles políticas proteccionistas que implementaría el nuevo presidente de Estados Unidos de Norteamérica y por el incremento de las tasas de interés en dólares que harían más atractivas las inversiones en dicha moneda.

En medio de ese contexto, el Sol peruano presentó uno de los menores niveles de volatilidad y depreciación dentro de las principales monedas de economías emergentes, favorecido por los fundamentos de la economía peruana y la acción del BCRP para atenuar la volatilidad cambiaria.

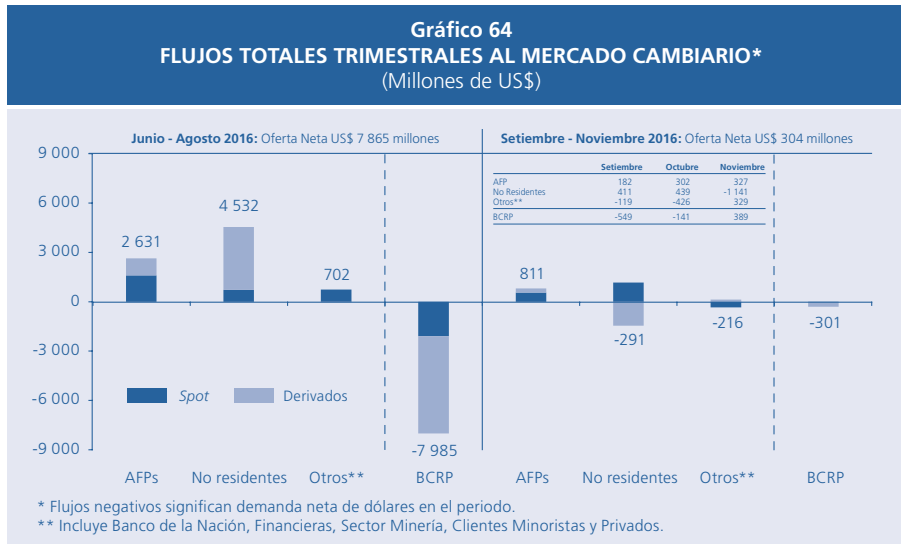


Con respecto a los flujos cambiarios en el mercado local, entre setiembre y noviembre se registró una oferta neta de dólares por US\$ 304 millones (en el periodo de junio a agosto se registró oferta neta por US\$ 7 865 millones).

Al inicio, entre setiembre y octubre se registró una oferta neta de dólares, en medio de la apreciación del Sol, de US\$ 474 millones y US\$ 315 millones respectivamente provenientes principalmente de AFP y no residentes. Por el contrario, en noviembre se registró una demanda neta de dólares por US\$ 485 millones, principalmente por demanda de no residentes (US\$ 1 141 millones), en medio del contexto de incertidumbre internacional mencionado anteriormente.

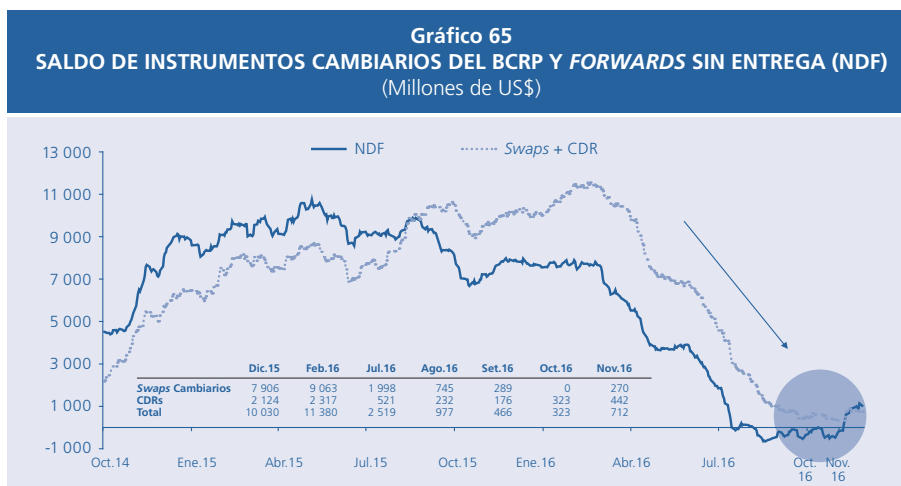
Por su parte, el Banco Central tuvo una posición neta de demanda de dólares por US\$ 301 millones en el periodo. Entre setiembre y octubre el BCRP demandó dólares a través de vencimientos netos de sus instrumentos cambiarios por US\$ 549 y US\$ 101 millones, respectivamente, y en noviembre ofertó dólares a través de colocación neta

de *Swaps* Cambiarios Venta y CDRs. Cabe resaltar que el BCRP no intervino en el mercado cambiario en el periodo.



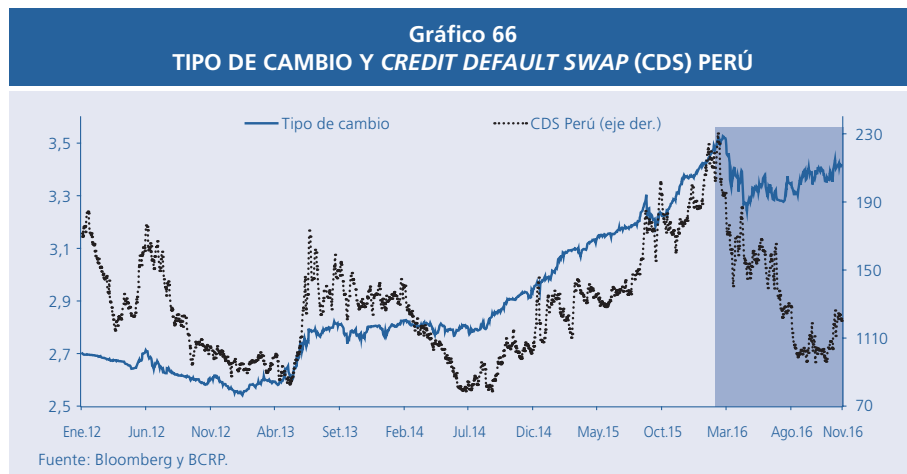
Es importante indicar que los saldos de los instrumentos cambiarios del BCRP (*Swaps* Cambiarios Venta y CDR) se han venido reduciendo significativamente desde periodos previos por las menores expectativas de depreciación, reflejado en la disminución de la posición *forward* venta neta de la banca con sus clientes.

