



REPORTE DE INFLACIÓN

Diciembre 2015

Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2015-2017

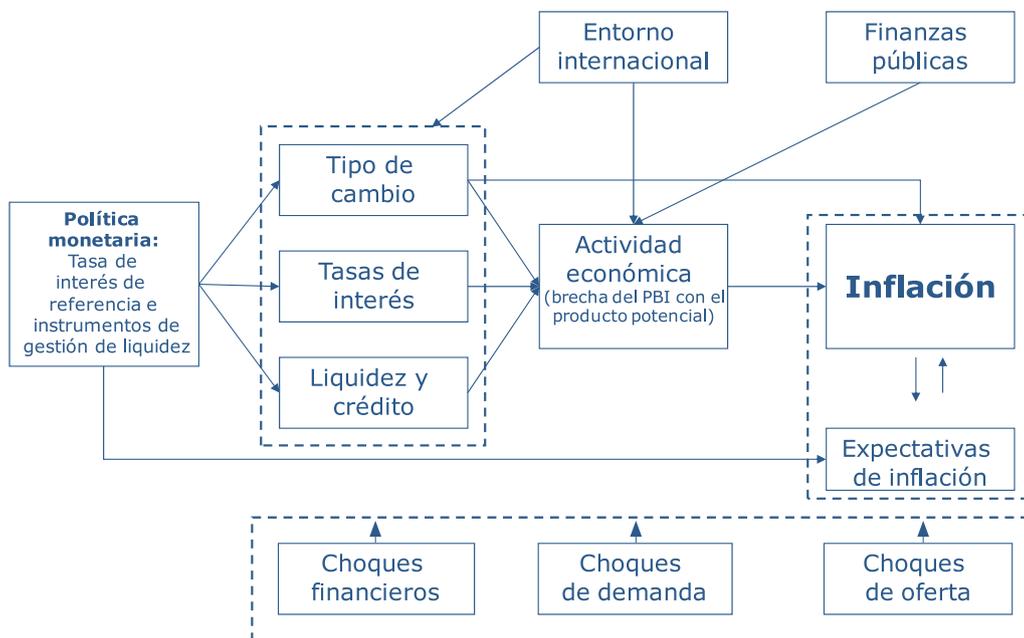


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2015-2017

Diciembre 2015



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

REPORTE DE INFLACIÓN
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2015-2017

Diciembre 2015

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Actividad productiva	11
– Mercados financieros.....	20
II. Actividad económica	27
– PBI sectorial	27
– PBI gasto.....	33
III. Balanza de pagos	56
– Balanza en cuenta corriente.....	56
– Balanza comercial	58
– Términos de intercambio	64
– Financiamiento externo	72
IV. Finanzas públicas.....	79
– Resultado económico.....	79
– Impulso fiscal.....	82
– Requerimiento financiero y deuda del sector público no financiero	88
V. Política monetaria y mercados financieros.....	93
– Acciones de política monetaria.....	93
– Operaciones monetarias.....	94
– Encajes	97
– Liquidez y crédito.....	100
– Tasas de interés	106
– Tipo de cambio e intervención cambiaria	107
– Emisiones de bonos del sector privado	109
VI. Inflación.....	119
VII. Proyección de inflación y balance de riesgos	129
– Proyección	129
– Balance de riesgos en el horizonte 2015 - 2017	133

RECUADROS

1. Determinantes de la Productividad Total de los Factores (PTF).....	48
2. Bono demográfico y empleo.....	50
3. Tendencias recientes de las emisiones de bonos de empresas latinoamericanas en el exterior.....	74
4. Impacto de la inversión pública en la actividad económica	91
5. Efectos del programa de desdolarización del crédito.....	112
6. El tipo de cambio y efecto hoja balance.....	115
7. Actualización de estimación del tipo de cambio real de equilibrio	117
8. Precios domésticos de los combustibles	125

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

Prólogo

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



Resumen

- i. La proyección del crecimiento del PBI mundial se mantiene en 3,0 por ciento en 2015 y baja de 3,6 a 3,4 por ciento en 2016, destacando en el presente año la revisión al alza en el crecimiento de la economía de los Estados Unidos de 2,4 a 2,5 por ciento y de China de 6,7 a 6,9 por ciento, lo que contrasta con revisiones a la baja para Rusia de -3,7 a -3,9 por ciento y Brasil de -1,8 a -3,5 por ciento. Cabe mencionar que la actividad de los socios comerciales del Perú se revisa de 1,9 a 1,8 por ciento para 2015, la tasa más baja desde 2009. Para 2016 se espera una recuperación de la actividad mundial, aunque a un ritmo más gradual (de 3,6 a 3,4 por ciento), sobre todo por parte de nuestros socios comerciales (de 2,6 a 2,1 por ciento). Para 2017 la economía mundial continuaría recuperándose con una tasa de 3,6 por ciento.
- ii. Para este año se proyecta para el Perú una recuperación del crecimiento del PBI con una tasa de 2,9 por ciento, la cual se basa en una reversión parcial de factores de oferta que afectaron el año pasado al sector primario. La principal diferencia con la proyección del Reporte de setiembre (3,1 por ciento) obedece al menor ritmo de expansión del gasto público. Se observa un débil desempeño de la inversión pública, cuya tasa de crecimiento prevista para 2015 es más negativa que la contemplada en el reporte previo, principalmente por el menor gasto en formación bruta de capital del gobierno nacional y gobiernos locales.

Para 2016 y 2017 se tiene una perspectiva de mayor dinamismo de la demanda interna, considerando una mejora de las expectativas privadas y una mejor gestión del gasto de los gobiernos subnacionales.

- iii. Se espera un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 4,1 por ciento del PBI en 2015, similar al observado en 2014 (4,0 por ciento). Respecto al Reporte previo (3,2 por ciento), se observaría un nivel más alto de déficit en cuenta corriente en un contexto de mayor deterioro de los términos de intercambio. Para 2016 se estima un déficit en cuenta corriente de 3,6 por ciento, menor al de 2015, donde los mayores volúmenes exportados compensarían los menores términos de intercambio. Para 2017 se proyecta un fuerte aumento de las exportaciones mineras asociado a los mayores niveles de producción de cobre de importantes minas como Las Bambas y Cerro Verde, lo que conduciría a una reducción del déficit a 2,6 por ciento del PBI.
- iv. Para 2015 se revisa la proyección del déficit del sector público de 2,2 a 2,1 por ciento del PBI (0,3 por ciento en 2014). Este resultado estaría explicado principalmente por el gasto no financiero, que se ha revisado a la baja (0,1 por ciento del PBI) respecto al nivel registrado en el Reporte de setiembre, considerando el gasto ejecutado a noviembre y el menor gasto esperado a diciembre, en particular, el gasto de capital. Por el lado de los ingresos, se tiene una mayor caída como respuesta a un menor





ritmo de dinamismo de la actividad económica y los menores precios de minerales e hidrocarburos. Asimismo, para 2016 y 2017, la proyección del crecimiento de los ingresos del gobierno general se reduce respecto a lo esperado en el Reporte previo, pasando de una proyección de 20,0 por ciento del PBI en ambos años a 19,8 y 19,6 por ciento del PBI, respectivamente.

- v. La inflación acumulada en los últimos doce meses pasó de 3,22 por ciento en diciembre de 2014 a 4,17 por ciento en noviembre de 2015. La inflación sin alimentos y energía, es decir descontando el impacto de estos rubros de alta volatilidad de precios, ascendió a 3,46 por ciento, principalmente por el alza en educación y tarifas de agua potable, así como de algunos rubros asociados al tipo de cambio, como compra de vehículos y alquiler de vivienda. Asimismo, las expectativas de inflación para 2016 se han incrementado gradualmente hasta ubicarse por encima del límite superior del rango meta.

En este contexto, el Directorio del BCRP elevó en dos oportunidades la tasa de referencia a 3,50 por ciento en setiembre y a 3,75 por ciento en diciembre. A la vez, reiteró que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, ajustes adicionales en la tasa de referencia que conduzcan a la inflación al rango meta.

- vi. Asimismo, con el objetivo de continuar impulsando el proceso de desdolarización del crédito, en noviembre el BCRP amplió su Programa de Desdolarización del Crédito. Se ajustaron los límites para el cálculo del encaje adicional en función a la reducción del saldo de crédito en moneda extranjera hacia diciembre de 2016. En el caso del crédito total en moneda extranjera, la nueva reducción mínima requerida pasó a ser 20 por ciento del saldo de setiembre de 2013; en el caso del crédito vehicular e hipotecario, la reducción mínima requerida hacia 2016 es 30 por ciento del saldo de febrero de 2013. Hacia adelante, la reducción se iría incrementando cada fin de año en 10 puntos porcentuales para los créditos vehiculares e hipotecarios.
- vii. Para 2015, se prevé una brecha producto negativa, debido a los efectos de una menor confianza empresarial y condiciones externas (crecimiento de socios comerciales y términos de intercambio) más deterioradas, que fueron compensados por condiciones monetarias expansivas. La inflación total se aceleró en el presente año debido a mayores expectativas de inflación y al efecto de una mayor depreciación del Sol, así como a choques transitorios de oferta. Para 2016, se espera una brecha producto similar a la de 2015, con una recuperación en el ritmo trimestral impulsada por mayor inversión pública y una recuperación gradual de la confianza empresarial. Esta brecha producto negativa refleja la ausencia de presiones inflacionarias de demanda en el horizonte de proyección. La evolución de la brecha producto, acompañada de una menor depreciación del Sol y de la reversión de los choques de oferta, contribuiría a la convergencia de la inflación hacia el rango meta en el horizonte de proyección.

- viii. El balance de los riesgos antes mencionados se mantiene neutral en la proyección de la inflación; sin embargo se considera un mayor riesgo de un escenario de alta volatilidad en los mercados financieros y cambiarios, pero al mismo tiempo se considera un menor riesgo de que se presente un Fenómeno del Niño extraordinario.
- ix. Con relación a la proyección de inflación, entre los eventos más probables que podrían desviar la tasa de inflación respecto del escenario base destacan una mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, una desaceleración de la demanda interna, un menor crecimiento mundial y la ocurrencia de choques de oferta condicionales.

a. Menor crecimiento mundial.

El escenario base considera una recuperación más lenta de la economía mundial en el período 2016 - 2017 respecto de lo previsto en el Reporte de Inflación de setiembre, principalmente en Estados Unidos y en economías emergentes. Sin embargo, si dicha recuperación se postergara más, y los términos de intercambio siguieran deteriorándose, el menor impulso externo resultante se traduciría en una menor brecha del producto y una menor tasa de inflación.

b. Desaceleración de la demanda interna.

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

c. Volatilidad de los mercados financieros internacionales.

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

d. Choques de oferta.

Un Fenómeno del Niño más severo que el considerado podría presionar los precios de algunos alimentos al alza, sobre todo en el primer semestre de 2016.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2014	2015 ^{1/}		2016 ^{1/}		2017 ^{1/}	
		RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
Var. % real							
1. Producto bruto interno	2,4	3,1	2,9	4,2	4,0	5,0	4,8
2. Demanda interna	2,2	2,7	2,5	3,1	3,0	3,7	3,8
a. Consumo privado	4,1	3,5	3,4	3,5	3,5	3,8	3,8
b. Consumo público	10,1	6,5	7,4	5,3	5,3	4,0	4,0
c. Inversión privada fija	-2,2	-5,5	-5,5	2,0	0,0	4,4	4,0
d. Inversión pública	-2,0	-2,0	-11,2	8,5	10,9	5,0	5,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	-1,0	0,1	1,9	7,0	5,4	9,5	7,9
4. Importaciones de bienes y servicios	-1,5	-1,3	0,6	2,6	1,3	4,2	4,0
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,4	1,9	1,8	2,6	2,1	2,8	2,5
Nota:							
Brecha del producto ^{2/} (%)	-1,0 ; 0,0	-1,5 ; 0,0	-1,5 ; 0,0	-1,5 ; -0,0	-1,5 ; -0,0	-1,0 ; 0,0	-1,0 ; 0,0
Var. %							
6. Inflación	3,2	3,5 - 4,0	4,1	2,5 - 3,0	2,5 - 3,0	2,0 - 2,5	2,0 - 2,5
7. Precio del petróleo	-4,9	-46,5	-47,3	-3,6	-6,8	8,5	7,8
8. Tipo de cambio nominal esperado ^{3/}	6,4	12,5	14,7	3,0	2,9	0,5	0,2
9. Tipo de cambio real multilateral	-0,6	3,2	3,7	4,2	1,2	1,4	-0,7
10. Términos de intercambio ^{4/}	-5,4	-4,4	-5,8	-4,5	-4,0	0,2	1,7
a. Precios de exportación	-6,9	-13,4	-14,6	-4,5	-6,4	2,3	3,5
b. Precios de importación	-1,5	-9,4	-9,4	-0,1	-2,5	2,0	1,8
Var. % nominal							
11. Circulante	11,2	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
12. Crédito al sector privado ^{5/}	10,4	9,0	9,5	9,5	9,0	9,5	9,0
% PBI							
13. Inversión bruta fija	25,8	24,2	24,0	24,2	23,8	24,2	23,9
14. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,0	-3,2	-4,1	-3,1	-3,6	-2,3	-2,6
15. Balanza comercial	-0,6	-1,1	-1,5	-1,0	-1,3	0,0	-0,3
16. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{6/}	7,2	3,9	5,0	3,8	3,9	3,9	4,0
17. Ingresos corrientes del gobierno general	22,2	20,0	20,0	20,0	19,8	20,0	19,6
18. Gastos no financieros del gobierno general	21,5	21,3	21,2	21,5	21,3	21,2	21,0
19. Resultado económico del sector público no financiero	-0,3	-2,2	-2,1	-2,7	-2,9	-2,6	-2,7
20. Saldo de deuda pública total	20,1	22,4	22,6	24,2	24,8	24,2	24,2

1/ Proyección.

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

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

4/ Promedio.

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

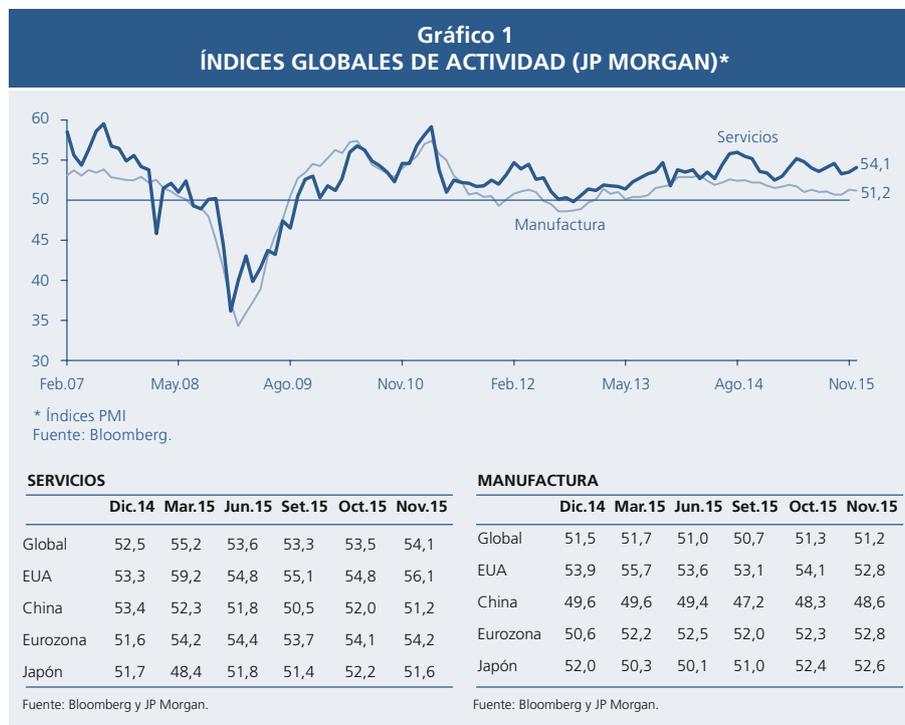
6/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.

RI: Reporte de Inflación.

I. Escenario internacional

Actividad productiva

1. Los índices globales de actividad muestran al mes de noviembre, respecto a setiembre, una mejora en manufactura (de 50,7 a 51,2) y en servicios (de 53,3 a 54,1), destacando en particular las tendencias favorables en la Eurozona.



2. La proyección de crecimiento del PBI mundial se mantiene en 3,0 por ciento para 2015 y se ajusta a la baja en 2016 de 3,6 a 3,4 por ciento, y en 2017 de 3,7 a 3,6 por ciento. En 2015, destaca la revisión al alza del crecimiento del PBI de los Estados Unidos de 2,4 a 2,5 por ciento y de China de 6,7 a 6,9 por ciento, lo cual es compensado por las revisiones a la baja en el crecimiento de Rusia de -3,7 a -3,9 por ciento y de Brasil de -1,8 a -3,5 por ciento. Cabe destacar que el menor dinamismo





en la actividad económica en América Latina ha influido en la disminución del ritmo de crecimiento de nuestros socios comerciales de 1,9 a 1,8 por ciento en 2015, de 2,6 a 2,1 por ciento en 2016 y de 2,8 a 2,5 por ciento en 2017.

Cuadro 1 CRECIMIENTO MUNDIAL (Variaciones porcentuales anuales)									
	PPP % 2013	X+M Perú % 2013	2014	2015		2016		2017	
				RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
Economías desarrolladas	43,8	50,0	1,8	2,0	2,0	2,3	2,2	2,2	2,1
<i>De los cuales</i>									
1. Estados Unidos	16,3	19,1	2,4	2,4	2,5	2,9	2,6	2,7	2,6
2. Eurozona	12,5	11,7	0,9	1,5	1,5	1,7	1,6	1,7	1,7
Alemania	3,5	3,0	1,6	1,5	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5
Francia	2,5	0,7	0,2	1,1	1,1	1,4	1,4	1,5	1,5
Italia	2,0	2,0	-0,4	0,8	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2
España	1,5	2,9	1,4	3,1	3,1	2,4	2,5	2,0	2,1
3. Japón	4,6	4,2	-0,1	0,9	0,7	1,5	1,3	0,4	0,4
4. Reino Unido	2,4	1,1	2,9	2,4	2,4	2,4	2,4	2,2	2,2
5. Canadá	1,5	3,9	2,4	1,0	1,1	2,1	2,1	2,2	2,2
Economías en desarrollo	56,2	50,0	4,6	3,9	3,8	4,6	4,3	4,9	4,7
<i>De los cuales</i>									
1. Asia emergente y en desarrollo	28,6	21,7	6,8	6,4	6,5	6,4	6,4	6,5	6,2
China	15,7	18,2	7,3	6,7	6,9	6,5	6,4	6,3	5,9
India	6,6	1,5	7,3	7,1	7,1	7,4	7,4	7,6	7,6
2. Comunidad de Estados Independientes	4,8	0,6	1,0	-1,8	-2,5	1,1	0,7	2,0	1,9
Rusia	3,4	0,5	0,6	-3,7	-3,9	0,2	-0,2	1,0	1,0
3. América Latina y el Caribe	8,8	24,4	1,3	0,2	-0,4	1,6	0,5	2,8	2,3
Brasil	3,1	4,7	0,1	-1,8	-3,5	0,5	-1,8	2,3	1,5
Chile	0,4	3,5	1,9	2,4	2,2	3,0	2,6	3,6	3,2
Colombia	0,6	2,7	4,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,7	3,5
México	2,0	2,9	2,1	2,3	2,3	3,0	2,8	3,5	3,3
Perú	0,3	-	2,4	3,1	2,9	4,2	4,0	5,0	4,8
Economía Mundial	100,0	100,0	3,4	3,0	3,0	3,6	3,4	3,7	3,6
Nota:									
Socios Comerciales 1/	59,4		2,4	1,9	1,8	2,6	2,1	2,8	2,5
BRICs 2/	28,8		5,8	4,6	4,6	5,3	5,0	5,5	5,3

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

2/ Brasil, Rusia, India y China.

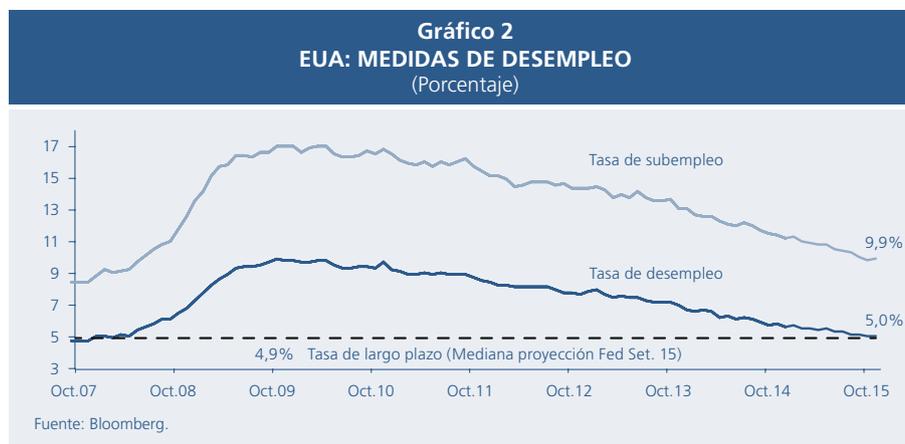
Fuente: Bloomberg, FMI y Consensus Forecast.