Así, al cierre de octubre el saldo de *Swaps* Cambiarios se redujo por completo y el de CDR fue US\$ 323 millones. A fines de noviembre, el saldo total de instrumentos cambiarios se ubicó en US\$ 712 millones, del cual el de *Swap* Cambiarios fue US\$ 270 millones, luego de las acciones por parte del BCRP para atenuar la volatilidad cambiaria en dicho mes.





La menor percepción de riesgo del Perú en los mercados internacionales (medido a través de las primas de los *Credit Default Swaps*<sup>10</sup>) por las perspectivas positivas sobre la economía peruana, la reducción del saldo de los instrumentos cambiarios y el amplio nivel de Reservas Internacionales que mantiene el BCRP posicionan al Sol como una de las monedas emergentes mejor preparadas para afrontar un eventual periodo de incertidumbre internacional como el registrado en noviembre. Adicionalmente, el alza en los precios de los *commodities*, en especial del cobre, es un factor positivo importante para la economía local, y en consecuencia para el Sol, de mantenerse dicha tendencia favorable.



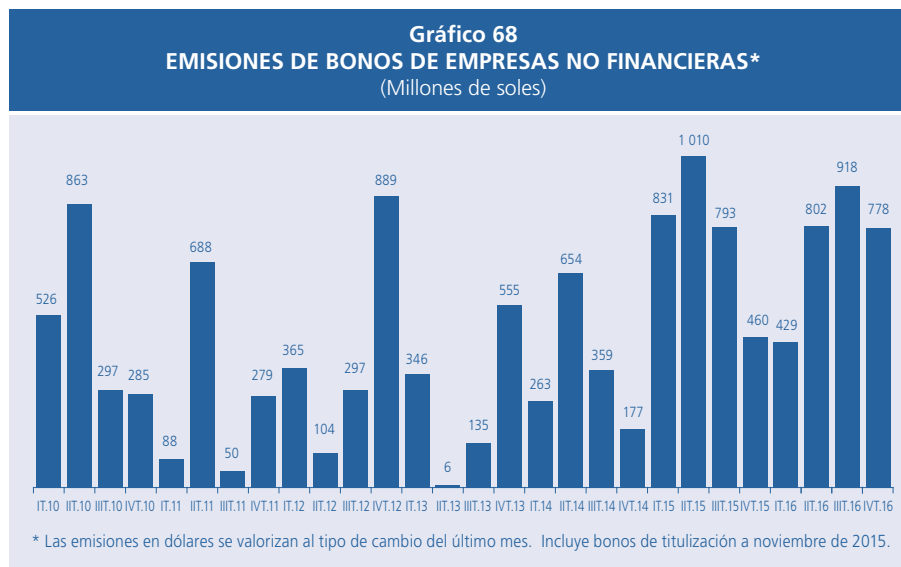
El índice de tipo de cambio real multilateral se ubicó en un nivel de 96,5 en noviembre (periodo base de 2009), nivel menor en 0,8 por ciento con respecto a noviembre de 2015. La disminución durante los últimos 12 meses se ha dado principalmente en relación a los países de Asia Oriental (-3,3 por ciento) compensado parcialmente por el incremento con respecto a Latinoamérica (3,2 por ciento).



10 Los *Credit Default Swaps* (CDS) son instrumentos financieros que permiten asegurar un bono contra el riesgo de incumplimiento. Así mientras menor sea la prima a pagar (el costo del seguro), menor riesgo percibe el mercado.

## Mercado de capitales

40. Las empresas no financieras emitieron valores por S/ 778 millones en lo que va del cuarto trimestre de 2016. El aumento del costo de endeudamiento en dólares, en un entorno de volatilidad cambiaria, explicó la ausencia de emisiones en dólares. De forma similar, las empresas financieras se financiaron en el mercado local vendiendo bonos por S/ 214 millones (81 por ciento en soles y 19 por ciento en dólares). A fines de noviembre de 2016, el Banco de la Nación realizó su primera emisión de bonos subordinados por S/ 250 millones al plazo de 15 años y a una tasa cupón de 8 por ciento.



En octubre de 2016, el Banco de Crédito del Perú emitió bonos en el mercado internacional por US\$ 300 millones bajo la par, al plazo de 3 años y a una tasa cupón de 2,25 por ciento. La tasa de rendimiento ascendió a 2,36 por ciento (mayor en 138 puntos básicos a la tasa de rendimiento de un bono del tesoro norteamericano de similar plazo). A noviembre de 2016, el saldo de los bonos emitidos por empresas peruanas en el mercado internacional asciende a US\$ 20 172 millones. En los próximos dos años, el total de vencimientos de bonos en el exterior asciende a US\$ 858 millones, de los cuales US\$ 730 millones corresponden a bonos del sector financiero y US\$ 128 millones al sector transable.





**Cuadro 39**  
**EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL**

Empresa	Fecha de Emisión	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
<b>AÑO 2014</b>		<b>5 510</b>		
<b>Sector no Financiero</b>		<b>3 306</b>		
Compañía Minera Ares	15-Ene	350	7	7,75%
Minsur	31-Ene	450	10	6,25%
Abengoa Transmisión Sur	8-Abr	432	29	6,88%
Camposol	24-Abr	75	3	9,88%
Rutas de Lima**	27-Jun	370	22	8,38%
Rutas de Lima***	27-Jun	150	25	5,25%
InRetail Shopping Mall	1-Jul	350	7	6,50%
InRetail Consumer	7-Oct	300	7	5,25%
Unión Andina de Cementos	28-Oct	625	7	5,88%
Energía Eólica	15-Dic	204	20	6,00%
<b>Sector Financiero</b>		<b>2 204</b>		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>1 025</u>		
Banco de Crédito	15-Ene	200	13	6,13%
Interbank	11-Mar	300	15	6,63%
Banco de Crédito	1-Jul	225	4	2,75%
BBVA Banco Continental	15-Set	300	15	5,25%
<u>Sector Financiero Público</u>		<u>1 179</u>		
Fondo MiVivienda	26-Mar	300	5	3,38%
Fondo MiVivienda*	15-May	279	4	1,25%
COFIDE	8-Jul	300	5	3,25%
COFIDE	8-Jul	300	15	5,25%
<b>AÑO 2015</b>		<b>4 510</b>		
<b>Sector no Financiero</b>		<b>3 361</b>		
GyM Ferrovias***	3-Feb	206	25	4,75%
Southern Copper Corporation	17-Abr	500	10	3,88%
Southern Copper Corporation	17-Abr	1 500	30	5,88%
Consorcio Nuevo Metro de Lima	10-Jun	1 155	19	5,88%
<b>Sector Financiero</b>		<b>1 149</b>		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>349</u>		
Intercorp	3-Feb	250	10	5,88%
Interbank**	3-Feb	99	15	7,66%
<b>Sector Financiero Público</b>		<b>800</b>		
COFIDE	7-Jul	200	4	3,25%
COFIDE	7-Jul	600	10	4,75%
<b>AÑO 2016</b>		<b>797</b>		
<b>Sector no Financiero</b>		<b>497</b>		
Kallpa Generación	19-May	350	10	4,88%
Camposol	20-May	147	5	10,50%
<b>Sector Financiero</b>		<b>300</b>		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>300</u>		
Banco de Crédito del Perú	20-Oct	300	3	2,25%