- La recuperación de la economía **norteamericana** ha continuado en el segundo y tercer trimestre, tras la desaceleración registrada en el primer trimestre por factores de carácter temporal (clima frío y problemas en los puertos de la Costa Oeste) y por la apreciación del dólar. En el tercer trimestre el producto creció 2,1 por ciento apoyado por el consumo y la inversión no residencial. El dinamismo del consumo —favorecido por la mejora del mercado laboral y los elevados niveles de precios de los activos bursátiles— ha compensado el desempeño negativo de las exportaciones netas ante la débil demanda global y la apreciación del dólar que ha proseguido en los últimos meses.

A nivel de sectores, se mantiene las perspectivas de un mayor dinamismo en el sector servicios y de una relativa debilidad de la producción industrial. Esto último se ha acentuado en los meses recientes, principalmente en el sector energético (debido a los bajos precios del petróleo) y en el sector manufacturero. Estos efectos, mayores a lo esperado, justifican un crecimiento ligeramente menor al proyectado en el Reporte de Inflación previo para los años 2016 y 2017.

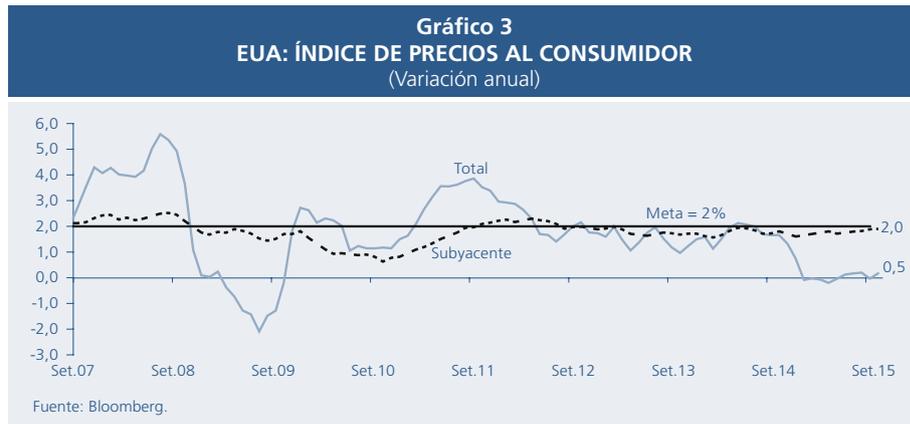
Cuadro 2 EUA: PBI (Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)								
	2014				2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	
Consumo Privado	1,3	3,8	3,5	4,3	1,8	3,6	3,0	
Inversión Fija	6,0	5,6	7,9	2,5	3,3	5,2	3,4	
Variación inventarios *	-1,3	1,1	0,0	0,0	0,9	0,0	-0,6	
Exportaciones netas *	-1,4	-0,2	0,4	-0,9	-1,9	0,2	-0,2	
PBI	-0,9	4,6	4,3	2,1	0,6	3,9	2,1	
Nota								
Tasa de desempleo **	6,7	6,1	5,9	5,6	5,5	5,3	5,1	

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

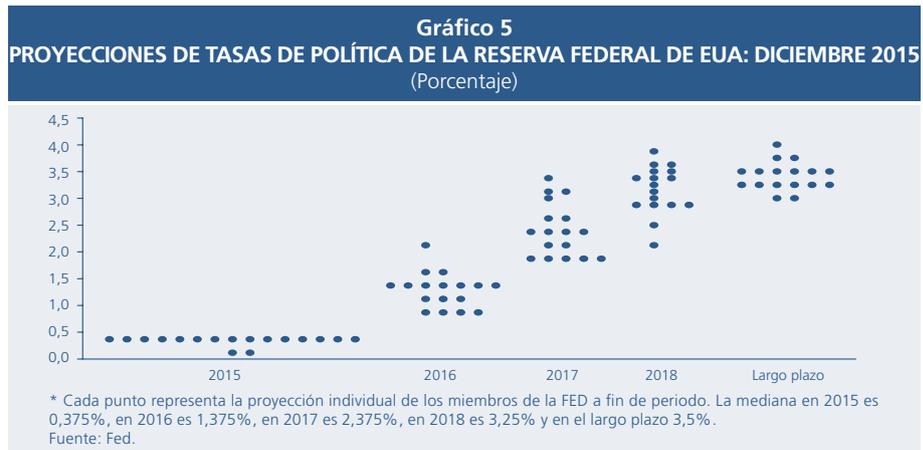
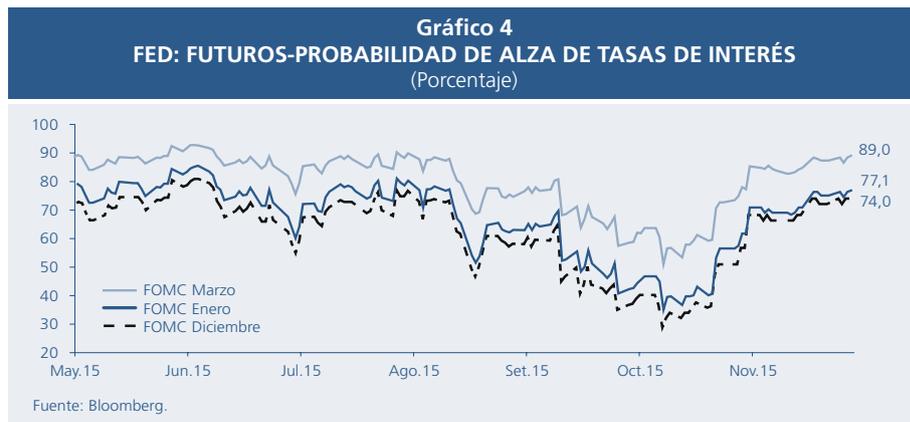


Por su parte, la tasa anual de inflación al consumidor en noviembre fue 0,5 por ciento, tasa superior a la promedio en el año. La baja inflación se explica por los menores precios de la energía y la apreciación del dólar; la inflación subyacente —que excluye los precios de los alimentos y energía— se ubicó en 2,0 por ciento, el mayor nivel desde mediados de 2014.





El dinamismo del consumo, junto al fortalecimiento de la recuperación del mercado laboral, incrementó la probabilidad de un aumento de tasas de interés. En línea con estas expectativas, en la reunión de política de diciembre, la Fed aumentó su rango de tasa de interés en 25 puntos básicos a 0,25-0,5 por ciento, de acuerdo a lo previsto por el mercado. La revisión a la baja de algunas proyecciones de la tasa de interés remarca las expectativas de que el proceso de alza de tasas será gradual y pausado.



4. En la **Eurozona**, el crecimiento se ha mantenido a tasas moderadas (menores al 2 por ciento) gracias al impulso de la demanda interna y a una política fiscal no restrictiva. El consumo privado, que en promedio ha crecido 1,6 por ciento, en lo que va del año, siguió impulsado por los bajos precios de los *commodities* y las mejores condiciones financieras producto de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Por el contrario, la inversión privada se ha mantenido rezagada y las exportaciones netas, a diferencia del trimestre previo, registraron un aporte negativo, ambas variables afectadas por la coyuntura internacional de desaceleración de las economías emergentes.

Cuadro 3 EUROZONA: CRECIMIENTO DEL PBI (Tasas trimestrales desestacionalizadas anualizadas)								
	2014				2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	
Consumo Privado	0,1	0,7	1,7	2,1	1,8	1,3	1,7	
Inversión Fija	1,7	-2,1	1,6	2,4	6,2	0,3	0,0	
Variación inventarios *	0,9	-0,8	-0,4	-0,4	0,4	-0,8	0,8	
Exportaciones netas *	0,1	0,4	0,0	0,0	-0,8	1,2	-1,2	
Gasto de Gobierno	0,9	0,9	1,3	0,9	2,0	1,1	2,4	
PBI	0,9	0,2	1,2	1,5	2,2	1,6	1,2	
Nota								
Tasa de desempleo **	11,8	11,5	11,5	11,4	11,2	11,0	10,8	
* Contribución al crecimiento. ** Fin de periodo. Fuente: Eurostat.								

Esta evolución ha seguido acompañada de bajas tasas de inflación; a noviembre de este año la tasa anual fue 0,2 por ciento, muy por debajo de la meta de largo plazo (2 por ciento). Asimismo, las expectativas de inflación de largo plazo del mercado (de acuerdo con las tasas *forwards* de *swaps* de inflación 5y-5y) se han mantenido bajas (alrededor de 1,8 por ciento).

Por ello, con el fin de asegurar una senda de inflación consistente con las metas de mediano plazo, el BCE, en su reunión de política de diciembre redujo la tasa de depósitos 10 pbs (a -0,30 por ciento) y extendió de setiembre 2016 a marzo 2017 su programa de compra de activos, manteniendo el monto en €60 mil millones mensuales.

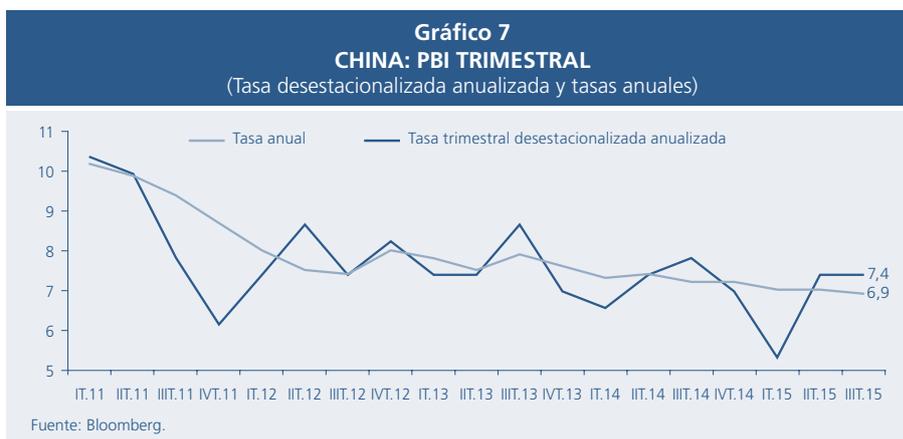




A estos estímulos monetarios se ha sumado el mantenimiento de una posición fiscal neutral –no restrictiva– para 2016 (similar a la de este año), de acuerdo con los presupuestos nacionales y a la decisión de la Comisión Europea de brindar más tiempo para el cumplimiento de las metas fiscales de mediano plazo (como a Francia con 2 años más a 2017), tratando de apoyar el crecimiento.

En este contexto se estima que el ritmo de crecimiento de la Eurozona se mantendría a tasas moderadas, 1,5 por ciento y 1,6 por ciento en los años 2015 y 2016, respectivamente, con una ligera corrección a la baja de la proyección 2016 (respecto al reporte previo). Este ritmo de crecimiento se explicaría por una recuperación de la inversión en línea con la mayor confianza empresarial.

5. En el caso de **China**, el crecimiento del PBI del tercer trimestre fue 7,4 por ciento trimestral anualizado (como la del trimestre previo) y 6,9 por ciento anual, la menor tasa anual desde el primer trimestre de 2009 (cuando el crecimiento fue de 6,2 por ciento anual), básicamente por la debilidad del sector industrial. En el tercer trimestre el crecimiento anual del sector servicios —cuyo peso en el PBI es de 51 por ciento del PBI en lo que va del año— fue 8,6 por ciento pero el del sector industrial fue mucho menor: 4,1 por ciento y 5,8 por ciento para los sectores primario y secundario, respectivamente.



Las señales de actividad recientes apuntan a un menor dinamismo de la actividad manufacturera (industrial) y a una moderación del crecimiento del sector servicios. Por el lado del gasto, las señales de crecimiento del consumo, en particular las ventas minoristas, han sido positivas pero las de inversión manufacturera e inmobiliaria han sido negativas. Estas señales de desaceleración han venido acompañadas de mayores presiones deflacionarias. En noviembre, la inflación del IPC se mantuvo en niveles bajos al igual que la subyacente, y la inflación del Índice de Precios al Productor (IPP) se ha mantenido en niveles negativos por 44 meses consecutivos.

Cuadro 4
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

Indicadores	2012	2013	2014	2015				
	Dic.	Dic.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Oct.	Nov.
PBI trimestral (% crecimiento desestacionalizado anualizado)	7,8	7,0	7,0	5,3	7,4	7,4	-	-
PBI anual (%)	7,9	7,6	7,2	7,0	7,0	6,9	-	-
Tasa de desempleo urbana trimestral (%)	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,1	-	-
Producción Industrial (var.% 12 meses)	10,3	9,7	7,9	5,6	6,8	5,7	5,6	6,2
Inversión en activos fijos (acum. año, var. anual)	20,6	19,6	15,7	13,5	11,4	10,3	10,2	10,2
Inversión inmobiliaria (acum. año, var. anual)	16,2	19,8	10,5	8,5	4,6	2,6	2,0	1,3
Ventas minoristas (var.% 12 meses)	15,2	13,6	11,9	10,2	10,6	10,9	11,0	11,2
Exportaciones (var.% 12 meses)	14,1	4,3	9,7	-15,0	2,8	-3,7	-6,9	-6,8
Importaciones (var.% 12 meses)	6,0	8,3	-2,4	-12,7	-6,1	-20,4	-18,8	-8,7
Préstamos nuevos en yuanes Banca (% anual)	15,0	14,1	13,6	14,0	13,4	15,4	15,4	14,9
Financiamiento total nuevo (% anual)	19,4	17,8	14,4	12,8	11,7	12,1	11,9	11,6
M2 (% anual)	13,8	13,6	12,2	11,6	11,8	13,1	13,5	13,7
Índice de precios al consumidor (var.% 12 meses)	2,5	2,5	1,5	1,4	1,4	1,6	1,3	1,5
Índice de precios al productor (var % 12 meses)	-1,9	-1,4	-3,3	-4,6	-4,8	-5,9	-5,9	-5,9

Fuente: Bloomberg y FMI.

Gráfico 8
CHINA: ÍNDICES OFICIALES DE ACTIVIDAD (PMI)
DE MANUFACTURA Y NO MANUFACTURA*

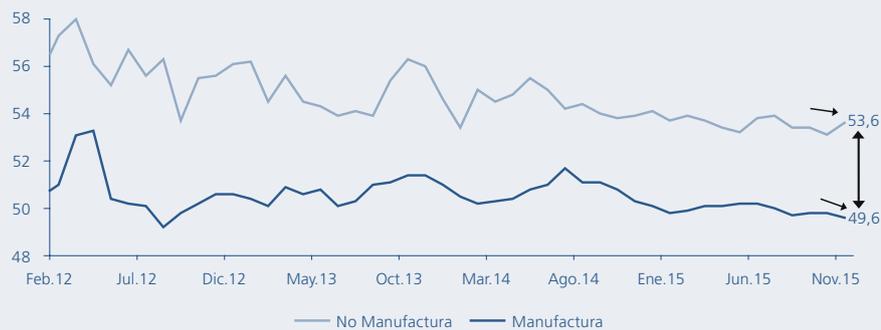


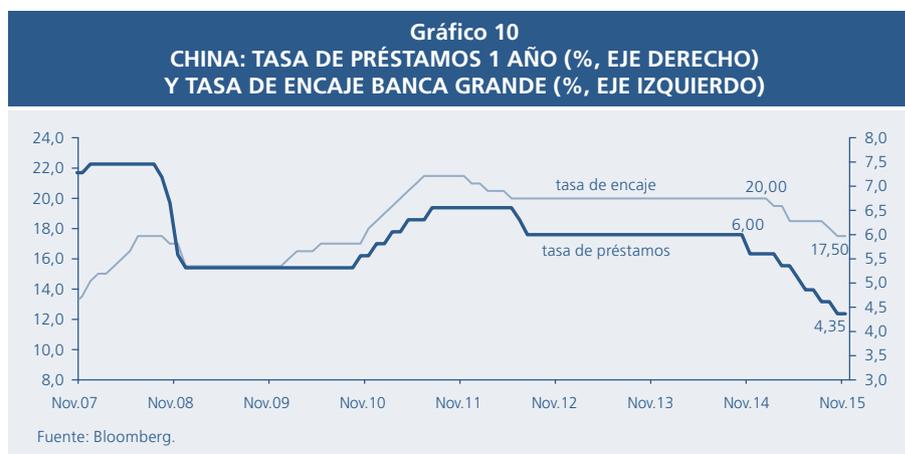
Gráfico 9
CHINA: INFLACIÓN DEL IPC (TOTAL Y SUBYACENTE)
(Variación doce meses)





Esta desaceleración del crecimiento está en línea con los ajustes y con los avances de las reformas que esta economía viene implementando y que se orientan hacia un crecimiento más sostenible en el largo plazo. Sin embargo, los riesgos de una desaceleración brusca de la economía china no han desaparecido y han estado afectando la evolución de los mercados financieros. En la reunión central del Partido Comunista de octubre, en la que se determinaron los lineamientos de política quinquenal 2016-20, se ratificaron las reformas para impulsar el nuevo patrón de crecimiento, que implican menores exportaciones netas y mayor consumo, y, paralelamente, el gobierno anunció que se darán más medidas de política para impulsar el crecimiento en el corto plazo.

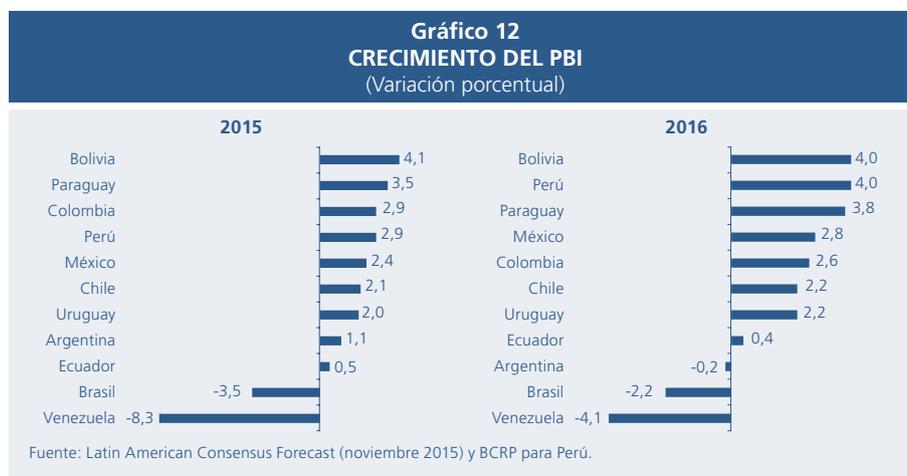
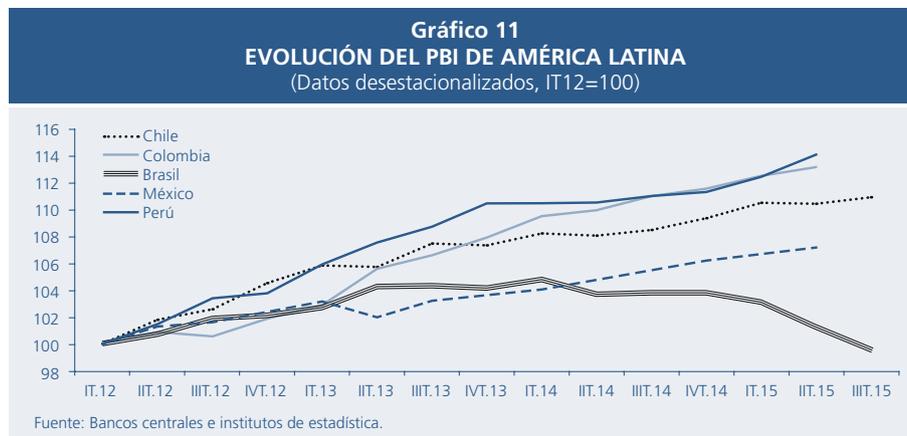
Así, a través de un mayor gasto del gobierno —particularmente en infraestructura y proyectos de agua, electricidad y ferroviarios— se busca compensar el ajuste del gasto de los gobiernos locales. Asimismo, el crecimiento del crédito bancario se ha mantenido estable gracias a las medidas del Banco Central dictadas hasta octubre de este año (que se suman a las ya dadas en junio y agosto), como los recortes de las tasas de interés de política, de las de encaje a toda la banca y de las tasas de las líneas de financiamiento de corto plazo dadas a la banca. Sin embargo, el ajuste del crédito de la banca en la sombra ha sido significativo y no ha sido compensado con el mayor financiamiento vía otras fuentes (como bonos y acciones), implicando que el crecimiento del crédito total de octubre fuera el menor en 15 meses.



En este contexto, se ha revisado las proyecciones de crecimiento de China, al alza para 2015, de 6,7 por ciento a 6,9 por ciento, en línea con las revisiones de las tasas de los trimestres previos, y a la baja para 2016 y 2017, de 6,5 por ciento a 6,4 por ciento, y de 6,3 por ciento a 5,9 por ciento, dadas las señales de mayor desaceleración de la actividad que se vienen materializando en este último trimestre del año, evolución que se mantendría en los años próximos.

6. Durante el tercer trimestre de 2015, los principales países de **América Latina** que presentan un esquema de metas explícitas de inflación mostraron dinámicas heterogéneas aunque todos se han visto afectados por la alta volatilidad de los mercados financieros y por los temores sobre el desempeño de la economía china.

A nivel de países, Brasil registró una contracción del PBI por cuatro trimestres consecutivos en un contexto de alta inflación y depreciación, además de presiones sobre las cuentas fiscales e incertidumbre política. En México, el PBI registró un crecimiento mayor al esperado debido a una mejora de las actividades industriales. En Chile, el PBI se incrementó moderadamente después de mantenerse sin cambios el trimestre previo debido a un repunte de la inversión y mejora del consumo de las familias y del gobierno. Por su parte, en Colombia los indicadores de alta frecuencia han resultado mayores al trimestre anterior pero la actividad industrial se mantiene rezagada por los bajos precios del petróleo y temores sobre el efecto del fenómeno de El Niño.