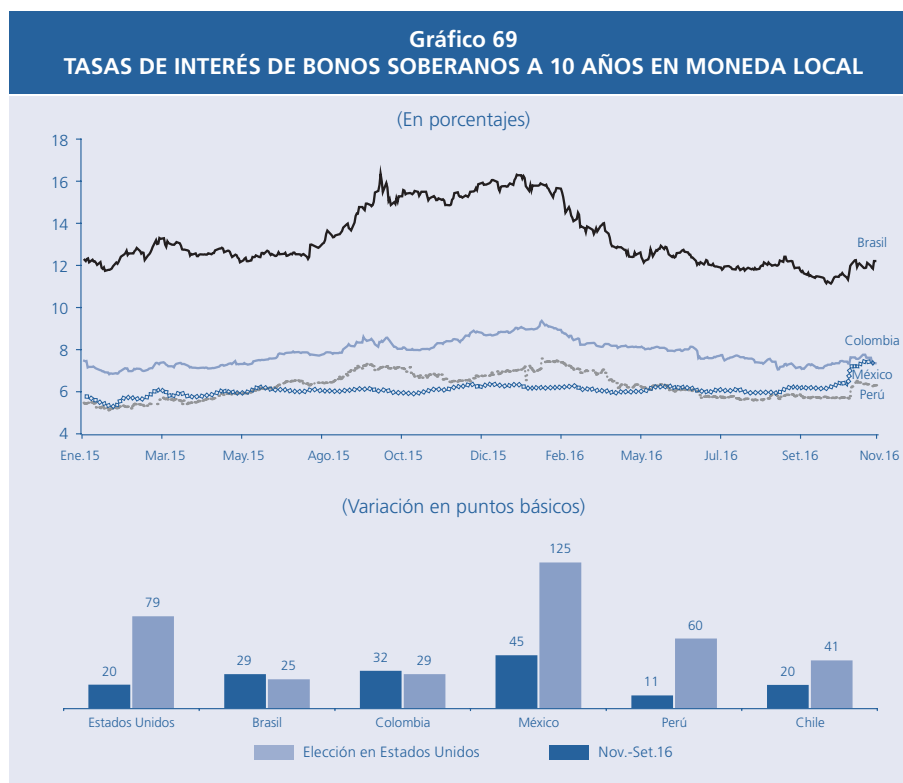
\* Emisión en Francos suizos.

\*\* Emisión en Soles.

\*\*\* Emisión en Soles VAC.

41. Las tasas de interés de los bonos de gobierno de la región presentaron una tendencia alcista entre setiembre y noviembre de 2016. En promedio, las tasas de interés de los bonos soberanos a 10 años de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú se incrementaron en 56 puntos básicos. En particular, la tasa de interés del bono peruano en soles aumentó de 5,72 a 6,32 por ciento. Un factor que explica el reciente empinamiento

en las curvas de rendimiento de los bonos gubernamentales latinoamericanos sería la mayor aversión al riesgo percibida por inversionistas globales tras conocerse el resultado de las elecciones presidenciales en los Estados Unidos de Norteamérica. Así, entre el 8 y 9 de noviembre las tasas de interés del bono peruano a 10 años aumentaron 11 puntos básicos, reflejando el menor incremento en la región, en tanto que el bono mexicano registró la mayor desvalorización (45 puntos básicos).

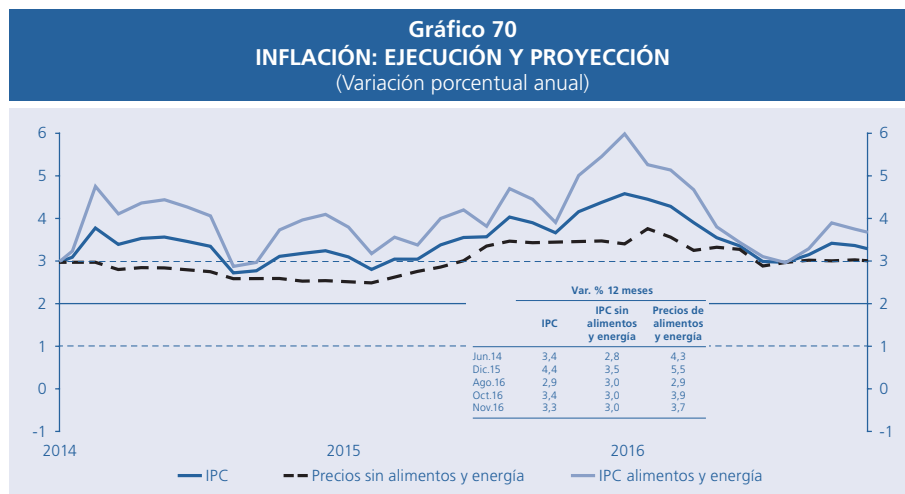




## VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos

### Ejecución a noviembre de 2016

42. Luego de la reversión de los choques internos por el Fenómeno El Niño del año pasado (entre enero y agosto la inflación anualizada cayó de 4,61 a 2,96 por ciento), la inflación aumentó desde setiembre alcanzando una tasa de 3,35 por ciento en noviembre. En ello influyó el incremento del tipo de cambio (2,1 por ciento), las alzas en los precios de gasolina (6,0 por ciento), de las tarifas eléctricas (4,4 por ciento) y de algunos alimentos como pollo (6,7 por ciento) y leche (7,2 por ciento).



43. En el periodo enero-noviembre los rubros con mayor contribución positiva a la inflación fueron comidas fuera del hogar y matrículas y pensión de enseñanza. Por el contrario, los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron legumbres frescas, gasolina y transporte nacional.

**Cuadro 40**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO-NOVIEMBRE 2016**

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	4,4	0,58	Legumbres frescas	0,2	-23,5	-0,08
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	5,1	0,48	Transporte nacional	0,3	-17,1	-0,07
Electricidad	2,9	7,1	0,23	Gasolina y lubricantes	1,3	-3,2	-0,04
Artículos del cuidado personal	4,9	3,7	0,17	Choclo	0,1	-17,8	-0,03
Leche en conserva	1,6	6,7	0,11	Pasaje de avión	0,4	-8,0	-0,03
Productos medicinales	2,1	5,0	0,10	Olluco y similares	0,1	-26,9	-0,03
Carne de pollo	3,0	2,9	0,09	Papaya	0,2	-13,5	-0,03
Cigarrillos	0,1	45,1	0,08	Cebolla	0,4	-5,4	-0,02
Pescado fresco y congelado	0,7	9,3	0,07	Cítricos	0,5	-1,5	-0,01
Pasaje urbano	8,5	0,8	0,06	Apio	0,0	-17,6	-0,01
<b>Total</b>			<b>1,97</b>	<b>Total</b>			<b>-0,35</b>

**Cuadro 41**  
**INFLACIÓN**  
 (Variaciones porcentuales)

	Peso	2014	2015	2016	
				Enero - Noviembre	Interanual a Noviembre
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>3,22</b>	<b>4,40</b>	<b>2,89</b>	<b>3,35</b>
<b>1. IPC sin alimentos y energía</b>	<b>56,4</b>	<b>2,51</b>	<b>3,49</b>	<b>2,48</b>	<b>3,02</b>
a. Bienes	21,7	2,43	3,57	3,28	3,58
b. Servicios	34,8	2,55	3,44	1,99	2,68
<b>2. Alimentos y energía</b>	<b>43,6</b>	<b>4,08</b>	<b>5,47</b>	<b>3,37</b>	<b>3,73</b>
a. Alimentos y bebidas	37,8	4,83	5,37	3,30	3,70
b. Combustibles y electricidad	5,7	-0,85	6,20	3,82	3,92
Combustibles	2,8	-5,59	-6,33	-0,35	-1,16
Electricidad	2,9	4,37	18,71	7,11	7,99

### a) Comida fuera del hogar

En lo que va del año, el rubro **comida fuera del hogar** aumentó 4,4 por ciento, tasa mayor a la registrada en los alimentos dentro del hogar (2,8 por ciento) y en el índice general de precios (2,89 por ciento), lo que reflejaría la mayor demanda de los consumidores por este servicio. Asimismo, en los últimos doce meses, la variación de este rubro fue 4,79 por ciento, mayor a la de los alimentos dentro del hogar (3,17 por ciento).







#### b) Matrícula y Pensión de enseñanza

Entre enero y noviembre, el rubro **matrículas y pensiones de enseñanza** aumentó 5,1 por ciento. Los mayores incrementos se registraron en los meses de febrero (1,4 por ciento) y marzo (3,1 por ciento). Ello como resultado de los incrementos en las pensiones y matrículas de los colegios y universidades privadas, así como en las matrículas de los colegios estatales. En los siguientes meses se observaron alzas en las pensiones de las universidades e institutos de educación superior, y en el mes de agosto (0,2 por ciento) se registró un nuevo incremento en las matrículas de las universidades privadas y estatales. En los últimos doce meses este rubro alcanzó una variación de 5,0 por ciento.

#### c) Tarifas eléctricas

Las **tarifas eléctricas** aumentaron 7,1 por ciento en el período enero-noviembre y 8,0 por ciento en los últimos doce meses. Ello según los reajustes autorizados por el organismo regulador Osinergmin y que incorporaron las variaciones del tipo de cambio y los mayores costos por la puesta en operación de nuevas centrales (3,7 puntos porcentuales).

En ese sentido, se registró el incremento del componente de transmisión por la puesta en operación de la central térmica de Puerto Bravo; el alza del componente de generación por la puesta en operación de la central hidroeléctrica de Cerro del Águila; y los mayores costos por la puesta en operación comercial de la central térmica planta N° 2 de Ilo. En noviembre, las tarifas aumentaron también por la actualización del precio de generación considerando la liquidación trimestral que realiza el ente regulador para compensar las diferencias de los contratos entre empresas generadoras y distribuidoras.

#### d) Gasolina y lubricantes

En el período enero-noviembre el rubro **gasolina y lubricantes** disminuyó 3,2 por ciento, y 4,8 por ciento en los últimos doce meses. Ello como resultado de la evolución de los precios ex planta fijados por las refinerías locales. También influyeron los precios de referencia que fija Osinergmin, siguiendo la cotización internacional del petróleo WTI y la evolución de los precios de los combustibles en el mercado estadounidense.

En el caso de los precios de los gasoholes, éstos se redujeron 4,5 por ciento, mientras que los precios de referencia en dólares y soles aumentaron 8,5 y 9,2 por ciento. Por su parte, los precios de refinería promedio de los gasoholes bajaron 6,2 por ciento.

## **Alimentos**

### **e) Leche evaporada**

El precio de la **leche evaporada** aumentó en los dos últimos meses (octubre 3,7 por ciento y un rezago de 2,5 en noviembre), lo que respondería a la recuperación de márgenes operativos de la industria. En el año 2015 el precio de la leche evaporada aumentó 1,87 por ciento, por debajo de la variación del índice general de precios (4,4 por ciento) y del tipo de cambio (14,2 por ciento). Al mes de noviembre del presente año, la variación últimos doce meses de este rubro fue 6,7 por ciento.

En setiembre aumentaron los precios de los insumos importados utilizados en la elaboración de la leche evaporada, en un contexto de aumento de las cotizaciones internacionales. Se debe precisar que los insumos lácteos importados están sujetos al sistema de franja de precios y desde mayo de 2015 el derecho específico tiene un límite del 20 por ciento del valor CIF de importación.