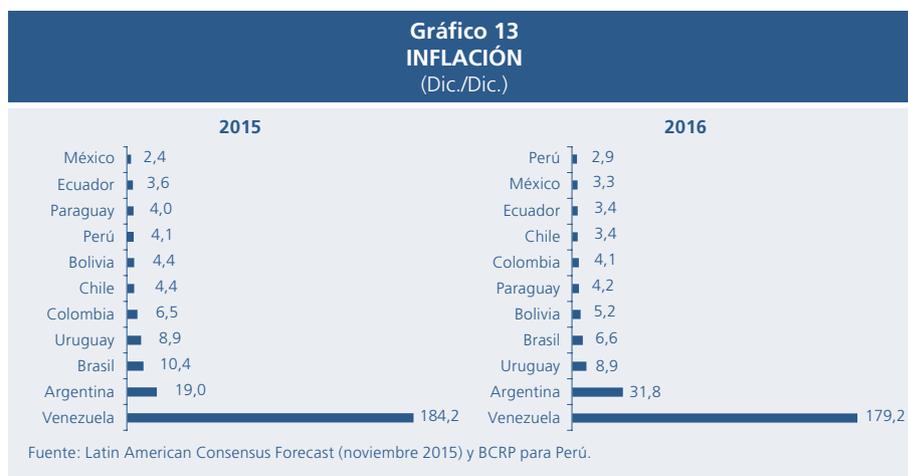




Durante los primeros once meses del año, la inflación en la mayoría de países de América Latina con esquemas de metas explícitas de inflación se ubicó por encima del rango meta salvo el caso de México. En los casos de Brasil y Colombia, la inflación se aceleró por la significativa depreciación de la moneda de estos países, además de los mayores precios administrados en el caso de Brasil. Por parte de Chile, la inflación experimentó una desaceleración y retornó a su rango meta en noviembre, en línea con una posición más restrictiva de su política monetaria, mientras que en México la inflación se ubicó en mínimos históricos.

Cuadro 5 AMÉRICA LATINA: INFLACIÓN ANUAL					
Rango Meta	Brasil 2,5-6,5	Chile 2,0-4,0	Colombia 2,0-4,0	México 2,0-4,0	Perú 1,0-3,0
Dic.13	5,9	2,9	1,9	4,0	2,9
Mar.14	6,2	3,9	2,5	3,8	3,4
Jun.14	6,5	4,3	2,8	3,8	3,5
Set.14	6,8	4,9	2,9	4,2	2,7
Dic.14	6,4	4,6	3,7	4,1	3,2
Mar.15	8,1	4,2	4,6	3,1	3,0
Jun.15	8,9	4,4	4,4	2,9	3,5
Jul.15	9,6	4,6	4,5	2,7	3,6
Ago.15	9,5	5,0	4,7	2,6	4,0
Set.15	9,5	4,6	5,4	2,5	3,9
Oct.15	9,9	4,0	5,9	2,5	3,7
Nov.15	10,5	3,9	6,4	2,2	4,2

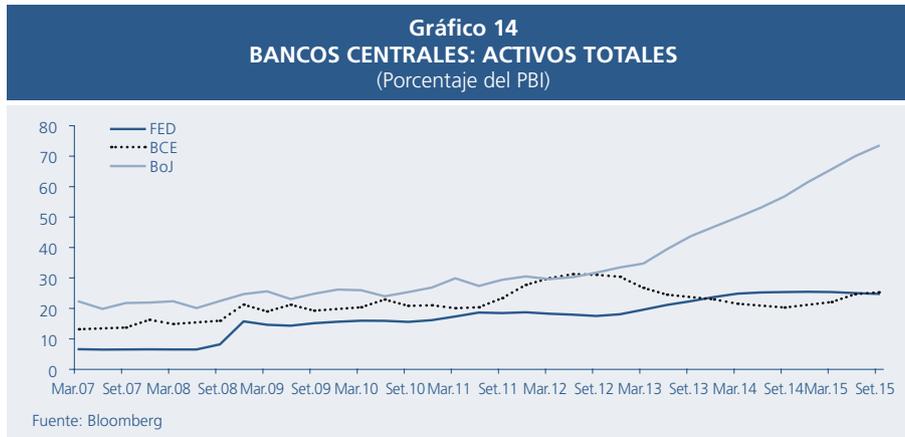
Fuente: Bloomberg.



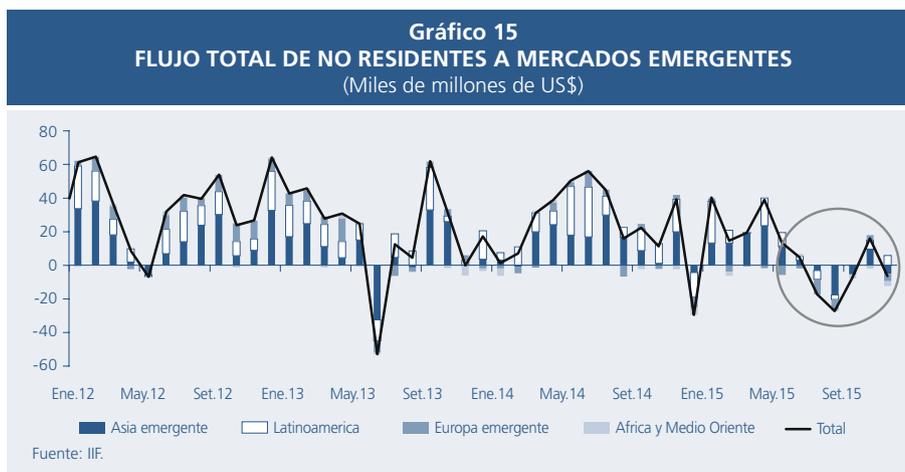
Mercados financieros

- Luego de la evolución desfavorable registrada en el reporte anterior, algunos mercados estuvieron favorecidos por los indicadores de actividad positivos de las economías desarrolladas y por las señales de apoyo de los principales bancos

centrales (BCE, BoJ, BoE y BC de China). Esto último reforzó la expectativa de políticas monetarias divergentes respecto a la Fed, lo que fortaleció al dólar en los mercados internacionales.



Por el contrario, la mayoría de mercados emergentes siguió afectado por la expectativa de alza de tasa de la Fed, la caída de los precios de *commodities* y el deterioro en las perspectivas de crecimiento. Ello ha llevado a un comportamiento volátil en los flujos de capitales. De acuerdo al IIF (Institute of International Finance), mientras que en el tercer trimestre se registró una salida neta de US\$ 52 mil millones de dólares, en los meses de octubre y noviembre se habría registrado una entrada de US\$ 9,6 mil millones.

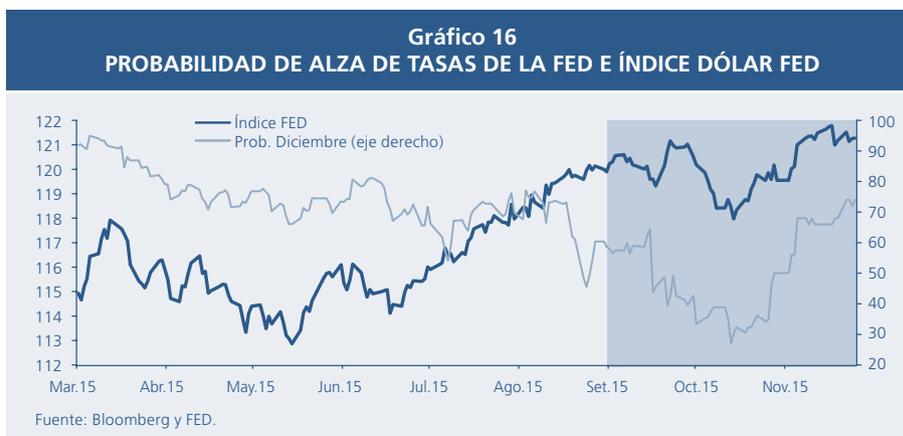


8. En los **mercados cambiarios** el dólar mantuvo su apreciación aunque no mostró una tendencia uniforme. Así, en la segunda quincena de setiembre el dólar interrumpió temporalmente su tendencia apreciatoria luego de que la Fed pospusiera la primera alza de tasa de interés debido al deterioro de las expectativas sobre el crecimiento mundial y a la alta volatilidad de los mercados financieros. La tendencia apreciatoria





del dólar retornó a partir de octubre al atenuarse los factores de incertidumbre internacional y al incrementarse la probabilidad de alza en la tasa de la Fed ante los datos económicos positivos de EUA, en particular de empleo.

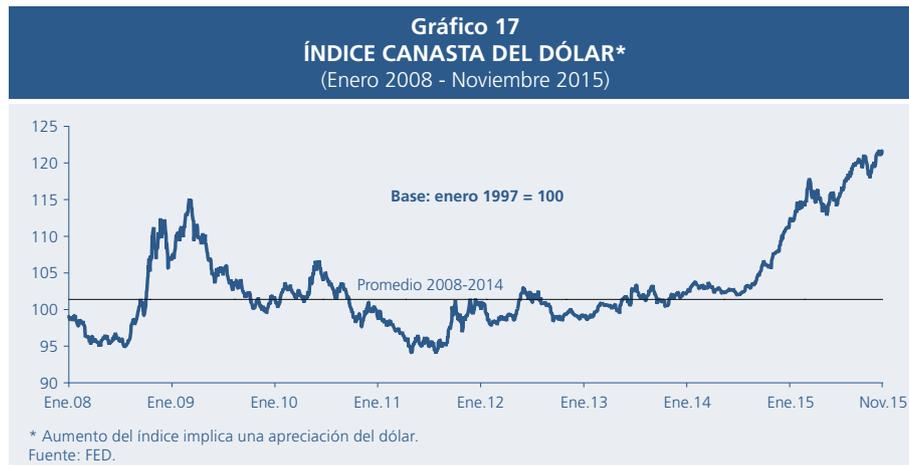


Como resultado, entre setiembre y noviembre, el índice del dólar se apreció 1,4 por ciento. Con ello, el dólar acumula una apreciación de 9,4 por ciento en lo que va del año y alcanza su mayor nivel desde abril 2003. Resalta la depreciación del euro de 5,6 por ciento –llegando a su menor nivel en 9 meses– frente al dólar estadounidense. En el caso de las monedas emergentes, las que más se depreciaron fueron las de los países exportadores de *commodities*.

Cuadro 6
TIPOS DE CAMBIO (UM* POR US\$)

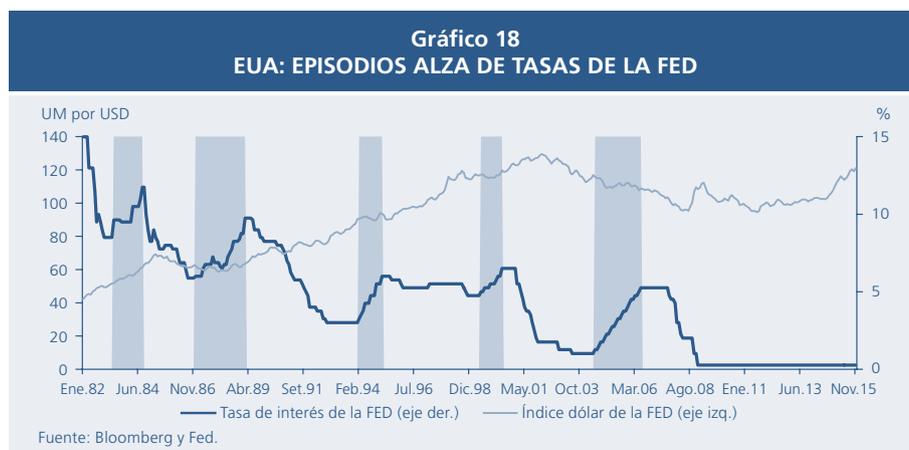
		Dic.12 (1)	Dic.14 (2)	Nov.15 (3)	Var. Porcentual (3)/(2) (3)/(1)	
Índice FED**	UM por US\$	99,23	111,29	121,70	9,4	22,6
EURO***	US\$ por Euro	1,319	1,210	1,056	-12,7	-19,9
JAPÓN	Yen	86,75	119,71	123,12	2,8	41,9
REINO UNIDO***	US\$ por Libra	1,625	1,557	1,505	-3,3	-7,4
BRASIL	Real	2,050	2,658	3,871	45,6	88,9
CHILE	Peso	479	607	711	17,0	48,3
COLOMBIA	Peso	1 768	2 389	3 146	31,7	77,9
MÉXICO	Peso	12,87	14,75	16,58	12,4	28,8
PERÚ	Sol	2,55	2,98	3,38	13,5	32,5
ISRAEL	Shekel	3,74	3,90	3,88	-0,6	3,7
SUDÁFRICA	Rand	8,46	11,58	14,46	24,9	70,8
TURQUÍA	Lira	1,79	2,34	2,91	24,8	63,2
CHINA	Yuan	6,23	6,21	6,40	3,1	2,7
FILIPINAS	Peso	41,11	44,83	47,18	5,2	14,8
INDONESIA	Rupia	9 645	12 470	13 660	9,5	41,6
MALASIA	Ringgit	3,06	3,50	4,26	21,9	39,4
TAILANDIA	Bath	30,62	32,92	35,81	8,8	16,9

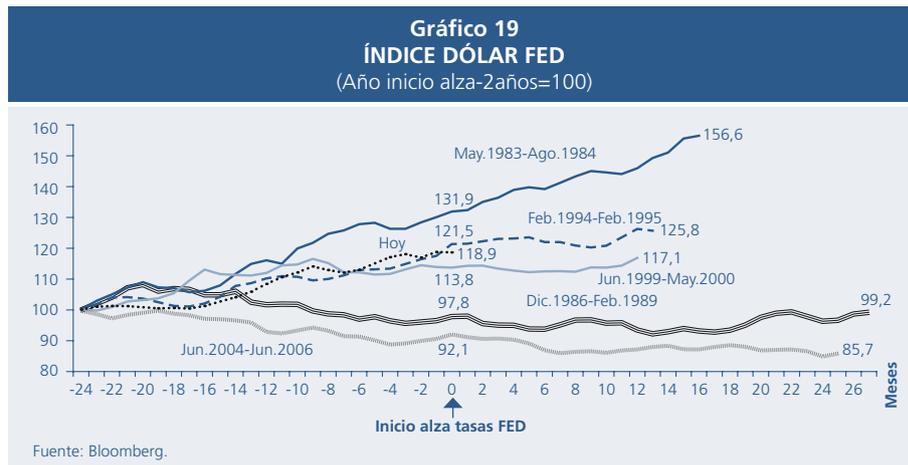
* UM: Unidad Monetaria
 ** Último dato al 27 noviembre
 *** Expresado en UM por dólares, signo negativo implica apreciación del dólar
 Fuente: Reuters y FED.



9. Cabe señalar que en anteriores ciclos de ajuste de tasas de la Fed, la apreciación del dólar se dio principalmente antes de la primera alza de tasas. Así, en los últimos 30 años se han registrado 5 episodios de alza de tasas de la Fed: (i) mayo 1983-agosto 1984, (ii) diciembre 1986-febrero 1989; (iii) febrero 1994-febrero 1995; (iv) junio 1999-mayo 2000; y (v) junio 2004-junio 2006. El episodio actual se analiza desde dos años atrás, dada la primera alza en diciembre 2015. La evolución del dólar durante estos ciclos –considerando desde 24 meses antes del inicio del alza de tasas hasta 24 meses después– se observa en el grafico 19.

En todos los episodios el dólar se estabiliza a partir del período cero (inicio de alza de tasa), con excepción del período 1983-1984. En el episodio actual, el dólar se ha venido apreciando a tasas similares a las registradas en el episodio 1994-1995. Después del episodio del 1983-1984, el actual y el del 1994-1995 presentan las tasas de apreciación más altas (comparado con los seis episodios mencionados). Cabe precisar que en el episodio 1994-1995, las elevaciones de tasas fueron sorprendidas y la política de comunicación de la Fed estaba menos desarrollada.





10. Los **mercados de deuda pública** estuvieron influenciados por las expectativas de políticas monetarias divergentes entre la Fed y los principales bancos centrales (especialmente el BCE). En general, el rendimiento de los títulos de largo plazo de las economías desarrolladas registraron reducciones significativas o estuvieron estables, en respuesta a las expectativas de mantenimiento o incremento de los estímulos de sus bancos centrales. Por el contrario, la mayoría de rendimientos de las economías emergentes se elevó afectada por las condiciones financieras más ajustadas.

En **Estados Unidos** la curva de rendimientos mostró un aplanamiento, al esperar el mercado que el ajuste de tasas de la Fed sea gradual. En ese sentido, los rendimientos del tramo corto de la curva mostraron alza significativa (el rendimiento de los bonos a dos años llegó a niveles máximos en más de cinco años) pero los del tramo largo no mostraron variación significativa con respecto al reporte previo.

En la **Eurozona**, las expectativas de mayores estímulos por parte del BCE influyeron en la reducción de los rendimientos en general, particularmente para los títulos de menor plazo, lo que ha resultado en un empinamiento de las curvas de rendimiento de las principales economías. La significativa reducción de los rendimientos de Grecia respondió a los acuerdos alcanzados entre los líderes europeos y el gobierno griego respecto a las reformas y medidas del reciente tercer programa de rescate (por €86 mil millones).

En **China** influyeron también las expectativas de mayores estímulos del Banco Central de China para impulsar el crecimiento. En los mercados de deuda de los países de **América Latina**, los rendimientos se elevaron dado el contexto de caída en los precios de los *commodities*.

Con respecto a los mercados de **deuda corporativa**, tras años de verse beneficiados por el contexto de bajas tasas en las economías desarrolladas que llevó a inversionistas a buscar activos de mayor retorno, actualmente enfrentan condiciones cambiantes

ante las perspectivas de ajuste en las condiciones crediticias por expectativas de inicio del ciclo de alza de tasas de la Fed y los precios bajos de *commodities* (que afectan a las empresas de dicho sector). Específicamente, tanto en Estados Unidos como en economías emergentes, los más afectados han sido los bonos de alto rendimiento (sin grado de inversión) al registrarse salida de capitales de las inversiones más riesgosas en un contexto de mayores incumplimientos de pago y reducción de calificaciones crediticias en el sector energía de EUA (mayor componente de los bonos de alto rendimiento).



Cuadro 7
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS
(Porcentaje, fin de periodo)

	Dic.12	Dic.14	Ago.15	Nov.15	Deuda Pública (% PBI 2014)
Estados Unidos	1,76	2,17	2,22	2,21	105
Alemania	1,31	0,54	0,80	0,47	73
Francia	1,99	0,82	1,15	0,79	95
Italia	4,49	1,88	1,96	1,42	132
España	5,23	1,60	2,11	1,52	98
Grecia	11,68	9,42	9,10	7,38	177
Gran Bretaña	1,83	1,76	1,96	1,82	90
Brasil	9,17	12,36	14,27	15,87	65
Colombia	5,48	7,10	8,15	8,47	38
Chile	5,49	3,99	4,50	4,61	14
México	5,36	5,83	6,06	6,21	50
Perú	4,09	5,41	7,36	7,04	21
Sudáfrica	6,78	7,96	8,34	8,57	46
Israel	3,99	2,31	2,22	2,13	69
Turquía	6,55	7,86	9,94	9,91	33
China	3,59	3,65	3,40	3,12	41
Corea del Sur	3,17	2,63	2,31	2,27	36
Indonesia	5,15	7,75	8,72	8,57	25
Tailandia	3,51	2,69	2,80	2,73	47
Malasia	3,50	4,12	4,36	4,20	57
Filipinas	4,42	3,83	3,68	4,18	37

Fuente: Bloomberg y FMI.

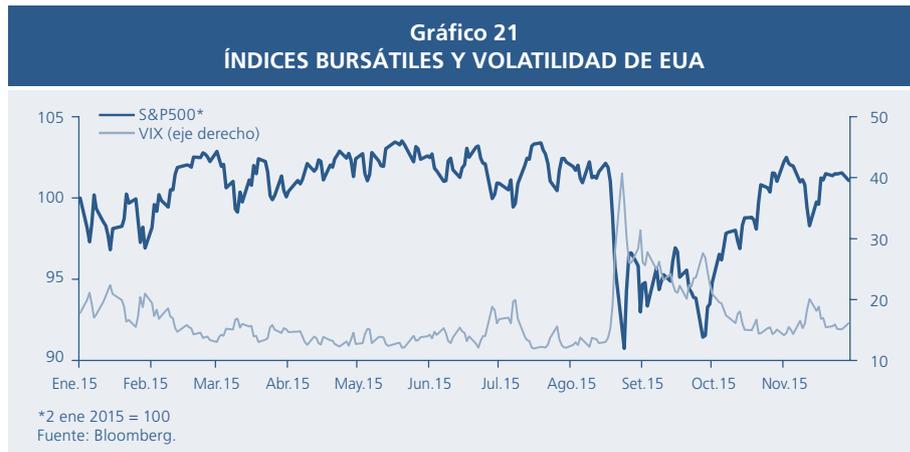




11. Los **mercados bursátiles** en octubre revirtieron parcialmente la caída generalizada registrada hasta el mes de setiembre (el tercer trimestre la mayoría de bolsas tuvieron el peor desempeño en cuatro años), particularmente las bolsas de mercados desarrollados.

En **Europa**, las bolsas fueron impulsadas principalmente por las expectativas de mayor estímulo del BCE y, en China, por las medidas del regulador para estabilizar el mercado y limitar la especulación, así como por las medidas de estímulo anunciadas por el gobierno y el banco central.