En los últimos años, la participación del insumo nacional (leche fresca) en la elaboración de la leche evaporada y en la industria láctea en general ha aumentado, estimándose una participación aproximada de 70 por ciento en el total de insumos.

### **f) Carne de pollo**

Entre enero y noviembre, el precio de la **carne de pollo** aumentó 2,9 por ciento, acumulando un incremento de 4,5 por ciento en los últimos doce meses. Al igual que en períodos anteriores el precio presentó un comportamiento fluctuante asociado a la disponibilidad de productos sustitutos y a problemas en la oferta. Ello en un contexto de menor cotización del maíz amarillo duro, principal alimento de las aves (de US\$ 142,4 por tonelada en diciembre 2015 a US\$ 133,4 en noviembre 2016). El precio de internamiento del maíz amarillo duro en soles pasó de S/ 924,2 soles la TM en diciembre de 2015 a S/ 850,2 soles en noviembre de 2016.

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





En octubre y noviembre se registraron nuevos incrementos en el precio (3,5 y 2,5 por ciento) resultado asociado a una menor disponibilidad de pollos en los centros de distribución mayorista y a la irregularidad en el abastecimiento de pescado.

### g) Pescado

El precio del **pescado** presentó una variación acumulada de 9,3 por ciento en el período enero-noviembre y de 6,1 por ciento en los últimos doce meses, resultado asociado a la menor disponibilidad de especies ante los cambios climáticos y de las condiciones marinas.

A inicios del año, el alza de los precios estuvo relacionada a un abastecimiento irregular resultado de las alteraciones del ecosistema marino derivados del Fenómeno El Niño (abril 2015-junio 2016). A mediados de año, los oleajes anómalos y la menor temperatura contribuyeron al incremento de los precios de algunas especies. En noviembre, en cambio, el rubro pescado disminuyó 3,7 por ciento por un mayor abastecimiento de algunas especies como bonito, como respuesta a una mejora de su hábitat marino (leve calentamiento y mayor salinidad en la zona central frente a la costa).

### Proyección 2016

44. El año 2016 cerraría con una tasa de inflación total alrededor de 3,3 por ciento, disminuyendo respecto a su nivel del año pasado. La inflación sin alimentos y energía se ubicaría en 3,0 por ciento. El grupo energía aumentaría 4,2 por ciento ante el alza de las tarifas eléctricas (7,1 por ciento en el año), principalmente. El precio de los alimentos, por su parte, registraría un incremento de 3,5 por ciento.

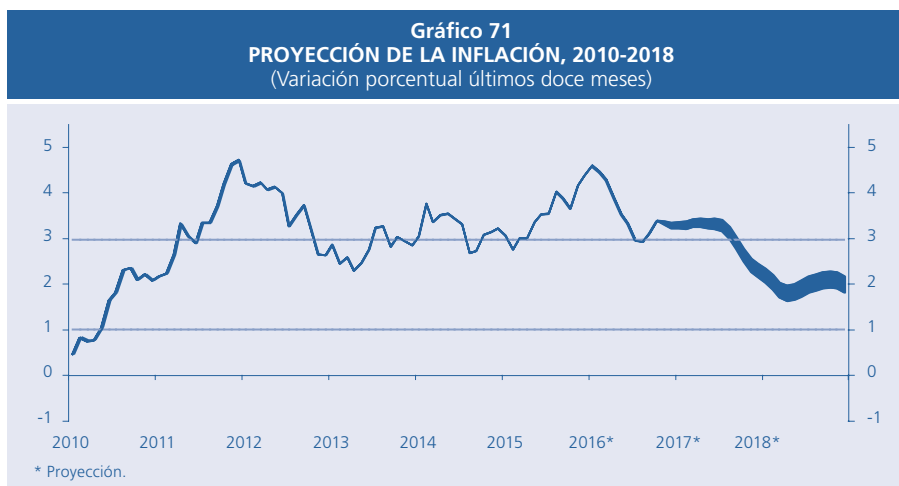
Para 2017, se prevé que la inflación retorne al rango meta, registrando una tasa de alrededor de 2,3 por ciento al final del año. Esta corrección se explicaría por una reducción de las expectativas de inflación y la reversión parcial de los choques de oferta observados en la última parte del año en los alimentos agrícolas perecibles.

Cuadro 42 INFLACIÓN 2009-2016 (Variación porcentual anual)										
	Peso	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>3,3</b>	<b>2,3</b>
<b>Alimentos y energía</b>	<b>43,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,0</b>	<b>7,7</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>5,5</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>
a. Alimentos	37,8	0,6	2,4	8,0	4,1	2,2	4,8	5,4	3,5	1,6
b. Energía	5,7	-10,4	6,8	6,0	0,2	6,1	-0,9	6,2	4,2	3,2
<b>IPC sin alimentos y energía</b>	<b>56,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>

\* Proyectado.

### Proyección 2017-2018

45. El BCRP toma acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y de sus determinantes, elaborada a partir de la información macroeconómica disponible en el momento de la toma de decisiones. Entre los determinantes de la inflación considerados para la decisión de política monetaria, destacan las expectativas de inflación, la inflación importada, y las presiones inflacionarias de demanda que se cuantifican a través de la brecha del producto (diferencia entre el PBI observado y su nivel potencial).
46. Bajo este contexto, se proyecta que la **inflación** converja hacia 2 por ciento durante el horizonte comprendido entre 2017 y 2018, aunque a un ritmo más lento al previsto en el Reporte de Inflación de setiembre. Este cambio en el ritmo de convergencia de la inflación refleja principalmente aumentos inesperados en los precios de alimentos en los últimos dos meses, la presión esperada sobre los precios de alimentos a comienzos de 2017 por el déficit hídrico a finales de este año, y expectativas de inflación que han mostrado un ritmo de convergencia más moderado. La reducción de la inflación es consistente con una caída sostenida de las expectativas de inflación durante el horizonte de proyección, la ausencia de choques de oferta sobre los precios, y con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda.