En **Estados Unidos**, los resultados de utilidades corporativas del tercer trimestre fueron mayores que los esperados en alrededor del 75 por ciento de las empresas que componen el S&P500, aunque las expectativas de utilidades han sido bajas dada la apreciación del dólar y los menores precios del petróleo que afectó al sector energía. Adicionalmente, no se han generado sobrerreacciones a las expectativas de alza de tasas, al esperarse que sea un proceso gradual. Sin embargo, cabe señalar que la recuperación del índice S&P 500 ha implicado que supere los niveles previos a la crisis financiera y que actualmente se encuentre alrededor de valores records; junto a ello, el ratio precio a utilidades (P/E) del índice se encuentra sobre su promedio histórico de los últimos 10 años.



II. Actividad económica

PBI sectorial

12. Durante los tres primeros trimestres de 2015 se ha observado la reversión parcial de los choques de oferta que afectaron en 2014 a los sectores primarios, lo que se ha traducido en un crecimiento del PBI primario de 4,2 por ciento durante los primeros nueve meses del año, luego que en 2014 se registrara la mayor caída del PBI primario (-2,1 por ciento) desde 1992. La recuperación se viene observando principalmente en minería metálica, por mayor producción de cobre, y en los sectores agropecuario y pesca.

Por el contrario, el PBI no primario experimentó una desaceleración (2,2 por ciento frente a 3,7 por ciento en 2014), asociada a la menor inversión y al deterioro de la confianza empresarial.

Cuadro 8 PBI POR SECTORES ECONÓMICOS (Variaciones porcentuales reales)									
	2014		2015*			2016*		2017*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
Agropecuario	1,5	1,9	2,2	2,6	2,6	1,6	1,6	3,7	3,7
Agrícola	0,4	0,7	0,3	1,0	0,7	0,6	0,5	3,7	3,7
Pecuario	5,4	5,8	5,6	4,9	5,5	3,4	3,3	3,6	3,6
Pesca	-9,5	-27,9	9,1	16,5	19,3	-1,2	-1,2	27,9	27,9
Minería e hidrocarburos	-0,9	-0,8	6,6	6,7	7,3	10,6	10,6	11,3	10,4
Minería metálica	-1,8	-2,1	12,1	11,7	12,8	11,2	11,2	13,1	11,6
Hidrocarburos	2,3	4,0	-12,3	-10,9	-11,7	8,1	8,1	3,6	4,6
Manufactura	-1,3	-3,7	-2,5	0,4	-1,6	1,8	1,1	4,6	4,2
Recursos primarios	-0,4	-9,3	-2,0	4,3	2,9	-0,5	-0,1	10,6	10,6
Manufactura no primaria	-1,4	-1,5	-2,7	-0,8	-2,9	2,5	1,5	3,0	2,5
Electricidad y agua	5,0	4,9	5,5	5,2	6,0	5,5	6,0	5,5	5,5
Construcción	1,5	1,6	-7,7	-6,2	-6,5	3,0	2,5	4,0	3,5
Comercio	4,5	4,4	3,9	3,8	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
Servicios	5,1	5,0	4,1	4,1	4,0	3,8	3,7	3,8	3,7
PRODUCTO BRUTO INTERNO	2,8	2,4	2,6	3,1	2,9	4,2	4,0	5,0	4,8
Nota:									
PBI primario	-0,4	-2,1	4,2	5,4	5,6	6,5	6,5	9,7	9,1
PBI no primario	3,7	3,6	2,2	2,5	2,1	3,6	3,4	3,8	3,6

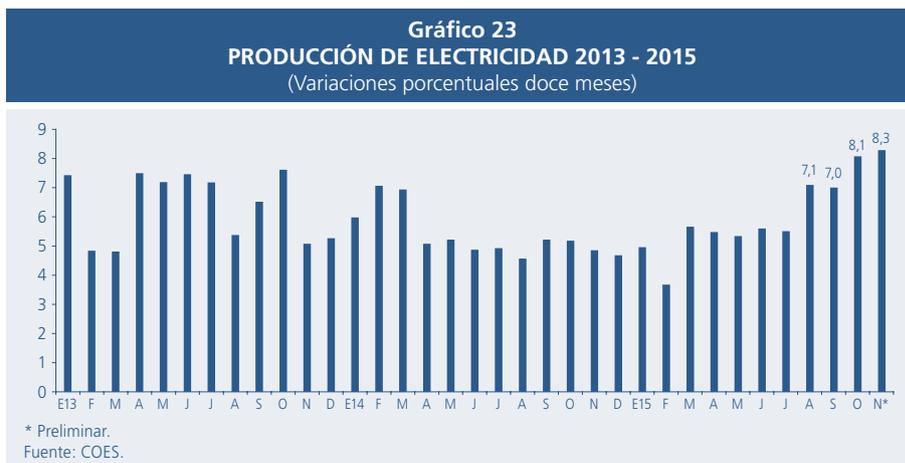
* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.





13. En los últimos meses los indicadores contemporáneos y adelantados muestran que el PBI se viene recuperando. Es así que la producción de electricidad se aceleró desde tasas entre 5 y 6 por ciento entre marzo y julio, a tasas superiores a 7 por ciento desde agosto y 8 por ciento desde octubre.

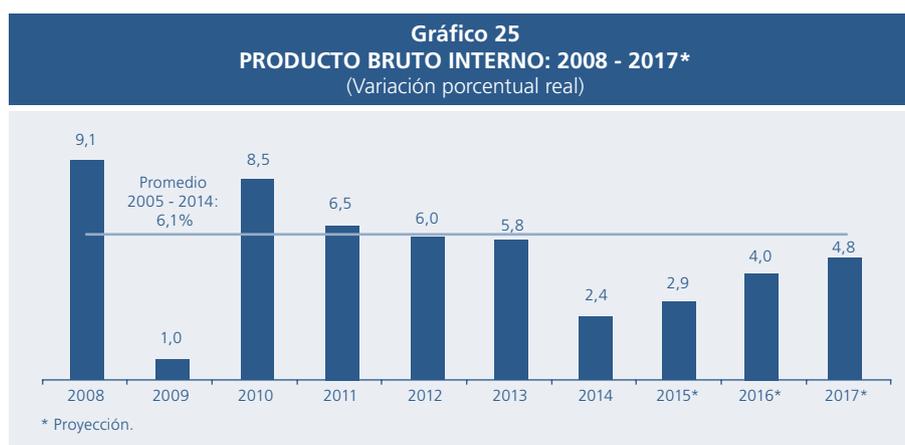


De otro lado, el consumo interno de cemento continúa mostrando tasas de crecimiento negativas. Así, en noviembre registró una caída de 3,0 por ciento. El retroceso observado hasta noviembre está asociado al menor avance físico de obras del sector público y a la menor inversión privada.



14. Tomando en cuenta el escenario internacional menos favorable y que la economía se viene recuperando a un ritmo menor al esperado, se revisa a la baja la proyección del crecimiento del PBI para 2015 de 3,1 por ciento proyectado en setiembre a 2,9 por ciento. Las revisiones al alza en 2015 son en los sectores minería metálica (de 11,7 a 12,8 por ciento), electricidad y agua (de 5,2 a 6,0 por ciento) y pecuario (de

4,9 a 5,5 por ciento), mientras que las revisiones a la baja se hicieron en los sectores manufactura (tanto primaria como no primaria) e hidrocarburos. Para el periodo 2016 – 2017 se revisa a la baja en 0,2 puntos porcentuales el crecimiento del PBI, cuyas tasas ahora se proyectan en 4,0 y 4,8 por ciento, respectivamente.



15. Por su parte, la proyección de los sectores primarios para 2015 continúa mostrando una reversión parcial de los choques de oferta que afectaron el resultado en 2014. Para el caso de cobre y zinc, esta reversión es aún más fuerte que la proyectada en el Reporte de Inflación de setiembre, debido a un mejor desempeño de la minería metálica.

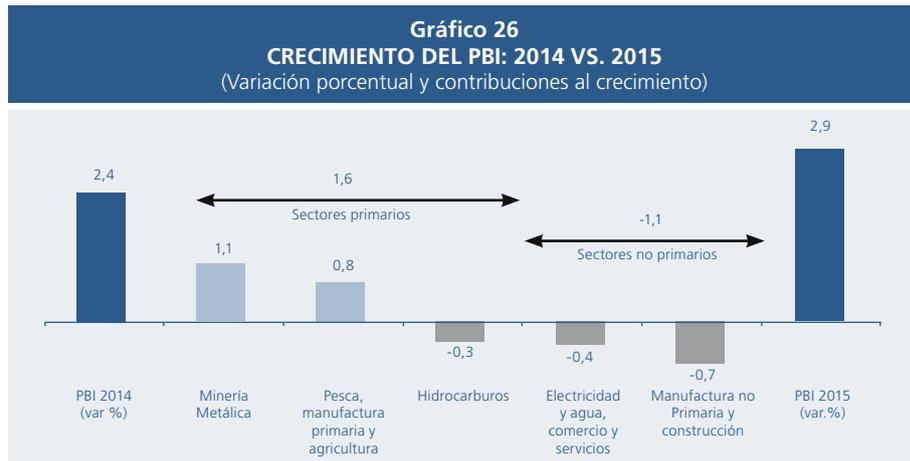
Cuadro 9
CHOQUES ASOCIADOS A FACTORES DE OFERTA
(Variaciones porcentuales)

	2014	2015*
Arroz	-5,9	7,2
Anchoveta	-52,6	64,0
Harina y aceite de pescado	-63,0	63,8
Oro	-10,4	-1,9
Cobre	0,7	22,6
Zinc	-2,4	8,5

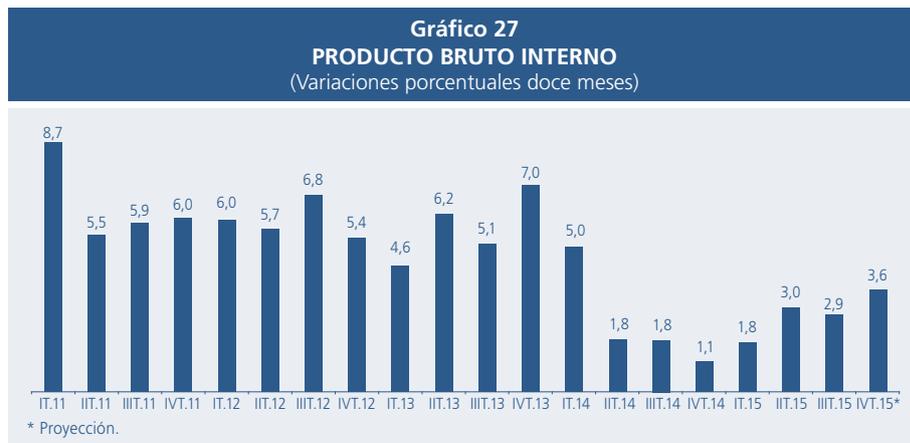
* Proyección

Así, esta reversión gradual de los choques de oferta en 2015 se traduciría en un crecimiento del PBI primario de 5,6 por ciento (frente a -2,1 por ciento en 2014), contribuyendo de este modo con 1,6 puntos porcentuales al crecimiento del PBI. Por otra parte, se estima que el PBI no primario crecería 2,1 por ciento, tasa menor a la observada en 2014 (3,6 por ciento), debido principalmente a la contracción de los sectores construcción (por mayor caída en la inversión pública) y manufactura no primaria, así como al menor crecimiento del sector servicios.





16. Se proyecta que en el último trimestre de 2015 continuaría la recuperación de la actividad económica, lo cual es consistente con la reversión de los efectos negativos de los choques de oferta.



17. Por el lado sectorial, el mayor crecimiento del producto de 2015 (2,9 por ciento), en contraposición al resultado de 2014 (2,4 por ciento), sigue estando asociado a los sectores primarios. En particular, la mayor producción de la minería metálica y la pesca estarían contribuyendo al mayor crecimiento observado en los tres primeros trimestres del año. A continuación observamos el detalle por sector:
- a) El **sector agropecuario** registró un crecimiento de 2,2 por ciento en los tres primeros trimestres del año, tasa mayor a la de 2014, que ascendió a 1,5 por ciento. Lo anterior está asociado a la mayor oferta de carne de ave y arroz para el mercado interno y de café, maíz amarillo duro y uva para la agro exportación e industria.

Para el año 2015 se mantiene la proyección de crecimiento del sector en 2,6 por ciento con una recomposición a nivel de subsectores. Se proyecta un mayor crecimiento del rubro pecuario por mayor oferta de pollo y pavo y se proyecta también un menor crecimiento de la producción agroindustrial de café, espárrago, quinua y aceituna.

También se mantienen las proyecciones del sector para los siguientes años con tasas de 1,6 por ciento y 3,7 por ciento para 2016 y 2017, respectivamente. Estas proyecciones incorporan un evento de El Niño de magnitud entre moderada y fuerte que afectaría la producción en la costa.

- b) La tasa de crecimiento del **sector pesca** en los tres primeros trimestres del año fue 9,1 por ciento. Esta cifra contrasta con la contracción de similar periodo de 2014 (-9,5 por ciento).

Para el año 2016 se mantiene la proyección de una caída de 1,2 por ciento en el sector. Esta cifra también incorpora un evento El Niño de magnitud entre moderada y fuerte que afecta las condiciones climáticas de la costa peruana y disminuye la presencia de anchoveta durante la primera temporada de pesca de 2016. Sin embargo, El Niño ya no estaría presente en 2017, año en que el crecimiento del sector se recuperaría con una tasa de 27,9 por ciento, por un efecto base.

- c) Durante los tres primeros trimestres del año 2015 el **subsector minería metálica** creció 12,1 por ciento por una mayor producción de cobre, zinc, plata y molibdeno, superando así la contracción de 1,8 por ciento observada el mismo periodo de 2014. El crecimiento del subsector para el año 2015 se revisa al alza de 11,7 a 12,8 por ciento. Esta corrección se debe a una mayor producción de cobre por parte de Toromocho y Constancia, y de oro por parte de Antapaccay. Asimismo, para 2016 se proyecta un crecimiento de 11,2 por ciento, cifra similar a la del Reporte de Inflación anterior.

La **producción de cobre** durante los primeros nueve meses de 2015 creció 18,2 por ciento, tasa mayor a la del mismo periodo de 2014 (3,3 por ciento). Se espera que la producción de cobre alcance una tasa de crecimiento de 22,6 por ciento en el año, debido a una mayor producción de Toromocho y Constancia, que llegarían a cumplir sus metas anuales de producción.

Para el año 2016 se espera obtener una mayor producción de cobre impulsada por la ampliación de Cerro Verde y la primera producción de Las Bambas. La proyección de crecimiento en 2017 contempla un mayor nivel productivo de Las





Bambas, la mayor producción como resultado de la ampliación de Cerro Verde y la ampliación de Toquepala a fines de ese año.

La **producción de oro** durante los tres primeros trimestres de 2015 creció 2,8 por ciento, resultado superior al -15,1 por ciento obtenido en el mismo periodo del año anterior. Este mejor resultado se debe a la mayor producción de las mineras Yanacocha, Barrick, Anama y Antapaccay. Para 2016 y 2017 se proyecta que la producción de oro disminuya por el agotamiento natural de los yacimientos, principalmente por la caída en la producción de Yanacocha.

La **producción de zinc** durante los tres primeros trimestres de 2015 creció 10,1 por ciento, en contraste con la caída de 4,8 por ciento del mismo periodo del año anterior. Este mejor resultado se debió a la mayor producción del Brocal y la recuperación de las leyes de Antamina. En cuanto al crecimiento de 2015, se revisa al alza la proyección de 7,5 por ciento de setiembre a 8,5 por ciento, ante una mayor extracción en lo que va del año.

Cuadro 10 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)				
	2014	2015*	2016*	2017*
Oro	-10,4	-1,9	-9,1	-2,2
Cobre	0,7	22,6	22,4	16,7
Zinc	-2,4	8,5	1,4	0,3

* Proyección.

- d) De otro lado, la producción del **subsector hidrocarburos** durante el período enero - setiembre de 2015 se redujo 12,3 por ciento, en comparación al incremento de 2,3 por ciento observado en el mismo periodo del año anterior. Ello se debió a la menor producción de petróleo (-16,0 por ciento), en respuesta a los menores precios internacionales del crudo y a la paralización por 15 días del lote 192 de Pluspetrol. También se observó una menor producción de gas natural (-5,1 por ciento) y de líquidos de gas natural (-12,8 por ciento), por el mantenimiento realizado en los lotes de Pluspetrol.

Por estos motivos, se revisa a la baja el crecimiento del subsector para 2015 de -10,9 por ciento en el Reporte de Inflación anterior, a -11,7 por ciento. Para 2016, año en que se considera el inicio del proyecto de la planta compresora de Transportadora de Gas del Perú, se mantiene la proyección de 8,1 por ciento.

- e) La **producción manufacturera** disminuyó 2,5 por ciento durante los tres primeros trimestres de 2015. Durante este periodo, la producción de manufactura primaria se redujo 2,0 por ciento, principalmente por menor refinación de metales no ferrosos, conservas y productos congelados de pescado. La menor refinación se debió a una menor producción de ánodos de cobre por parte de Southern, por la paralización de uno de sus hornos, mientras que los menores productos congelados obedecen a la menor disponibilidad de concha de abanico.

Por su parte, la manufactura no primaria disminuyó 2,7 por ciento, por caída en las ramas orientadas a exportaciones, así como producción de insumos y bienes de capital.

El desempeño del sector manufactura por debajo de lo esperado conlleva a una revisión de su tasa de crecimiento para 2015, que pasa de 0,4 por ciento proyectado en setiembre a -1,6 por ciento.

- f) La proyección de crecimiento del **sector construcción** para 2015 se modificó de -6,2 a -6,5 por ciento. Esta reducción es consistente con el menor avance físico de obras públicas.

18. Hacia 2016 se revisa a la baja la proyección de crecimiento del PBI de **4,2** por ciento a **4,0** por ciento. Esta revisión obedece a un menor crecimiento proyectado de la manufactura no primaria, en línea con la desaceleración del sector observada en lo que va del año. La aceleración del crecimiento en 2016 respecto a 2015 se explica por la mayor producción de minería metálica, impulsada por la expansión de cobre.

De igual manera, para 2017 se revisa la proyección de crecimiento del PBI de **5,0** a **4,8** por ciento. Durante este año el crecimiento sería impulsado por la minería metálica de cobre, cuyo crecimiento estaría asociado a un mayor ritmo de producción en el proyecto Las Bambas, la aceleración de la producción de Cerro Verde luego de su expansión, y a la ampliación de la mina Toquepala, de Southern.

PBI gasto

El presente Reporte contempla una revisión a la baja en la tasa de crecimiento proyectada del PBI para el año 2015 a 2,9 por ciento, menor al 3,1 por ciento previsto en el Reporte de setiembre. Este crecimiento está asociado al menor ritmo de expansión de la demanda interna luego de descontadas las existencias. Por componentes del gasto se observa un débil desempeño de la inversión pública, cuya tasa de crecimiento prevista para 2015 es más negativa que la contemplada en el reporte previo, principalmente por la caída del gasto en formación bruta de





capital del gobierno nacional y de los gobiernos locales. Para 2016 se contempla una perspectiva de mayor dinamismo para la inversión pública, asociada a una mejor gestión del gasto de los gobiernos subnacionales.

Asimismo, otro componente que mantiene un frágil desempeño en este ciclo de bajo crecimiento es la inversión privada, cuya tasa de crecimiento continúa con una tendencia negativa en 2015, resultado del deterioro que muestran las expectativas de los consumidores e inversionistas y a la mayor caída de los términos de intercambio. Considerando una mejora gradual en las expectativas privadas y la ejecución de proyectos de infraestructura, se espera que la inversión privada vaya retomando gradualmente un mayor ritmo de crecimiento en los próximos años.

Por otro lado, el consumo público y privado mantendrán un ritmo de expansión similar a lo previsto en el reporte previo, en línea con el comportamiento observado en los primeros tres trimestres del año 2015, aunque ambos componentes tendrán un menor dinamismo en 2015 respecto a lo observado en 2014. Un factor importante a resaltar es el aumento de la acumulación de existencias en los primeros tres trimestres del año, cuya variación representó 2,9 por ciento del PBI debido a un desfase entre el ciclo de producción y exportación minera. No obstante, se estima que a fines de 2015 la acumulación de inventarios disminuya a 1,6 por ciento del PBI, consistente con un mejor desempeño de las exportaciones tradicionales prevista en el presente reporte. De este modo, la recuperación de la economía para 2015 está asociada al impulso de las exportaciones netas, cuya contribución al PBI se estima en 0,3 puntos porcentuales.

Cuadro 11
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2014		2015*			2016*		2017*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
I. Demanda interna	2,2	2,2	2,7	2,7	2,5	3,1	3,0	3,7	3,8
Demanda interna sin inventarios	3,0	3,0	1,1	1,6	1,2	3,7	3,4	4,0	3,9
1. Gasto privado	1,6	1,4	3,0	2,5	2,7	2,5	2,2	3,6	3,7
Consumo	4,3	4,1	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5	3,8	3,8
Inversión privada fija	-2,3	-2,2	-5,4	-5,5	-5,5	2,0	0,0	4,4	4,0
Variación de existencias**	1,0	0,3	2,9	1,3	1,6	0,8	1,3	0,6	1,1
2. Gasto público	5,9	6,0	0,9	3,9	1,6	6,2	6,8	4,3	4,3
Consumo	8,6	10,1	6,3	6,5	7,4	5,3	5,3	4,0	4,0
Inversión	-0,3	-2,0	-12,5	-2,0	-11,2	8,5	10,9	5,0	5,0
II. Demanda Externa Neta									
1. Exportaciones	-0,4	-1,0	1,1	0,1	1,9	7,0	5,4	9,5	7,9
2. Importaciones	-2,3	-1,5	1,4	-1,3	0,6	2,6	1,3	4,2	4,0
III. PBI	2,8	2,4	2,6	3,1	2,9	4,2	4,0	5,0	4,8

* Proyección.

** Porcentaje del PBI.

RI: Reporte de Inflación.

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

* Proyección.
Ri: Reporte de Inflación.

19. Para 2016 y 2017 se espera un proceso de recuperación gradual del crecimiento de la demanda interna, con un crecimiento de 3,0 y 3,8 por ciento respectivamente, considerando que la inversión privada dejaría de caer por la ejecución de los proyectos entregados en concesión y considerando los anuncios de proyectos de inversión. De igual forma, la inversión pública también será otro factor importante para la recuperación de la demanda interna, cuya tasa de crecimiento se estima en 10,9 por ciento y 5,0 por ciento para 2016 y 2017 respectivamente. Esta proyección asume un escenario donde los gobiernos regionales y locales mejoran el desempeño en la ejecución del gasto por formación bruta de capital.

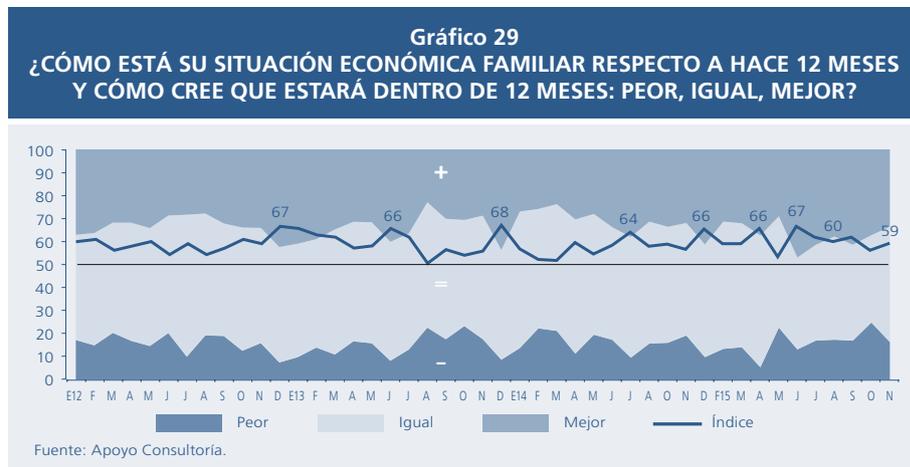
Por el lado de las exportaciones, se espera un crecimiento de 5,4 por ciento en 2016 y 7,9 por ciento en 2017 impulsadas por el inicio de operaciones de los proyectos mineros, mientras que las importaciones crecerían en promedio durante 2016 - 2017 a una tasa similar a la demanda interna. Con ello se espera un crecimiento del PBI de 4,0 por ciento para 2016 y 4,8 por ciento para 2017.

20. El consumo privado continúa con un ritmo moderado de crecimiento hasta el tercer trimestre de 2015, aunque con tasas de crecimiento por debajo del promedio 2008-2014. A continuación se presentan algunos indicadores que reflejan la evolución reciente del consumo privado:

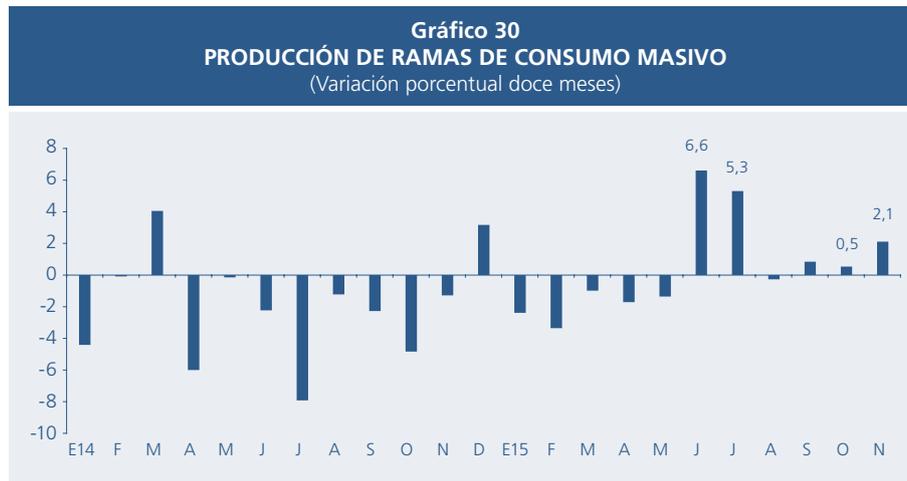




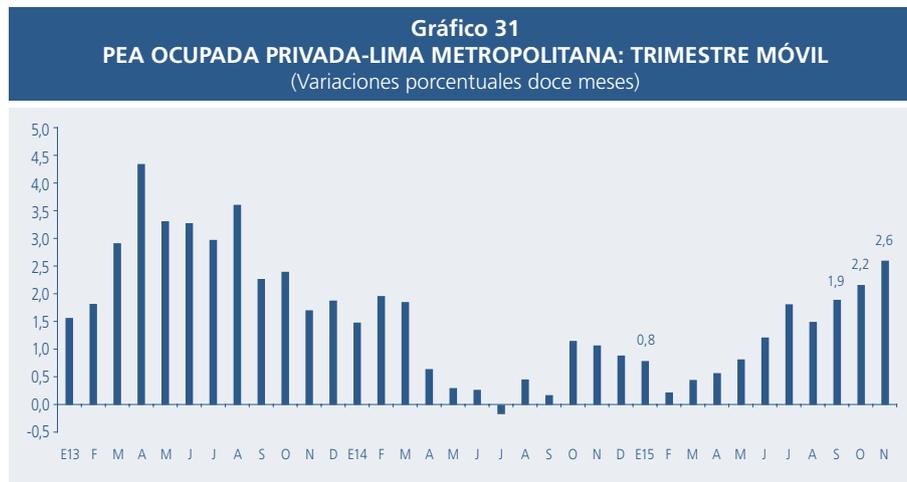
- a. En primer lugar, el Índice de Confianza del Consumidor tuvo un nivel optimista de 59 puntos en noviembre de 2015, mayor al registrado en noviembre del año anterior (56 puntos). Asimismo, en el periodo enero - noviembre, este indicador registró en promedio 60 puntos, mayor a lo registrado en el mismo periodo del año 2014 (57 puntos).



- b. En segundo lugar, las ramas manufactureras de consumo masivo muestran un crecimiento de 2,1 por ciento en noviembre de 2015 y 0,5 por ciento en octubre, tasas menores a las observadas en junio y julio con tasas superiores al 5,0 por ciento.



- c. De otro lado, los datos del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) muestran una recuperación de la Población Económicamente Activa (PEA) ocupada privada en 2015, que pasó de una tasa de crecimiento de 0,8 por ciento en enero a 2,6 por ciento en noviembre.



- d. La tasa de desempleo, indicador que refleja la proporción de la población activa que busca empleo sin éxito, alcanzó un valor de 6,3 por ciento en noviembre de 2015, mayor al 5,9 por ciento observado en el mismo mes de 2014.

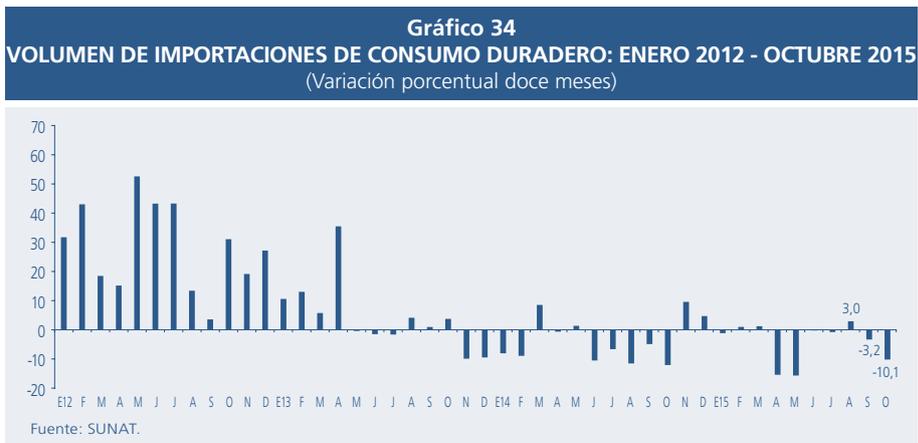




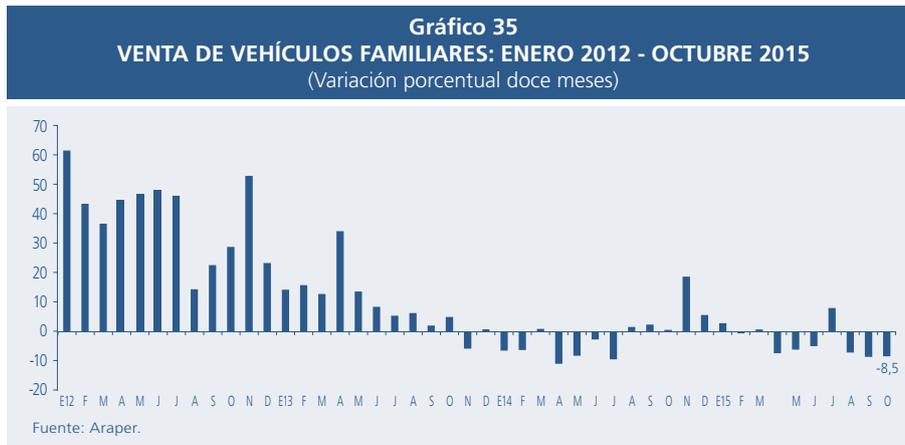
- e. El crédito a personas naturales, que incluye el crédito de consumo e hipotecario, continúa creciendo con un ritmo moderado. Así, la tasa de crecimiento anual fue 12,3 por ciento en octubre de 2015, similar al promedio registrado durante el periodo enero - octubre (12,2 por ciento).



- f. Por otro lado, el volumen de importaciones de bienes de consumo duradero acumuló una caída de 4,5 por ciento entre enero y octubre de este año.

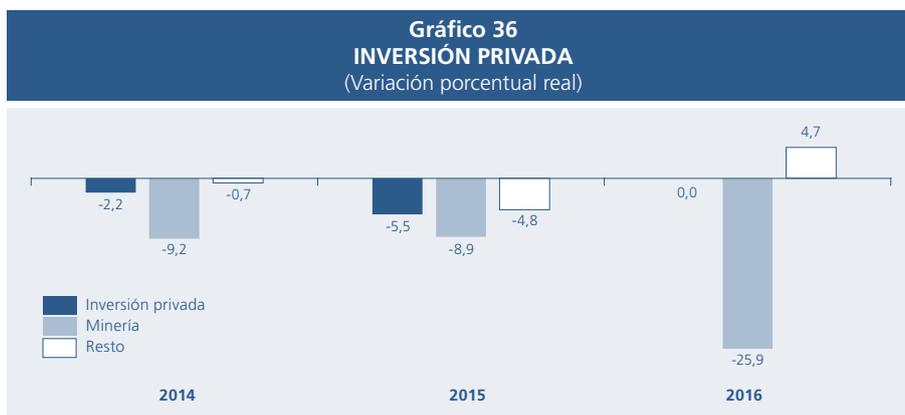


- g. Finalmente, la venta de autos familiares nuevos registró una disminución de 8,5 por ciento en octubre con respecto a similar periodo del año anterior. Asimismo este indicador de consumo acumuló una caída de 3,4 por ciento en el periodo enero - octubre de 2015.



Considerando estos indicadores, la proyección del crecimiento del consumo privado para el año 2015 se mantiene con una tasa similar a la mostrada en el reporte previo. Para los años siguientes, se espera un aumento gradual en esta tasa de crecimiento, en línea con la evolución prevista del ingreso privado.

21. Para 2015 se mantiene la proyección del crecimiento de la inversión del sector privado en -5,5 por ciento. Esta tasa negativa considera el retraso que se ha producido en el horizonte de varios proyectos de inversión, el deterioro observado en los indicadores de expectativas y los menores términos de intercambio.

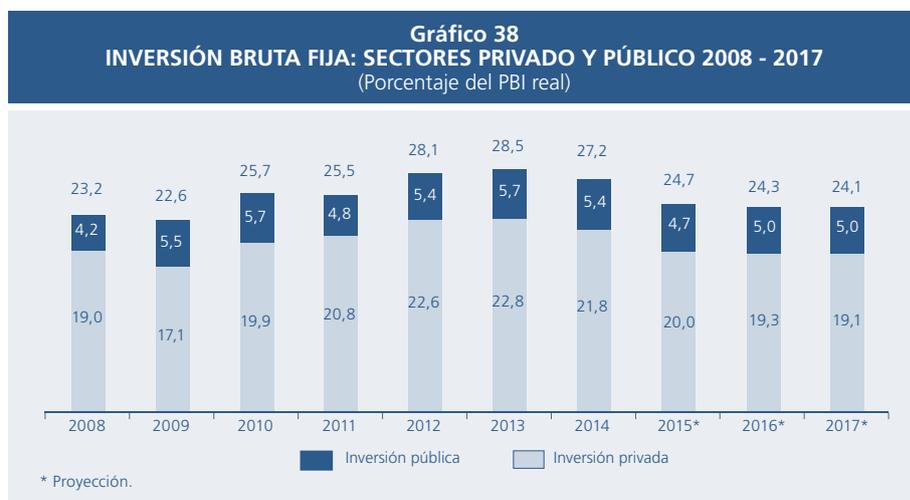


Para 2016 se ha revisado a la baja la inversión privada de 2,0 por ciento a un crecimiento nulo. Esta proyección considera, por un lado, un descenso en la inversión del sector minero, tomando en cuenta que los proyectos Las Bambas y ampliación de Cerro Verde estarían pasando a etapa de producción, atenuado por la continuidad de inversiones



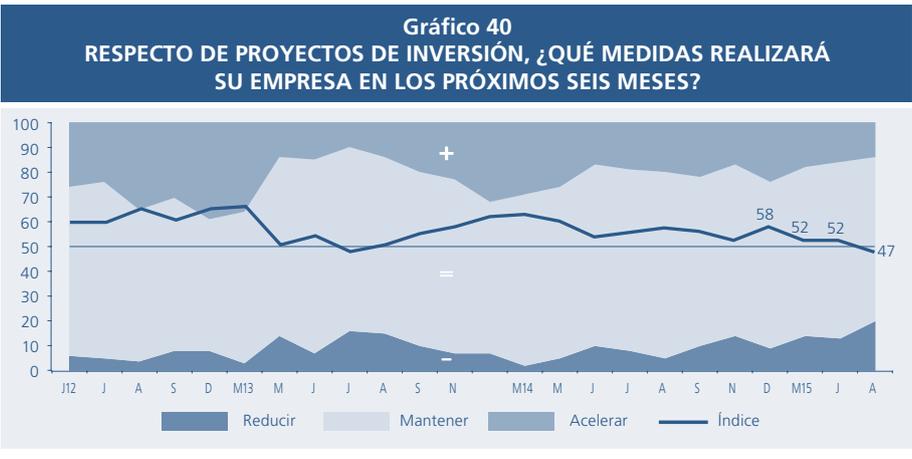
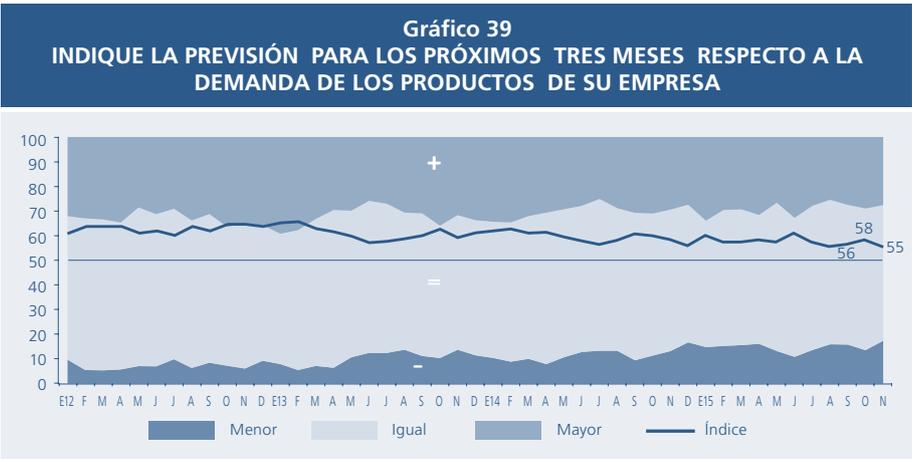


en otras empresas actualmente en operación. Las inversiones en otros sectores, como infraestructura (Línea 2 del Metro de Lima, aeropuertos de Lima y Chinchero, Vías Nuevas de Lima, entre otros), hidrocarburos y energía (Gasoducto Sur Peruano, Nodo Energético del Sur, entre otros), sumadas a la ejecución de las inversiones en otros proyectos concesionados en 2015, atenuarían este efecto, considerando una mejora de las expectativas privadas. Para 2017 se prevé una recuperación de la inversión privada, con tasa de crecimiento de 4,0 por ciento. Esta recuperación está asociada al impulso que tendrán los proyectos de inversión anunciados y los otorgados en concesión. De esta manera, la inversión bruta fija total, que incluye al sector privado y público, pasaría de 24,7 por ciento en 2015 a 24,1 por ciento en 2017.



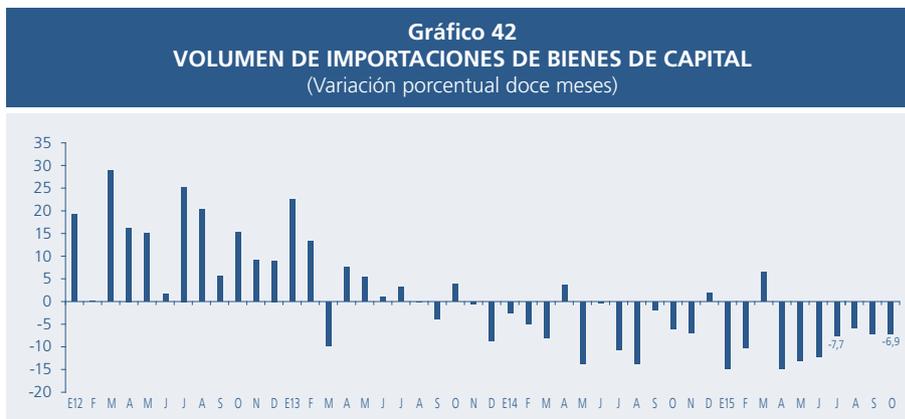
22. En cuanto a la inversión privada en 2015, se presentan algunos indicadores que sustentan su evolución:
- Las expectativas de demanda a tres meses de las empresas se mantienen en el tramo optimista y alcanzan 55 puntos en noviembre. Sin embargo, el indicador

de expectativas de inversión a 6 meses registró un nivel de 47 puntos en agosto, el nivel más bajo no observado desde junio de 2013. Asimismo, las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses fue de 45 puntos en noviembre, nivel menor a lo registrado a principios del año.





- b. El volumen de importaciones de bienes de capital, indicador de la demanda de inversión, disminuyó 6,9 por ciento en octubre de 2015 y acumuló una caída de 8,7 por ciento entre enero y octubre de 2015.



- c. La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI revela que todos los agentes esperan que el crecimiento del PBI en 2015 mantenga la misma tasa de crecimiento esperada en setiembre pasado. Asimismo, todos los agentes esperan que el crecimiento del PBI se acelere en los próximos dos años.

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

	Expectativas del :		
	RI May. 15	RI Set. 15	RI Dic. 15
Sistema Financiero			
2015	3,0	2,8	2,8
2016	4,0	3,8	3,5
2017	4,8	4,5	4,0
Analistas Económicos			
2015	3,1	2,8	2,8
2016	4,2	3,7	3,2
2017	5,0	4,5	4,0
Empresas No Financieras			
2015	3,5	3,0	3,0
2016	4,0	3,5	3,5
2017	4,5	4,0	4,0

23. Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2016 - 2017 alcanzan US\$ 24,6 mil millones.

Cuadro 14
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2016-2017
 (Millones de US\$)

Sector	RI Set. 2015	RI Dic. 2015	
		Total Inversión	Número de Proyectos
Minería	7 954	7 888	27
Hidrocarburos	4 501	3 912	17
Electricidad	2 911	3 016	30
Industria	1 384	1 564	10
Infraestructura	3 083	3 452	22
Otros sectores	3 923	4 784	97
Total	23 756	24 616	203

Fuente: Anuncios de empresas.

En el periodo enero - octubre las inversiones en el sector minero ascendieron a US\$ 6,2 mil millones según el Ministerio de Energía y Minas, destacando los proyectos Ampliación de Cerro Verde con US\$ 1,5 mil millones y Las Bambas con US\$ 1,2 mil millones. Cabe señalar que estos proyectos iniciarían sus operaciones en 2016. En la Ampliación de la mina Marcona, la primera etapa se realizaría en 2016 y finalizaría la segunda etapa en 2018. Además, se aprobó el estudio de impacto ambiental (EIA) de Pampa del Pongo (inversión estimada de US\$ 1,5 mil millones) y se presentaría en diciembre el de San Gabriel (inversión estimada de US\$ 450 millones).