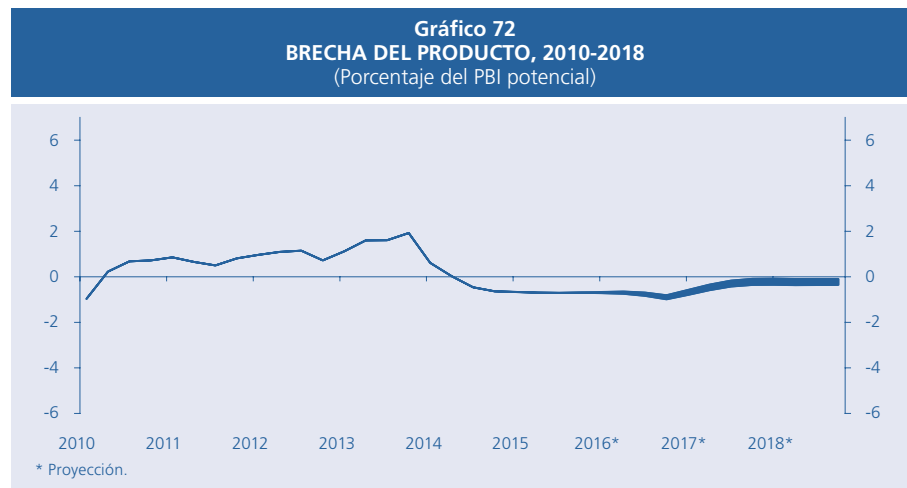


47. Los **determinantes de la proyección de inflación** se discuten a continuación:
- a) La economía crecería en línea con el ritmo del crecimiento del PBI potencial durante 2016, mientras que el crecimiento del producto se situaría por encima del potencial durante 2017 y 2018, consistente con una recuperación de la **brecha producto** hacia su nivel neutral. Las condiciones externas continuarían siendo adversas, pero se espera que éstas mejoren durante 2017 y 2018 en la medida





que se estabilicen los precios de las materias primas y se acelere el crecimiento de los socios comerciales. Asimismo, se espera condiciones monetarias en moneda nacional todavía expansivas, lo que es parcialmente contrarrestado por un menor impulso fiscal durante el horizonte de proyección, consistente con la meta de reducción del déficit fiscal en los siguientes años.

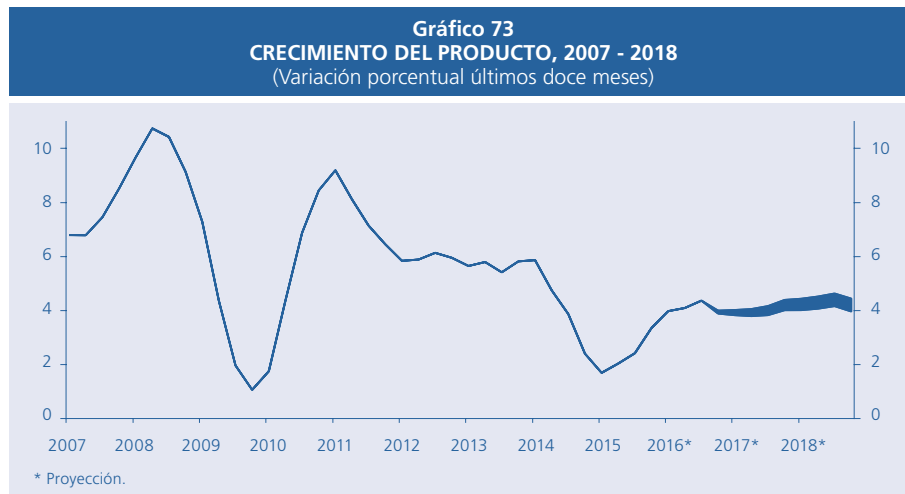


Con la información disponible, se estima que la economía transitará hacia un ciclo económico neutral en el horizonte de proyección. Los principales determinantes de la proyección de la **brecha del producto** son:

- **Confianza empresarial:** respecto al último Reporte de Inflación, se prevé que la confianza empresarial se mantenga dentro del tramo optimista para 2017. Esto refleja la evolución reciente de la economía interna y la incertidumbre en la economía internacional.
- **Condiciones externas:** se prevé condiciones externas más favorables a las contempladas en el Reporte de Inflación de setiembre. Por un lado, se espera un crecimiento de la economía mundial y de los socios comerciales de Perú similar al previsto en setiembre, y mayores términos de intercambio en el horizonte de proyección.
- **Impulso fiscal:** el impulso fiscal ponderado estimado para 2016 sería negativo, consistente con un ajuste en el gasto público durante los últimos meses del año. En el horizonte de proyección se espera que este indicador revierta.
- **Condiciones monetarias:** Las condiciones monetarias en soles se mantienen como uno de los factores que contribuyen a la recuperación de la brecha

del producto. Por otra parte, se esperan condiciones monetarias en dólares similares a las del Reporte anterior, esto en un contexto de alza gradual de la tasa de interés en dólares y una moderación de las expectativas de depreciación cambiaria.

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



- b) Se prevé que las **expectativas de inflación a 12 meses** se mantengan en el rango meta de inflación al cierre del presente año, y que continúen su patrón decreciente durante los siguientes trimestres.

**Cuadro 43**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN (%)**  
(Variaciones porcentuales)

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

\* Encuesta realizada al 29 de noviembre.





- c) La **inflación importada** recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. En este sentido, para el cierre de 2016, se espera una inflación importada mayor a la prevista en el Reporte de Inflación de setiembre, por la revisión al alza en el precio internacional de *commodities* y a las expectativas del mercado respecto a un mayor tipo de cambio nominal.

La última encuesta de expectativas de tipo de cambio revela que los agentes económicos esperan mayores niveles durante el horizonte de proyección. En particular, el cambio en las expectativas hacia una política fiscal de Estados Unidos más expansiva, y la consiguiente posible reacción de la Fed, han fortalecido al dólar en el mercado internacional; lo que se ha reflejado en un mayor tipo de cambio en el horizonte de proyección.

**Cuadro 44**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO**  
(Soles por US\$)

		Expectativas del:		
		RI Jun.16	RI Set.16	RI Dic.16*
<b>Sistema Financiero</b>	2016	3,50	3,40	3,43
	2017	3,60	3,48	3,50
	2018	3,65	3,53	3,60
<b>Analistas Económicos</b>	2016	3,45	3,40	3,45
	2017	3,53	3,45	3,50
	2018	3,58	3,53	3,50
<b>Empresas No Financieras</b>	2016	3,50	3,40	3,45
	2017	3,52	3,50	3,50
	2018	3,60	3,50	3,55

\* Encuesta realizada al 29 de noviembre.