En el sector hidrocarburos, el Consorcio Gasoducto Sur Peruano continúa el avance del proyecto Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur. En noviembre se inició la soldadura del ramal secundario que llevará gas natural de Camisea hacia los City Gates de Cusco y Anta y cerraría financiamiento por US\$ 4,1 mil millones próximamente.

En infraestructura, continúan los avances de obra en la Línea 2 del Metro de Lima. En noviembre se concluyó la construcción de dos pozos de ventilación ubicados entre Ate y Santa Anita, como parte de la primera etapa. Por su parte, el Consorcio Consierra Tramo II liderado por la española Sacyr Concesiones ha ejecutado el 31 por ciento de inversiones del proyecto Longitudinal de la Sierra Tramo 2 (Ciudad de Dios-Cajamarca-Chiple-Cajamarca-Trujillo-Desvío Chilete-Emp PE-3N).

En el sector eléctrico, el proyecto Nudo Energético del Sur comprende la Central Termoeléctrica Puerto Bravo e Ilo, las cuales presentan avances de obras de 95 y 65 por ciento. La Central Térmica Ilo operaría en marzo de 2017. La Central Hidroeléctrica Cerro del Águila, presenta un avance de 80 por ciento a setiembre y operaría en junio de 2016. La central Hidroeléctrica Chaglla presenta más del 90 por ciento de avance físico y operaría en febrero de 2016.



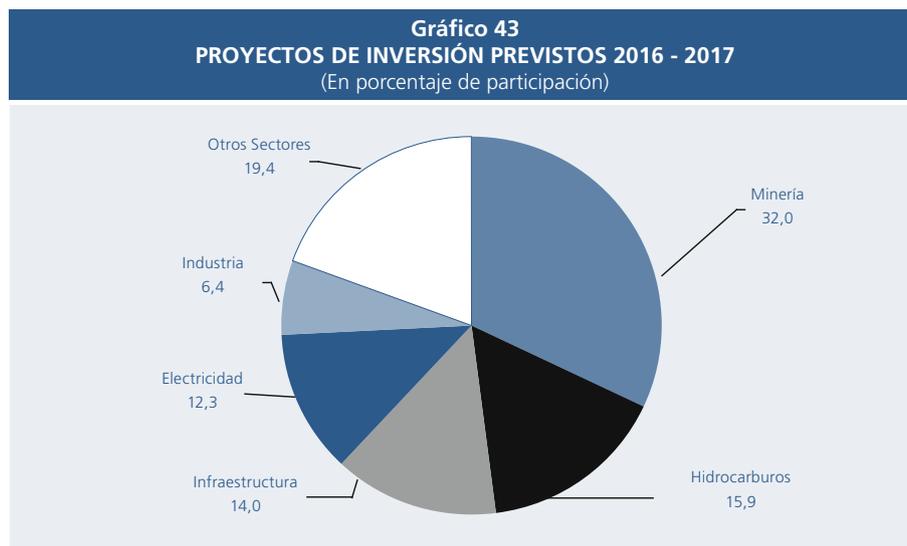


En otros sectores destacan las inversiones del Grupo Falabella principalmente la expansión de nuevos centros comerciales y Sodimac, las del Grupo Interbank en la nueva sede de la UTP en Lima y Real Plaza Puruchuco que operaría en el segundo semestre de 2016, el Grupo Breca en centros comerciales Rambla en Lima y Huánuco y el Grupo San Pablo en el hotel Aranwa en Lima y nuevas clínicas en Lima y provincias.

Cuadro 15
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2016 - 2017

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	China Minmetals Corp. Aluminium Corp. Of China Ltd. (Chinalco) Shougang Corporation Jinzhao Mining Southern Perú Copper Corp. AQM Copper Bear Creek Mining Corporation Compañía de Minas Buenaventura Southern Perú Copper Corp. Compañía de Minas Buenaventura	Las Bambas Mejoras y ampliación del sistema productivo de Toromocho Ampliación de Mina Marcona Pampa del Pongo Ampliación de Mina Toquepala Zafranal Corani San Gabriel (antes Chucapaca) Cuajone: Mejoras en la Planta Tambomayo
HIDROCARBUROS	Enagas;Odebrecht China National Petroleum Corporation (Cnpc) ;Repsol Ypf Graña y Montero Petrolera Pluspetrol Perú Corp. Calidda Gas Natural Del Perú Karoon Gas Atralia;Vietnam American	Mejoras a la Seguridad Energética del País y Desarrollo del Gasoducto Sur Peruano Lote 57 - Kinteroni Repotenciar Lotes III - IV Exploración Lotes 88 y 56 Masificacion de Gas Exploración Lote Z-38
ELECTRICIDAD	Enersur; Kallpa Generación Quimpac S.A.; Inkia Energy Inevarante Corsán-Corviam;Engevix Y Enex Isolux De México; Isolux Ingeniería de España Odebrecht Generación Eléctrica Las Salinas Termochilca Interconexión Eléctrica (Isa) Endesa	Nodo Energético del Sur Central Hidroeléctrica Cerro del Águila Centrales Hidroeléctricas Acco Pucará Central Hidroeléctrica Molloco Línea de transmisión Moyobamba - Iquitos (220Kv) Central Hidroeléctrica Belo Horizonte Parque Eólico Samaca Central Térmica Santo Domingo de Olleros - Ciclo Combinado Línea de transmisión 500 Kv Mantaro - Marcona - Socabaya - Montalvo y Subestaciones Asociadas Central Hidroeléctrica Curibamba
INDUSTRIA	Corporación Jr Lindley Repsol Ypf Mitsubishi; Hochschild Mining Técnicas Reunidas Grupo Gloria Medrock	Ampliación y nuevas plantas Ampliación de Refinería La Pampilla Planta de Fosfatos Modernización Refinería de Talara Plan de Inversiones 2011 - 2016 Planta de Producción de Medicamentos en Lima
INFRAESTRUCTURA	Consorcio Nuevo Metro De Lima Odebrecht Consorcio Consierra II Covisol Autopista Del Norte Covi Perú Dubai Ports World Lima Airport Partners Kuntur Wasi Consorcio Paracas	Línea 2 del Metro de Lima Vías Nuevas de Lima Longitudinal de la Sierra Tramo 2 Autopista Del Sol Trujillo - Sullana Red Vial N° 4 Pativilca - Puerto Salaverry Red Vial N° 6 Pucusana - Cerro Azul - Ica Muelle Sur (Fase 2) Ampliación Terminal - Aeropuerto Jorge Chávez Aeropuerto Internacional de Chinchero - Cusco Terminal Portuario General San Martín
OTROS SECTORES	Grupo Telefónica Entel Grupo Salinas Grupo Romero Grupo Falabella Besalco Graña y Montero Vivienda Grupo Interbank Grupo Suma	Infraestructura e Implementación del Servicio 4G Desarrollo de Servicios Red Dorsal de Fibra Óptica Almacenes para Concentrados Mineros Expansión y Nuevos Centros Comerciales Proyecto Inmobiliario Proyectos de Vivienda Expansión y Nuevos Centros Comerciales Complejo de Viviendas

Fuente: Anuncios de empresas.



Cuadro 16
PROYECTOS DE INVERSIÓN : CONCESIONES EN 2015 - 2016
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
A. Adjudicados en 2015	
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Ayacucho	331
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Huancavelica	55
Instalación de Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de la Región Apurímac	49
Línea de Transmisión Azángaro – Juliaca – Puno 220 Kv	42
Línea de Transmisión Azángaro – Juliaca – Puno 220 Kv	37
Conectividad Integral en Banda Ancha para el Desarrollo Social de la Zona Norte del País - Región Lambayeque	32
Primera Etapa de la Subestación Carapongo y enlaces de Conexión a Líneas Asociadas	43
Infraestructura Penitenciaria y Renovación Urbana "Proyecto Tinkuy Plaza"	73
B. Por Adjudicar	
1 603	
Masificación de Uso de Gas Natural - Distribución de Gas Natural por Red de Ductos en las Regiones de Apurimac, Ayacucho, Huancavelica, Junín y Cusco, Puno y Ucayali	350
Longitudinal de la sierra tramo 4: Huancayo-Izcuchaca-Mayoc-Ayacucho y Ayacucho-Andahuaylas-Puente Sahuinto/Dv. Pisco-Huaytará-Ayacucho	340
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	194
Central Térmica de Quillabamba	180
Obras de Regulación del Río Chillón	80
Sistema de Abastecimiento de LNG para el Mercado Nacional 1/	250
Zona de Actividades Logísticas y Antepuerto del Puerto del Callao 1/	158
Teleférico de Choquequirao 2/	43
Proyecto Huayday Ambara 3/	8

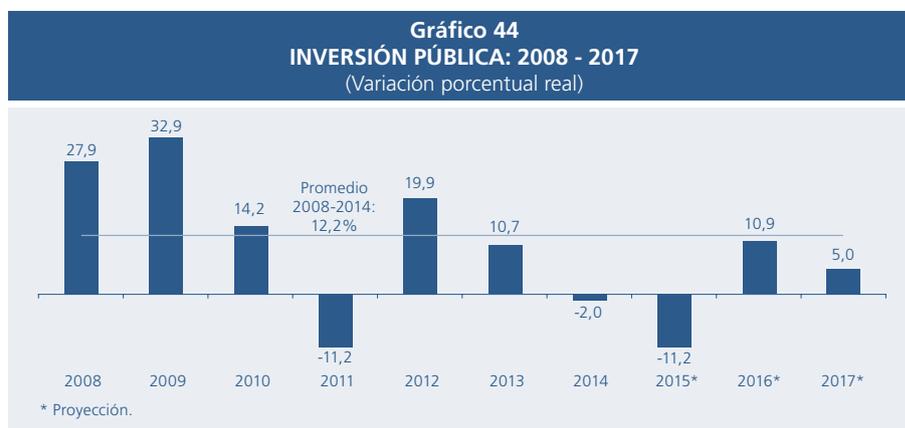
1/ Proyecto suspendido (convocado).
2/ La fecha de Adjudicación está por definir.
3/ Suspendido por reprogramación del proyecto.

A noviembre de 2015 PROINVERSIÓN adjudicó 7 proyectos equivalentes a US\$ 331 millones. Para 2016 tiene programado adjudicar 9 proyectos que ascienden a un total de US\$ 1 603 millones.



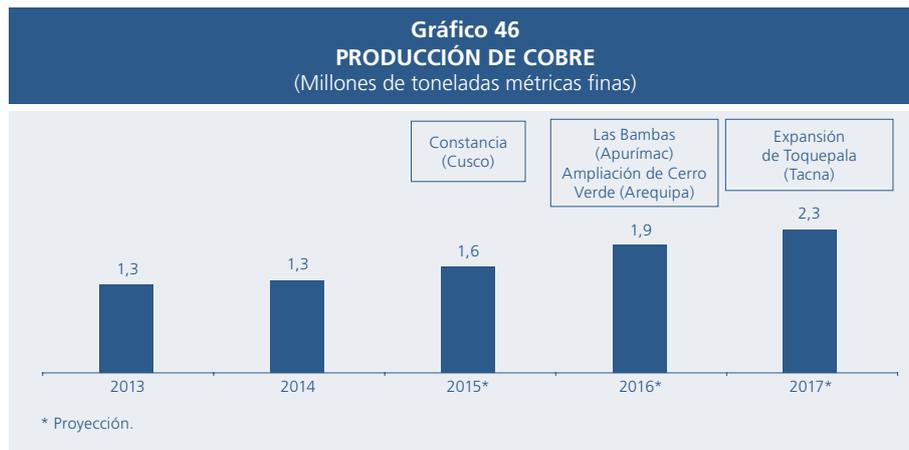


24. Para 2015, se ha revisado a la baja la tasa de crecimiento para la **inversión pública** de -2,0 por ciento a -11,2 por ciento, principalmente por el menor desempeño en la gestión del gasto de inversión por parte de los gobiernos subnacionales. Para 2016 y 2017 se contempla un escenario en donde el ritmo de gasto de las unidades ejecutoras es mayor a lo esperado en 2015, por lo cual se proyecta una tasa de crecimiento de la inversión pública de 10,9 por ciento en 2016 (mayor a la prevista en el reporte previo, considerando un efecto estadístico por gastos que se devengarían en 2015 pero que se ejecutarían a comienzos de 2016) y de 5,0 por ciento en 2017.



25. Las **exportaciones reales** de bienes y servicios registraron un aumento de 1,1 por ciento en los tres primeros trimestres de 2015, principalmente por mayores envíos de cobre, oro, zinc y mayores exportaciones de servicios. Dado el mejor desempeño que muestran las exportaciones tradicionales respecto a lo previsto en el Reporte previo, se estima una tasa de crecimiento para las exportaciones reales de 1,9 por ciento para 2015, tasa mayor a la estimada en el reporte previo. Esta expansión en las exportaciones reales significa una mejora respecto a la tasa observada en 2014, -1,0 por ciento y una mejora en la contribución al PBI de 0,8 puntos porcentuales respecto a 2014.

Para 2016 se estima una tasa de crecimiento de 5,4 por ciento, tasa menor a la prevista en el reporte previo debido a un efecto base, por un mejor desempeño de las exportaciones de cobre en 2015 respecto a lo previsto en el reporte anterior. Al igual que en el reporte de setiembre, esta estimación de la tasa de crecimiento de las exportaciones reales, considera mayores exportaciones mineras por el inicio de producción del proyecto minero Las Bambas, la ampliación de Cerro Verde, mayor producción de proyectos como Toromocho y Constancia, así como por la recuperación de la producción de Antamina. Para 2017 se proyecta un crecimiento de 7,9 por ciento, asociado a mayores exportaciones mineras por la expansión de Toquepala y mayor producción de Las Bambas.



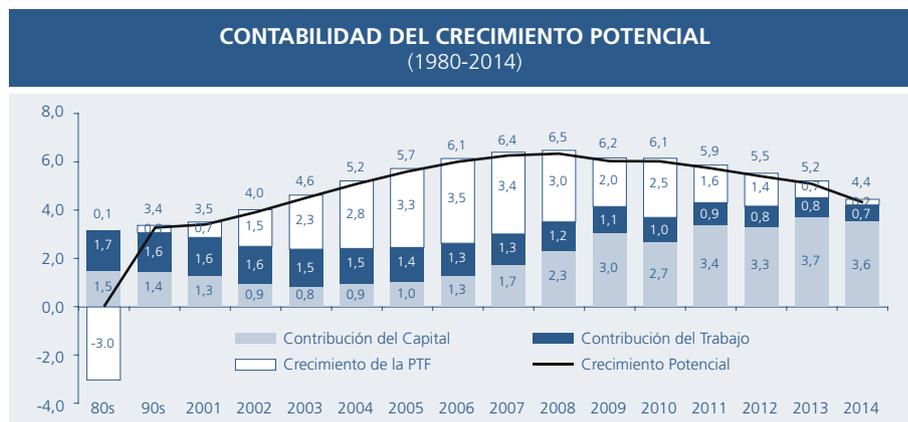
26. El presente Reporte de Inflación considera una tasa de crecimiento de 0,6 por ciento para las **importaciones de bienes y servicios** en 2015. Para los años 2016 y 2017 se espera un incremento gradual de las importaciones, consistente con la proyección de crecimiento del PBI.





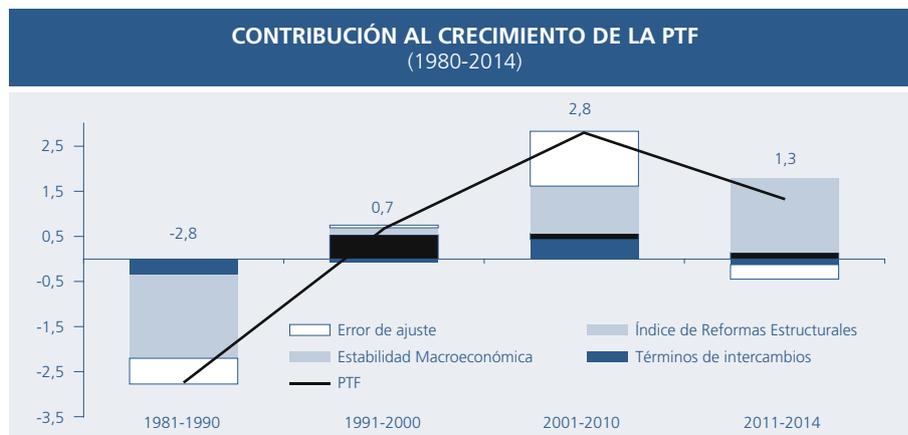
Recuadro 1 DETERMINANTES DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (PTF)

La Productividad Total de Factores (PTF) resume la capacidad o eficiencia conjunta de los factores de producción de una economía. La siguiente figura muestra los resultados de realizar la contabilidad de crecimiento potencial para el período 1980 - 2014. Se puede observar que a partir de los años 90 el crecimiento de la PTF empieza una tendencia ascendente y llega a un pico de 3,5 por ciento en 2006. Sin embargo, en los últimos cuatro años se observa una desaceleración en el crecimiento de la productividad. A continuación se presenta una estimación de las variables que afectan a la PTF.



De acuerdo a Levine y Renelt (1997) y a Loayza y otros (2005) los determinantes del crecimiento de la PTF son clasificados en cuatro grupos: convergencia transicional (PBI per cápita como determinante), políticas estructurales (capital humano, apertura comercial, infraestructura pública, etc), políticas de estabilización (estabilidad de crecimiento) y condiciones externas (términos de intercambio).

Con el fin de encontrar los determinantes de la PTF para la economía peruana se realiza una regresión del crecimiento de la PTF entre posibles determinantes de ésta. Para ello, los datos que se recogen son: Términos de Intercambio (TI), Índice de Reformas Estructurales (IRE) y crecimiento del PBI. La única serie de frecuencia trimestral es el crecimiento del PBI, todas las demás son de frecuencia anual. El índice de reformas estructurales se recoge de Lora (2012), el cual refleja el grado de neutralidad de políticas económicas comprendidas en cinco áreas de reforma: (i) política comercial, (ii) política financiera, (iii) política tributaria, (iv) privatizaciones y (v) legislación laboral. Para tener indicadores de estabilidad macroeconómica se toma la desviación estándar de la tasa de crecimiento (4 trimestres) del PBI dentro de un año.



El cuadro siguiente muestra los resultados de un ejercicio de regresión y en la figura anterior se construye la contribución de cada determinante sobre la base de estos resultados. Se toma la tasa de crecimiento de la PTF, Términos de Intercambio y del Indicador de Reformas Estructurales. Los parámetros se han estimado usando mínimos cuadrados ordinarios. Como se aprecia, la inestabilidad macroeconómica que experimentó la economía peruana en la década de los 80 contribuyó negativamente al crecimiento de la PTF, sin embargo, en la últimas dos décadas se observa una contribución positiva debido a un entorno económico más previsible.

Asimismo, las reformas implementadas en la década de los 90 permitieron la recuperación de la PTF durante ese período. De igual forma, se puede notar que, el crecimiento de los términos de intercambio (TI) ha generado ganancias importantes en PTF en la primera década de los 2000 y la caída de esta variable explica, en parte, la caída en el crecimiento de la PTF para el periodo 2011-2014. En principio no deberíamos esperar un impacto grande de los Términos de Intercambio, ya que, se está trabajando con una medida de PTF potencial. Este estudio muestra que para alcanzar tasas altas de crecimiento potencial se requiere mantener la estabilidad macroeconómica y avanzar en reformas estructurales.

Crecimiento de la PTF	Coefficiente 2/
Constante	-0,003
IRE x dummy 1/	0,170 *
Estabilidad Macroeconómica	-0,013 ***
TI (log desviación)	0,071 **

1/ IRE: Índice de Reformas Estructurales. Dummy: es la variable 'dummy' que a partir de 1992 toma el valor de 1.
2/ * es significativo al 20 por ciento, ** significativo al 10 por ciento, y *** significativo al 5 o 1 por ciento.