- d) Los **choques de oferta** que afectaron la inflación en 2015 y al comienzo de 2016 se han disipado; aunque en los últimos meses se han observado choques adversos que afectaron los precios de algunos alimentos perecibles. Además, el déficit hídrico de finales de este año presionaría durante los primeros meses de 2017, lo que se espera se revierta durante la segunda mitad del año.

### **Balance de riesgos en el horizonte 2017-2018**

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

#### **a. Choques negativos en la oferta interna**

El riesgo de que el déficit hídrico y factores climáticos adversos imprevistos afecten negativamente la producción de alimentos se ha incrementado. Ello podría generar presiones inflacionarias particularmente en el componente de alimentos que, de ser persistente, podría hacer más lenta la convergencia de la inflación al rango meta.

#### **b. Choques negativos en la demanda interna**

La recuperación económica podría ser más gradual si la inversión pública y privada crecen a tasas menores a las esperadas, lo que supondría una brecha del producto más negativa y por un período más prolongado, con lo que la inflación se tendería a ubicar por debajo del escenario base.

#### **c. Volatilidad de los mercados financieros internacionales**

Si bien el alza de 25 puntos básicos en la tasa de la Fed de este mes estaba descontada por los mercados internacionales, un ritmo más rápido de alza de la tasa respecto al previsto podría generar ajustes bruscos en las tasas de interés de bonos de largo plazo y mayores flujos de capital hacia los EUA, lo que presionaría el tipo de cambio al alza. Respecto al Reporte de Inflación de setiembre este riesgo se ha moderado debido a que la discrepancia entre la senda de tasa de interés proyectada por la Fed y las expectativas del mercado se ha reducido.



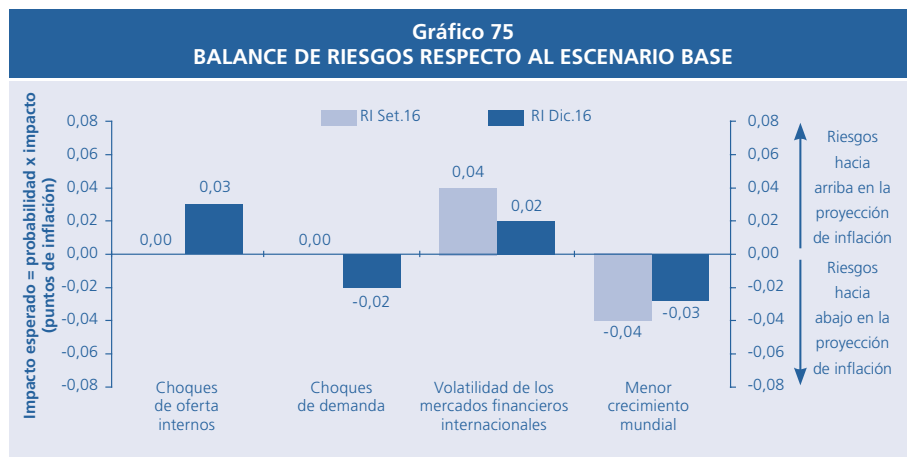




**d. Menor crecimiento mundial.**

El escenario base considera una recuperación gradual de la economía mundial, sin embargo, un menor dinamismo en China y las economías desarrolladas resultaría en un menor impulso externo que se traduciría en una menor brecha de producto y una menor inflación. Respecto al Reporte de inflación de Setiembre, este riesgo se ha moderado ante las menores expectativas de una desaceleración abrupta de China y ante el mayor dinamismo registrado en EUA.

- 49. El balance de los riesgos antes mencionado se mantiene neutral en la proyección de la inflación, de manera que el impacto de factores al alza de la inflación son iguales a los que implican una caída en los precios.



**Conclusiones**

- 50. Se mantiene la previsión de la convergencia de inflación hacia el rango meta en el horizonte de proyección 2016-2018; consistente con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda y la caída de las expectativas de inflación durante el periodo.

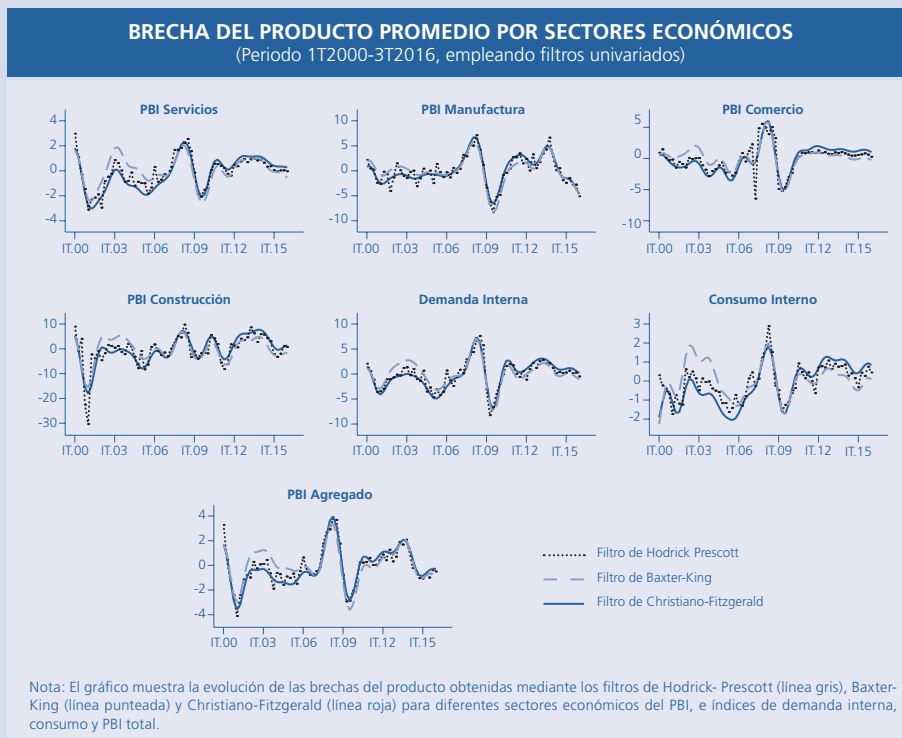
El Banco Central se mantendrá atento a la evolución de las expectativas de inflación y de los otros determinantes de la inflación para ajustar, de ser necesario, su posición de política monetaria con el propósito de garantizar la convergencia y la permanencia de la inflación en el rango meta.