Bibliografía

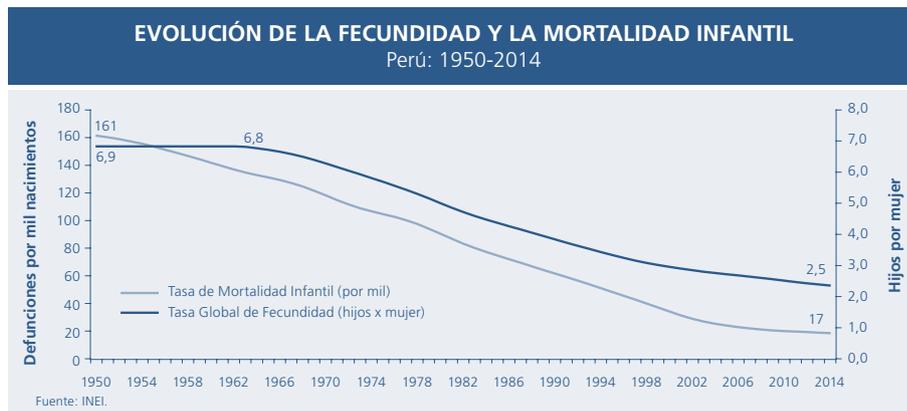
- Carranza, E. J. Fernández-Baca y E. Morón (2005). "Peru: Markets, Government and the Sources of Growth." En: Fernández-Arias, E., R. Manuelli, y J. Blyde (eds.), "Sources of Growth in Latin America: What is Missing?", 373-419. Inter-American Development Bank, Washington, D.C.
- Guillén, R. y Rodríguez, G. (2013). "Trend-cycle decomposition for Peruvian GDP: application of an alternative method". Documento de Trabajo n° 368, Departamento de Economía, PUCP.
- Levine, R. y D. Renelt (1992). "A Sensitivity Analysis of Cross-country Growth Regressions." American Economic Review 82(4), 942-963.
- Lora, E. (2012). "Las reformas estructurales en América Latina: Qué se ha formado y cómo medirlo (versión actualizada)". Documento de trabajo n° 346. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Loayza, N., Fajnzylber, P. y Calderón, C. (2005). "Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecasts". The World Bank.
- Wada, T. y Perron, P. (2006). "An alternative trend-cycle decomposition using a state space model with mixtures of normals: specifications and applications to international data". Boston University Working Paper 2005-44. Versión Septiembre 2006



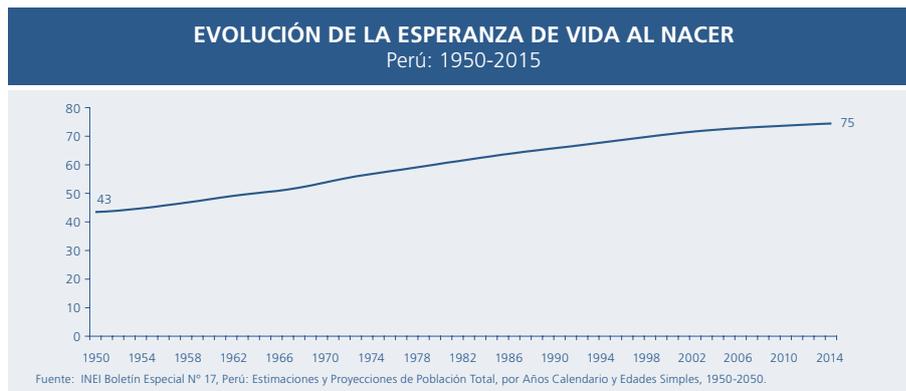
Recuadro 2 BONO DEMOGRÁFICO Y EMPLEO

En los últimos 60 años el Perú ha vivido un gran cambio en la composición de su población. Éste se ha caracterizado principalmente por la reducción de la fecundidad y el aumento de la esperanza de vida, lo cual ha conllevado importantes cambios en la estructura etaria de la población.

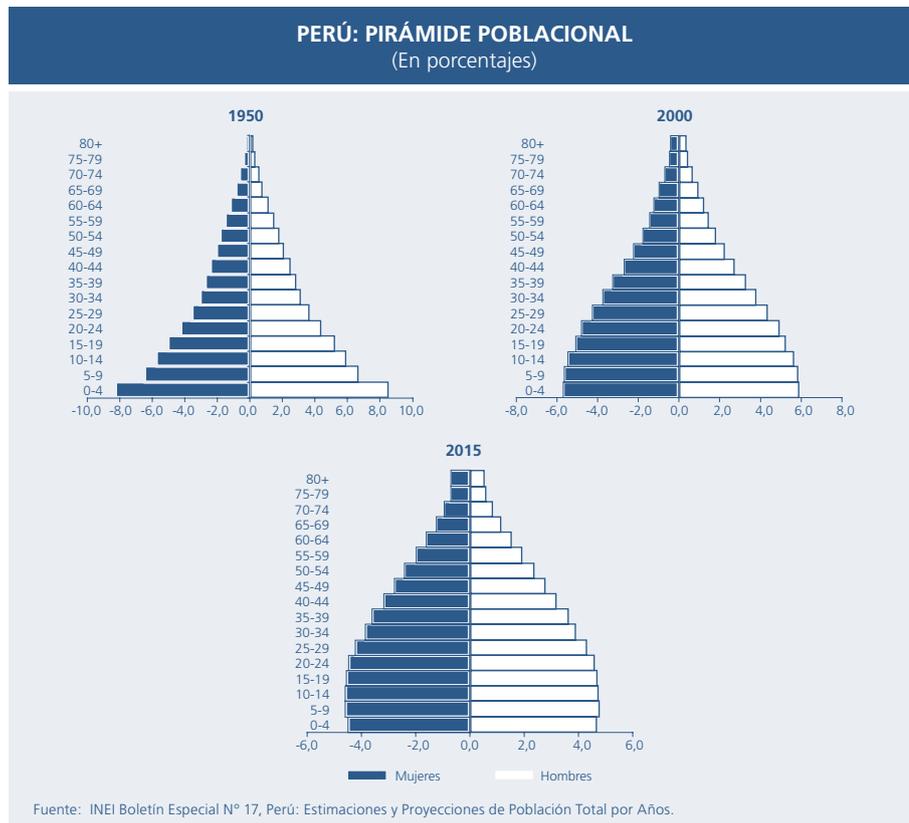
Al inicio, la población estaba caracterizada por altos niveles de mortalidad y fecundidad, lo cual producía bajas tasas de crecimiento poblacional. Así, en 1950 la mortalidad infantil era de 161 por mil nacidos vivos y en promedio una mujer tenía 6,9 hijos. La transición demográfica se inicia con el descenso de la mortalidad, principalmente de la mortalidad infantil. Ésta se redujo 27 por ciento entre 1950 y 1970, y hacia el año 2000 la reducción fue de 79 por ciento, con lo cual se alcanzó niveles de mortalidad infantil de 34 por mil. En 2014 la tasa de mortalidad infantil fue de 17 por mil. La reducción en la mortalidad no vino acompañada de una reducción inmediata en la fecundidad. Es recién a mediados de los años 60 cuando se inicia la reducción de la fecundidad (de 6,8 hijos en el año 1964 a 2,9 hijos en el año 2000 y a 2,5 hijos por mujer en 2014).



La reducción de la mortalidad y fecundidad tiene un impacto en la estructura etaria de la población. La disminución de la mortalidad infantil produce inmediatamente un crecimiento en el grupo poblacional entre 0 y 4 años, quienes luego pasarán a formar parte del grupo entre 5 y 9 años de edad y así sucesivamente. La mejora en las condiciones sanitarias no solo se plasmó en la menor mortalidad infantil, sino también en los otros grupos etarios de modo que se elevó la esperanza de vida. Finalmente, el declive de la fecundidad que se dio posteriormente tiene un impacto en el grupo entre 0 y 4 años de edad, ya que reduce su crecimiento.



Este aumento en la esperanza de vida y los cambios en la composición etaria de la población, se ilustran en el cambio en las pirámides poblacionales desde 1950. Los siguientes gráficos muestran claramente como hemos pasado de ser un país con una amplia base de población infantil en 1950 a tener una pirámide más concentrada en la población adulta en 2015.



Bono demográfico o ventana de oportunidad demográfica

El cambio en la estructura de edades de la población generó un espacio denominado bono demográfico. Este concepto hace referencia a una situación en la cual la proporción de personas en edades potencialmente productivas (entre 15 y 64 años de edad) crece de manera sostenida en relación con la de personas en edades inactivas (menores de 15 y mayores de 65 años de edad), con lo cual la tasa de dependencia, la proporción de personas dependiendo económicamente de aquellos que están en edad de trabajar, desciende para después aumentar como resultado del incremento de la proporción de personas mayores.

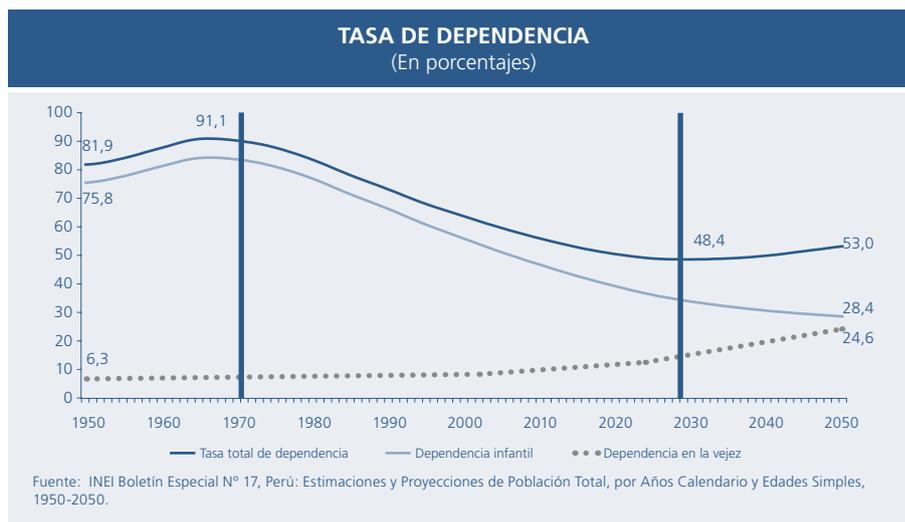
En el Perú, hasta el año 1970 la proporción de la población menor de 15 años y mayor de 64 años mantuvo una tendencia creciente, representando hasta el 47 por ciento de la población total, lo que llevó a tener una tasa de dependencia de 91 por ciento. Es a partir de este año que esta población dependiente va reduciendo su importancia y alcanzaría, según las proyecciones del INEI, su menor nivel (32,6 por ciento) en el año 2030, año en el que la tasa de dependencia alcanzaría su nivel más bajo (48,4 por ciento).

El siguiente gráfico muestra el proceso de cambio de la estructura de edades. Se separa la dependencia demográfica en sus componentes (niñez y adultos mayores). La dependencia infantil desciende desde 1970 y continuará





haciéndolo hasta 2050. Mientras que la dependencia de los adultos mayores tiene una senda creciente, que se acentuará alrededor del año 2030. Estas condiciones generaron un espacio denominado bono demográfico, que en el Perú se inició en el año 1970 y durará hasta el año 2030, cuando la tasa de dependencia comience a subir nuevamente.



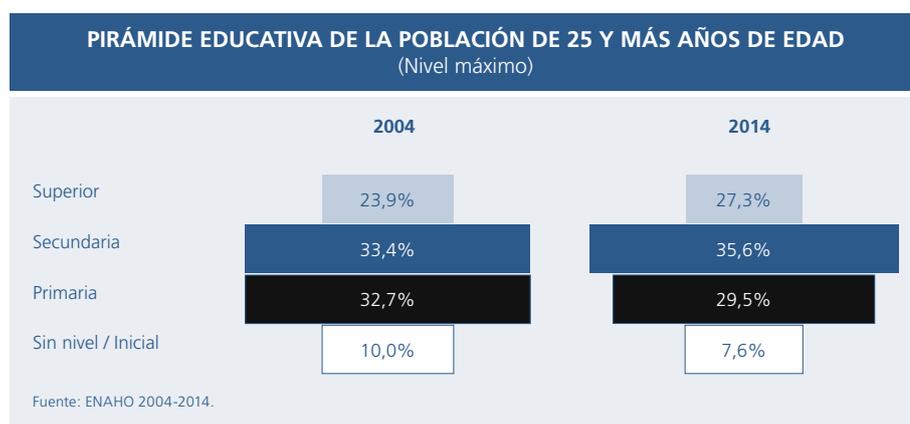
Diferentes estudios señalan que esta reducción en la tasa de dependencia crea una “ventana de oportunidad demográfica” para el desarrollo, debido a la mayor producción que se generaría por contar, temporalmente, con una mayor proporción de personas en edad de trabajar. Un ejemplo es la experiencia del Sudeste Asiático que experimentó un alto crecimiento entre 1960 y 2000.

Empleo

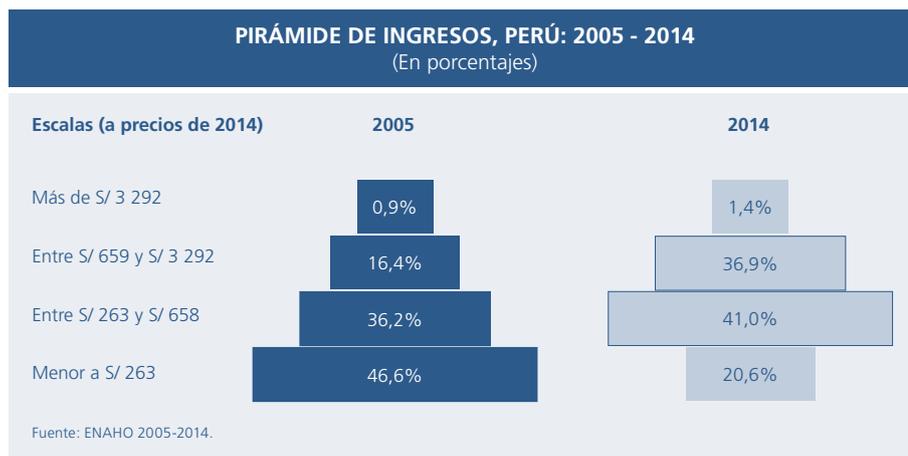
Como señala Saad y otros (2008)¹, los beneficios asociados a este periodo no se dan de manera automática. Éstos están condicionados a la adopción de políticas que incentiven la inversión productiva, que aumenten las oportunidades de empleo y promuevan un ambiente social y económico estable. En particular, señalan, se requieren fuertes inversiones en capital humano, especialmente en la educación de los jóvenes, para que las generaciones mayores sean también cualitativamente más productivas. Es decir, el bono demográfico es una situación en la cual se da una combinación de una fuerza de trabajo amplia, joven y capacitada para el empleo, con una proporción de personas dependientes relativamente pequeña.

En este contexto, Saad resalta que el bono demográfico es una oportunidad para aumentar la inversión en educación, por ejemplo aumentar la inversión en el nivel secundario, debido a los costos sociales de la inserción laboral de jóvenes sin educación secundaria al mercado laboral. En el Perú, el porcentaje de la población en edad de trabajar con solo educación inicial o primaria se ha reducido en 5,6 puntos porcentuales desde el año 2004, aumentando el porcentaje de población con educación secundaria y superior. Sin embargo, es necesario que este incremento en la cobertura sea acompañado también por una mejora en la calidad.

1 Saad Paulo; Miller Tim; Martínez Ciro y Holz Mauricio (2008), Juventud y bono demográfico en Iberoamérica, Santiago de Chile, CEPAL.



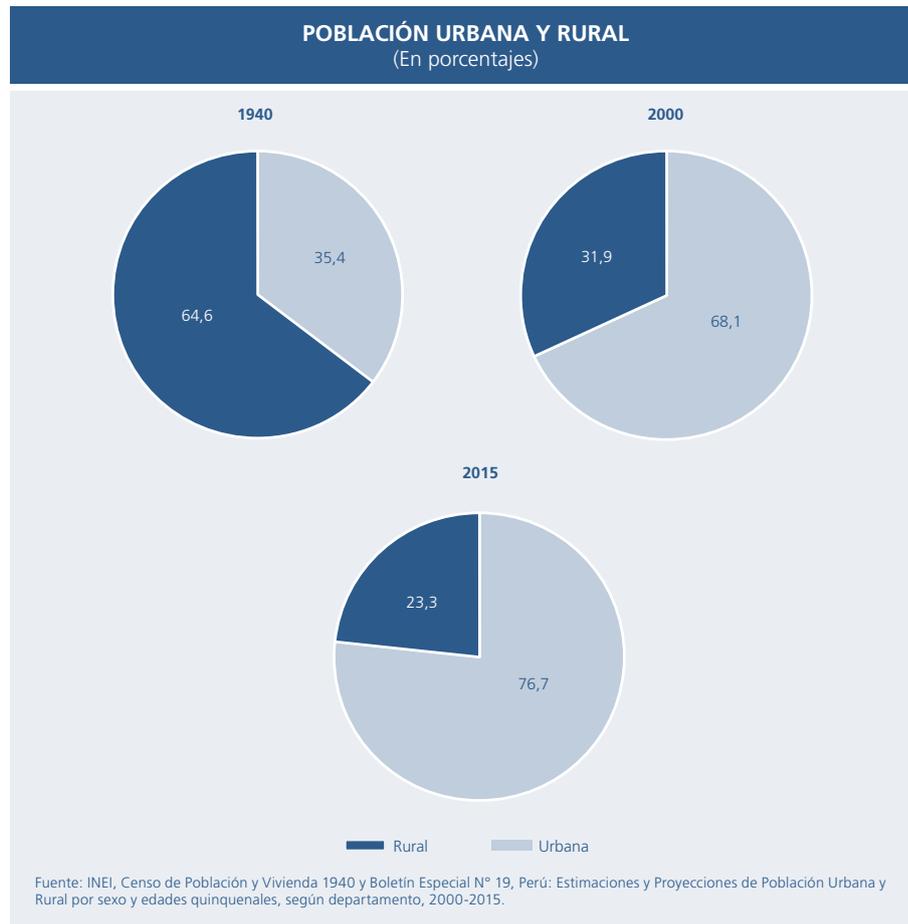
Además, se debe resaltar que en el Perú se ha dado un importante crecimiento de la población con ingresos medios. Usando la definición del Banco Mundial de clase media ², se puede apreciar que este sector de la población ha crecido desde 16,4 por ciento en el año 2005 a 36,9 por ciento en 2014. Este incremento de la población con ingresos medios es un complemento importante para aprovechar el bono demográfico, ya que incrementa la demanda de bienes y servicios asociados al capital humano (salud, educación) que antes estaban fuera de su alcance.



Asimismo, durante las últimas décadas se han generado cambios en la distribución de la población a nivel urbano y rural. De ser un país eminentemente rural en los años 40 (64,6 por ciento de población rural) hoy somos un país preponderantemente urbano, siendo el grado de urbanización de 76,7 por ciento en 2015. La mayor concentración de la población en áreas urbanas permite una mejor y más eficiente provisión de servicios e integración al mercado lo que contribuye a un aumento de la productividad.

2 Los rangos son aquellos propuestos por el Banco Mundial para definir clase baja, vulnerable, media y alta. Los límites fueron establecidos en dólares de paridad de poder de compra correspondientes al año 2005. En 2014, si un hogar no llega a tener ingresos mensuales de S/ 263 por miembro del hogar, se encuentra en la base de la pirámide de ingresos. La clase media corresponde a los hogares que tienen ingresos entre S/ 659 a S/ 3 292 por miembro de hogar.





Quedan aún 14 años hasta el fin del bono demográfico (2030), periodo en el que se estima nacerán 8,4 millones de niños y niñas por lo que aún es posible sacar ventaja de esta ventana de oportunidad. Para aprovechar estos años se necesita:

- Oferta educativa de calidad. La mejora en la productividad laboral y en el crecimiento económico requieren de un incremento efectivo en el capital humano en el corto plazo. Al respecto, el país ha avanzado en los últimos años en incrementar la cobertura de la educación, sin embargo aún se presentan brechas significativas de calidad. Ello se evidencia en los resultados de las pruebas PISA en las que el Perú se encuentra en los últimos lugares, a una distancia considerable de las economías avanzadas. Para ello se requiere mejorar la calidad docente elevando los estándares de formación de nuevos profesores que reemplacen a los que se jubilarán en el futuro cercano y permitir además la incorporación al profesorado a profesionales de otras especialidades que permitan cerrar más rápido la brecha de calidad actual.
- Mejorar la calidad de vida de los recién nacidos, brindándoles programas de nutrición y estimulación temprana, que les permita tener un óptimo desarrollo neurológico. Se deben bajar drásticamente los índices de desnutrición crónica infantil y anemia, usando programas como los micronutrientes que han sido efectivos en el pasado. Esto les permitirá, en los siguientes años, afrontar la educación sin limitaciones.

- Mantener tasas de inversión elevadas. Hasta el año 2030 se incorporarán al mercado laboral un promedio de 250 000 trabajadores por año, lo que requiere una permanente expansión de la actividad económica y la capacidad productiva. Asumiendo una elasticidad empleo producto de 0,4 se requiere tener un crecimiento anual de alrededor del 4,0 por ciento para absorber la nueva oferta laboral.
 - Flexibilizar el mercado laboral. Las oportunidades de crecimiento económico se elevarán en tanto los nuevos trabajadores se integren al sector formal, cuya productividad es sustancialmente mayor al informal. Para ello, no solo se requiere de trabajadores capacitados, sino también que haya la suficiente flexibilidad laboral que incentive a las empresas a contratar nuevos trabajadores. Actualmente, el Perú se encuentra rezagado en los indicadores de flexibilidad laboral de los índices de competitividad internacionales. Esta rigidez laboral desincentiva la contratación y genera un bajo crecimiento de la productividad laboral, pues los trabajadores no se asignan necesariamente donde son más eficientes.
 - Revisar la sostenibilidad de los sistemas de pensiones de reparto. Las proyecciones muestran un progresivo incremento en la población mayor de 65 años. Así, hacia el 2050, este grupo etario representaría el 25 por ciento de la población en edad de trabajar, que representa una carga 2,5 veces mayor que la carga actual, lo que complicaría el financiamiento de las pensiones en base al sistema de reparto, salvo que se incrementen sustancialmente las contribuciones, de otro modo se afectaría la sostenibilidad fiscal.
-





III. Balanza de pagos

Balanza en cuenta corriente

27. Con la información a setiembre, la cuenta corriente registró en los primeros nueve meses del año un déficit de US\$ 6,4 mil millones, ligeramente menor al de similar período en 2014 (US\$ 6,7 mil millones). El efecto de los menores precios de exportaciones observados en 2015 respecto a 2014 (-14,9 por ciento frente a -6,9 por ciento) fue más que compensado por un incremento en el volumen de exportaciones tradicionales (principalmente minería), una menor renta de factores (por la caída de las utilidades) y la disminución de las importaciones de insumos y bienes de capital (reflejo tanto de la menor actividad como de la reducción del precio de petróleo y derivados). Asimismo, el volumen de las exportaciones no tradicionales continuó registrando tasas negativas (destacando la menor demanda de los países de la región).
28. Para el cierre del año **2015** se proyecta un déficit en cuenta corriente de 4,1 por ciento (4,0 por ciento en 2014), mayor al déficit de 3,2 por ciento previsto en el Reporte de setiembre. El deterioro del déficit previsto para el año considera principalmente el impacto de los menores precios que se vienen observando en los mercados de *commodities* durante el último trimestre del año. Hacia adelante, en línea con la previsión de los mercados y teniendo en cuenta los balances de oferta y demanda disponibles para los principales *commodities*, se prevé que los precios de los principales *commodities* se mantendrán alrededor de los niveles actuales observados (por debajo de los previstos en el Reporte previo). Por ello, se ha elevado la proyección del déficit de cuenta corriente en **2016** de 3,1 por ciento a 3,6 por ciento.