**Recuadro 2**

**CONTENIDO INFORMATIVO DE BRECHAS DEL PRODUCTO SECTORIAL SOBRE LA INFLACIÓN FUTURA**

La brecha del producto, definida como la diferencia entre el producto observado y su nivel natural, aquí consistente con la meta de inflación del banco central, resulta un indicador informativo sobre la evolución futura de la inflación. En este recuadro se documenta el contenido informativo de la brecha del producto sectorial como indicador anticipado de presiones inflacionarias futuras de demanda. Esto último resulta importante en períodos en los que la economía enfrenta cambios en precios relativos fundamentales, que implican distinto ritmo de expansión a nivel sectorial.

Con este objetivo, se utilizan filtros estadísticos como el de Hodrick Prescott, Baxter-King y Christiano-Fitzgerald; para estimar el componente cíclico de 4 sectores económicos, servicios, manufactura, comercio y construcción. Además, con propósitos de comparación se incluye la brecha del producto agregada y la brecha de la demanda interna y consumo agregado. Los datos empleados son trimestrales y consideran el periodo comprendido entre el primer trimestre de 1994 y el tercer trimestre de 2016.



El gráfico muestra la evolución trimestral de las diferentes brechas del producto estimadas. Se observa que las series obtenidas con el filtro de Hodrick-Prescott presentan una mayor volatilidad principalmente en el caso del sector agropecuario. Por otro lado, no se evidencia diferencias significativas en la evolución de los estimados entre filtros.

El siguiente cuadro contiene la brecha sectorial anual desde el año 2010, la cual fue calculada como el promedio trimestral entre los diferentes filtros. En el año 2015 se estimó una brecha de 0,1 por ciento en el sector servicios (cuya participación en el PBI global fue de 41 por ciento en 2015), mientras los sectores de manufactura y construcción presentaron brechas negativas de 2,3 y 1,3 por ciento, respectivamente. Durante los primeros 3 trimestres de 2016 se estimó brechas positivas para los sectores de minería y comercio.



**BRECHA ANUAL PROMEDIO POR SECTORES**

(Período 2010-2015, promedio de los modelos univariados)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
Servicios	-0,1	0,0	0,7	1,0	0,6	0,1	-0,2
Manufactura	-1,3	2,4	1,4	4,0	0,6	-2,3	-4,5
Comercio	-0,3	1,1	1,1	0,9	0,6	0,7	0,1
Agropecuaria	-0,8	-0,3	1,7	0,5	-0,3	0,2	-1,2
Construcción	2,4	-4,2	3,1	5,4	4,2	-1,3	-0,8
Demanda Interna	0,5	0,2	1,1	2,4	0,5	0,4	-0,7
Consumo Agregado	0,1	0,1	0,8	0,8	0,4	0,3	0,1

Nota: La brecha sectorial anual se obtiene como el promedio simple de las brechas trimestrales obtenidas por los filtros univariados Hodrick Prescott, Baxter y King, y Christiano Fitzgerald.

\*Promedio de los tres primeros trimestres.

¿Qué tan informativo son estos indicadores de brecha del producto para la inflación futura? Para responder a esta pregunta se calcula las correlaciones entre estos indicadores de brecha en el periodo t, t-1 y t-2 y la inflación contemporánea. El primer resultado interesante que se observa es que la correlación máxima entre la inflación y los indicadores de brecha del producto ocurre con un trimestre de anticipación, lo que valida el uso del indicador de brecha del producto como un indicador anticipado de presiones inflacionarias.

El segundo resultado a destacar es que existe una alta heterogeneidad en el contenido informativo de los indicadores de brecha del producto sectorial. Así, mientras que las brechas del producto de los sectores minería y agropecuario (sectores primarios), no contienen información relevante sobre la inflación futura, los sectores servicios y comercio muestran una correlación con la inflación un trimestre hacia adelante bastante alta. En el caso de la brecha del producto del sector servicios, la correlación con un periodo de anticipación alcanza 74 por ciento, el valor más alto entre todos los indicadores de brecha del producto considerados. Este resultado es consistente con la teoría económica que postula que la inflación, en particular aquella relacionada con choques de demanda, está más relacionada con la evolución de los precios en los sectores que presenta mayor rigidez de precios, que usualmente son los sectores asociados a servicios.

Un tercer resultado que se observa en el cuadro muestra que los indicadores de brecha del producto por el lado del gasto agregado no ofrecen ganancias en términos de información adicional para anticipar la evolución futura de la inflación. Ello porque la correlación de las brechas de consumo y demanda interna no muestran una correlación con la inflación mayor a la que se observa para el caso de la brecha producto agregada, mientras que en el caso de las brechas del producto sectorial, esta correlación alcanza niveles de 74 por ciento, por encima de la correlación de 62 por ciento que se observa con la brecha producto agregada.

**CORRELACIONES DINÁMICAS**

	Contemporáneas			t-1			t-2		
	Inflación total	Inflación de bienes	Inflación de servicios	Inflación total	Inflación de bienes	Inflación de servicios	Inflación total	Inflación de bienes	Inflación de servicios
Servicios	0,64	0,28	0,40	0,74	0,32	0,46	0,46	0,23	0,33
Manufactura	0,32	-0,08	0,05	0,46	-0,02	0,10	0,11	-0,14	-0,01
Comercio	0,50	0,10	0,17	0,62	0,15	0,23	0,29	0,05	0,10
Construcción	0,37	0,26	0,21	0,45	0,28	0,29	0,28	0,26	0,19
Demanda Interna	0,49	0,12	0,16	0,62	0,17	0,24	0,29	0,09	0,11
Consumo Agregado	0,48	0,12	0,24	0,58	0,21	0,27	0,34	-0,01	0,12

Nota: Se estimaron los coeficientes de correlación parcial entre componentes del IPC (columnas) y sectores del PBI para la muestra comprendida entre 1997q1 y 2016q3. Las correlaciones son contemporáneas, rezagadas (primer y segundo lag).

Los resultados encontrados muestran que resulta útil incorporar información sobre las brechas del producto sectorial, en particular para el caso de servicios, comercio y construcción para anticipar la evolución futura de la inflación.

**BANCO DE RESERVA DEL PERU**

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE  
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

**UNA LIBRA PERUANA DE ORO**

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

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