Para **2017** se proyecta un fuerte aumento de las exportaciones mineras asociado a los mayores niveles de producción de cobre de importantes minas como Las Bambas y Cerro Verde y un crecimiento ligero de los términos de intercambio (1,7 por ciento), lo que conduciría a una reducción del saldo de la cuenta corriente. Dado lo anterior, se espera que el déficit disminuya respecto al año previo a 2,6 por ciento en dicho año (2,3 por ciento en el Reporte previo).

Cuadro 17
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2014		2015*			2016*		2017	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-6 725	-8 031	-6 419	-6 081	-7 759	-6 222	-7 005	-4 949	-5 347
Porcentaje del PBI	-4,5	-4,0	-4,5	-3,2	-4,1	-3,1	-3,6	-2,3	-2,6
1. Balanza comercial	-1 262	-1 276	-2 777	-2 107	-2 857	-2 036	-2 574	46	-588
a. Exportaciones	29 635	39 533	24 924	33 767	33 708	34 573	33 300	38 904	37 338
b. Importaciones	-30 897	-40 809	-27 701	-35 874	-36 565	-36 609	-35 875	-38 859	-37 926
2. Servicios	-1 309	-1 800	-1 291	-1 755	-1 708	-1 582	-1 458	-1 618	-1 488
3. Renta de factores	-7 276	-9 328	-4 826	-5 636	-6 635	-6 112	-6 560	-7 007	-6 982
4. Transferencias corrientes	3 122	4 374	2 475	3 418	3 441	3 507	3 588	3 631	3 711
Del cual: Remesas del exterior	1 952	2 639	2 003	2 851	2 763	2 924	2 890	3 018	2 978
II. CUENTA FINANCIERA	6 173	5 853	6 280	5 529	8 489	8 222	8 005	5 949	5 847
Del cual:									
1. Sector privado	6 380	5 859	3 897	2 524	4 170	4 214	3 982	4 309	4 183
a. Largo plazo	3 888	6 490	5 971	3 187	6 444	4 214	3 981	4 250	4 183
b. Corto plazo ^{1/}	2 492	-631	-2 074	-664	-2 274	0	0	59	0
2. Sector público ^{2/}	-208	-6	2 384	3 005	4 319	4 008	4 024	1 639	1 665
III. RESULTADO (=I+II)	-552	-2 178	-138	-552	730	2 000	1 000	1 000	500

Nota:

Entrada de capitales externos de largo plazo del

sector privado (% del PBI) ^{3/}

	6,8	7,2	5,4	3,9	5,0	3,8	3,9	3,9	4,0
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

PBI (miles de millones de US\$)

	150,7	202,7	142,3	192,7	191,5	200,5	192,1	215,2	203,2
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

^{1/} Incluye errores y omisiones netos.^{2/} Incluye financiamiento excepcional.^{3/} Incluye Inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

29. Se espera que el financiamiento de largo plazo de fuentes privadas hacia 2017 alcance el 4,0 por ciento del PBI. Este nivel es menor al observado en los últimos años, lo que está asociado por un lado al término del ciclo observado de grandes inversiones mineras en parte como respuesta al fin del período de altas tasas de crecimiento de los precios de las materias primas y, por otro lado, a un escenario de mayores tasas de interés externas en línea con el ajuste que realizó la Reserva Federal en su reunión de diciembre. No obstante, dicho financiamiento continuará excediendo la brecha en la cuenta corriente en el período 2015 - 2017, siendo el principal componente la inversión directa extranjera.





30. La disminución del déficit en cuenta corriente en el periodo 2015-2017 es consistente con una menor participación de la inversión, de 25,8 por ciento en 2014 a 23,9 por ciento del PBI en 2017. La composición de la inversión se orientaría más hacia obras de infraestructura, sin alcanzar las magnitudes de inversión en minería de los años previos. También supone un aumento moderado en el ahorro interno de los sectores público y privado nacionales.

Cuadro 18
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(Porcentaje del PBI)

	2014		2015*			2016*		2017*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	Ri Set.15	Ri Dic.15	Ri Set.15	Ri Dic.15	Ri Set.15	Ri Dic.15
1. INVERSIÓN BRUTA FIJA	25,0	25,8	23,4	24,2	24,0	24,2	23,8	24,2	23,9
2. AHORRO INTERNO NETO 1/	20,5	21,9	18,9	21,1	20,0	21,0	20,1	21,9	21,2
a. Privado	13,6	16,6	14,1	18,1	17,2	18,3	17,8	19,0	18,8
b. Público	7,0	5,2	4,8	3,0	2,8	2,7	2,3	2,9	2,5
3. AHORRO EXTERNO	4,5	4,0	4,5	3,2	4,1	3,1	3,6	2,3	2,6

1/ Excluye variación de existencias.
* Proyección

Balanza comercial

31. Los reportes sobre el comercio global han venido reflejando la dinámica del crecimiento global al señalar que el crecimiento del comercio está muy por debajo de sus niveles previos a la crisis financiera y de sus tasas de crecimiento históricas. Ello se refleja tanto en menores precios (afectados también por las presiones deflacionarias derivadas de la apreciación del dólar y de los precios del petróleo) como en los volúmenes.



32. En el período enero - setiembre del presente año la balanza comercial registró un déficit equivalente a US\$ 2,8 mil millones, mayor al de igual período de 2014. Este resultado refleja una reducción de las exportaciones en 15,9 por ciento, mientras que las importaciones presentaron una contracción del orden del 10,3 por ciento en un escenario de menores términos de intercambio. Las menores ventas al exterior estuvieron principalmente asociadas a la disminución en los precios de productos tradicionales, al que se sumó el efecto de menores volúmenes de productos no tradicionales. Por el lado de las importaciones, la reducción estuvo asociada a la dinámica observada en el período en el consumo e inversión.

Este comportamiento ha sido generalizado en la región, en donde se han observado reducciones tanto en los envíos de productos tradicionales como no tradicionales.





Gráfico 51
VALOR DE EXPORTACIONES EN AMÉRICA LATINA Y CHINA: ENERO - SETIEMBRE 2015
(Variación porcentual)

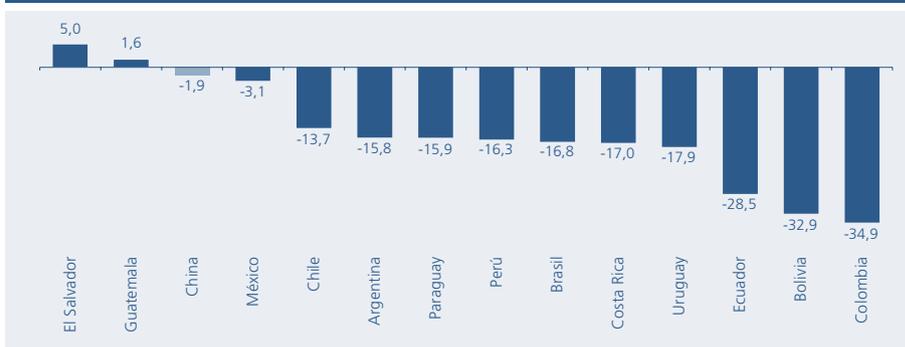
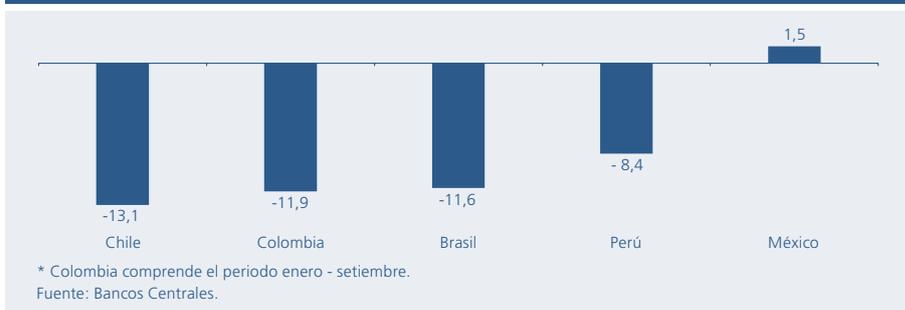


Gráfico 52
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES: ENERO - OCTUBRE 2015*
(Variación porcentual)



Las menores exportaciones del Perú y de América Latina entre enero y setiembre de este año son explicadas por un deterioro de las condiciones externas a nivel global y particularmente de China, más que por la depreciación de sus monedas. En años anteriores el mayor crecimiento de China impulsó la demanda por materias primas y con ello las exportaciones del Perú y de América Latina en general. No obstante, durante el periodo enero - octubre del presente año la balanza comercial registró un déficit de US\$ 2 952 millones, resultado que refleja la reducción de las exportaciones en US\$ 5 121 millones con respecto al mismo periodo del año previo.

Este menor dinamismo de la demanda global se reflejó también en la caída del valor de las exportaciones en diversos países de América Latina.

33. La proyección de la balanza comercial para el año **2015** se ha revisado a la baja, de un déficit de US\$ 2,1 mil millones en el Reporte de Inflación de setiembre a un déficit de US\$ 2,9 mil millones en el presente Reporte en un contexto de menores términos de intercambio. La revisión toma en cuenta el efecto de menores exportaciones no tradicionales asociado a un mayor deterioro previsto de los volúmenes de productos químicos y textiles, y de la menor caída de importaciones de insumos. El efecto

sería parcialmente compensado por mayores volúmenes exportados de productos tradicionales como el cobre y oro.

Para **2016** se espera un déficit comercial ligeramente menor al que se observaría en el presente año, por los mayores volúmenes exportados tanto de productos tradicionales (cobre, principalmente) como no tradicionales.

Se estima que las exportaciones tradicionales aumenten de manera importante en **2017** por el incremento en la capacidad de producción de importantes proyectos de cobre, la estabilización de los precios de los metales que exportamos, los mayores volúmenes de harina de pescado y por mayores exportaciones no tradicionales.

Cuadro 19 BALANZA COMERCIAL (Millones de US\$)									
	2014		2015*			2016*		2017*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
EXPORTACIONES	29 635	39 533	24 924	33 767	33 708	34 573	33 300	38 904	37 338
<i>De las cuales:</i>									
Productos tradicionales	21 009	27 685	17 055	22 492	22 915	22 903	22 289	26 378	25 720
Productos no tradicionales	8 481	11 677	7 804	11 113	10 689	11 470	10 806	12 327	11 413
IMPORTACIONES	30 897	40 809	27 701	35 874	36 565	36 609	35 875	38 859	37 926
<i>De las cuales:</i>									
Bienes de consumo	6 512	8 896	6 414	8 686	8 704	8 992	8 633	9 391	8 988
Insumos	14 403	18 815	12 096	14 733	15 641	14 202	14 220	15 218	15 170
Bienes de capital	9 835	12 913	8 923	11 620	11 791	11 903	11 453	12 736	12 201
BALANZA COMERCIAL	-1 262	-1 276	-2 777	-2 107	-2 857	-2 036	-2 574	46	-588

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Cuadro 20 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales)								
	2014	2015*			2016*		2017*	
		Ene.-Set.	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
1. Valor:								
Exportaciones	-7,8	-15,9	-14,6	-14,7	2,4	-1,2	12,5	12,1
Productos tradicionales	-12,3	-18,8	-18,8	-17,2	1,8	-2,7	15,2	15,4
Productos no tradicionales	5,5	-8,0	-4,8	-8,5	3,2	1,1	7,5	5,6
Importaciones	-3,4	-10,3	-12,1	-10,4	2,0	-1,9	6,1	5,7
2. Volumen:								
Exportaciones	-1,0	-1,1	-1,2	0,2	7,2	5,2	10,0	8,3
Productos tradicionales	-3,2	1,3	-0,9	3,4	8,4	6,1	11,7	10,5
Productos no tradicionales	6,2	-5,5	-2,2	-6,1	4,4	3,4	6,1	4,1
Importaciones	-1,9	-0,8	-3,1	-1,3	2,2	0,8	4,0	3,8
3. Precio:								
Exportaciones	-6,9	-14,9	-13,4	-14,9	-4,5	-6,1	2,3	3,5
Productos tradicionales	-9,4	-19,9	-18,2	-20,0	-5,9	-8,3	2,7	4,4
Productos no tradicionales	-0,7	-2,6	-2,4	-2,6	-1,1	-2,2	1,3	1,4
Importaciones	-1,5	-9,7	-9,4	-9,2	-0,1	-2,7	2,0	1,8

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.





34. Se prevé una disminución de las exportaciones de 14,7 por ciento para el año **2015** (caída de 14,6 por ciento en el Reporte previo), principalmente por menores exportaciones tradicionales. El presente Reporte considera una mayor contracción del volumen de exportaciones no tradicionales para este año, principalmente de productos químicos y textiles, por la desaceleración de América Latina, uno de los principales destinos de venta de dichos productos.

Por su parte, la tasa de crecimiento del volumen de las exportaciones tradicionales para **2015** será mayor a la proyectada en el Reporte de Inflación de setiembre principalmente por los datos observados en el último trimestre en harina de pescado y cobre.

35. En el horizonte de proyección **2016-2017** se estima una recuperación en las exportaciones mineras, principalmente de cobre, reflejando el impacto positivo sobre la producción de dicho metal de la entrada en operación del proyecto Las Bambas, la ampliación de Cerro Verde, la recuperación de las leyes de extracción de Antamina y los mayores niveles de producción de Constancia y Toromocho. Asimismo, se observarán mayores embarques de productos pesqueros, asumiendo la normalización de las condiciones climáticas hacia finales de 2016.

Para **2016** y **2017** se espera que las exportaciones no tradicionales aumenten de manera gradual como resultado de la recuperación de los precios y la mayor demanda, en línea con la recuperación del crecimiento de nuestros principales socios comerciales.



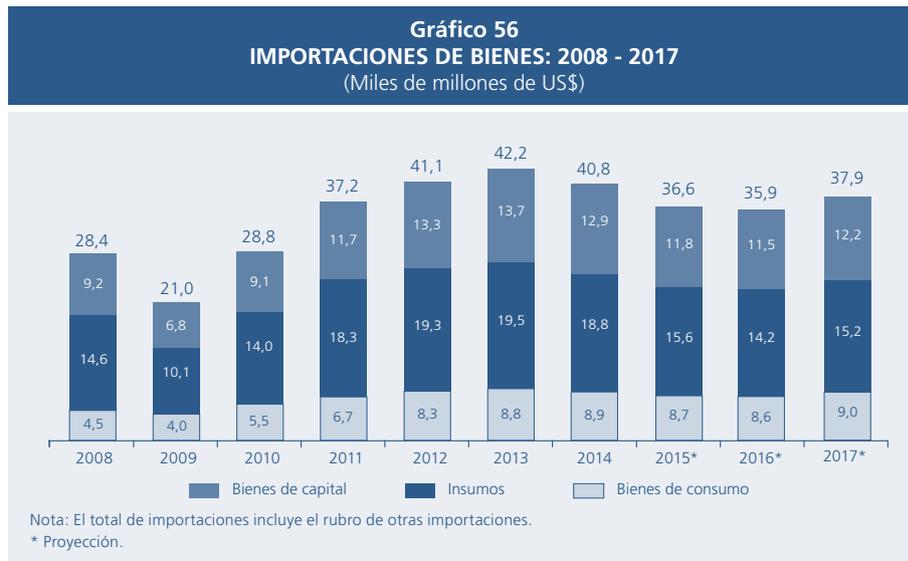
Entre los años 2012 y 2015 el valor de las exportaciones ha disminuido en US\$ 13,7 mil millones, flujo que se explica en un 83 por ciento por la reducción de los precios.



36. Para **2015** se prevé que el nivel de importaciones ascenderá a US\$ 36,6 mil millones, monto superior al previsto en el Reporte de Inflación de setiembre. La revisión al alza refleja principalmente un crecimiento en los volúmenes de insumos industriales (de -3,9 a 1,1 por ciento) y una mayor expansión en el caso del petróleo y derivados (de 9,2 a 13,2 por ciento), en línea con la persistente reducción del precio internacional del petróleo.

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





Términos de intercambio

37. Al mes de octubre de 2015, el índice de términos de intercambio registró un nivel promedio de 92,85, menor en 5,8 por ciento con respecto a similar periodo de 2014. El índice de precios de exportación cayó 14,9 por ciento y el de importaciones en 9,7 por ciento en el mismo periodo.

En términos generales, tanto los precios de exportación como los de importación han registrado tendencias a la baja en lo que va del año, presionados por la apreciación del dólar, los temores de menor demanda de China y la caída de la cotización internacional del petróleo. Sin embargo, los precios más afectados han sido los de exportación por la significativa caída de los precios de los metales industriales y preciosos (cobre, zinc y oro). Por el lado de las importaciones, el petróleo también registró importante caída, en tanto los precios de los alimentos se mantienen presionados a la baja por la abundante oferta global.

En este contexto, se estima que los términos de intercambio disminuyan 5,8 por ciento durante 2015, 4,0 por ciento en 2016 y comiencen a corregir al alza en 2017 a una tasa de 1,7 por ciento.

Existe riesgo tanto a la baja en el precio de factores como al alza de los precios internacionales asociados a un fenómeno de El Niño extraordinario. Por un lado, un invierno más cálido en el hemisferio norte podría reducir la demanda por petróleo lo que generaría mayor acumulación de inventarios y menores precios. Por otro lado, un episodio de inundaciones en Sudamérica podría llevar a pérdidas en cultivos de granos.

Cuadro 21
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO 2013 - 2017
(Datos promedio anuales)

	2013	2014	2015*		2016*		2017*	
			RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
Términos de intercambio	-5,7	-5,4	-4,4	-5,8	-4,5	-4,0	0,2	1,7
Precios de Exportaciones	-5,7	-6,9	-13,4	-14,6	-4,5	-6,4	2,3	3,5
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	332	311	252	251	234	215	237	216
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	87	98	90	88	83	75	84	77
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	97	95	82	81	79	75	80	77
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 411	1 266	1 163	1 161	1 126	1 075	1 137	1 083
Precios de Importaciones	0,1	-1,5	-9,4	-9,4	-0,1	-2,5	2,0	1,8
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	98	93	50	49	48	46	52	49
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	266	243	191	187	193	182	211	203
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	235	155	143	141	155	149	163	159
<i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i>	992	812	668	662	626	623	645	644

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

Cabe precisar que los términos de intercambio se encuentran alrededor de 60 por ciento por encima de los registrados en 2001, año tras el cual se inicia un *boom* de precios.

Gráfico 57
ÍNDICES DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: ENERO 2001 - OCTUBRE 2015
(2001=100)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 58
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001 - 2017
(Variaciones porcentuales)



* Proyección.
Fuente: BCRP.



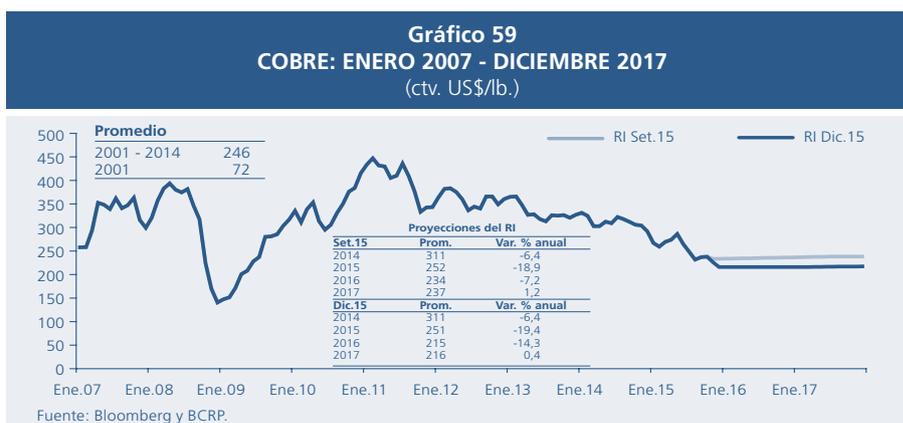


Cobre

38. El precio del **cobre** se redujo 25,2 por ciento en los primeros once meses de 2015, cerrando noviembre con una cotización promedio mensual de US\$/lb. 2,18. El cobre disminuyó rápidamente hasta alcanzar un mínimo de US\$/lb. 2,083 el 7 de diciembre.

Las presiones a la baja se explican por las perspectivas de una menor demanda, en particular por la fuerte desaceleración de la demanda de China y la reducción de la demanda de Japón y Estados Unidos. El rápido ajuste en el consumo de cobre de China se asoció principalmente a la menor inversión en sectores clave para la demanda, como el inmobiliario y el de redes eléctricas. La actividad inmobiliaria se vio afectada por la reversión de la burbuja en este sector, mientras que la inversión en redes se vio estancada por las investigaciones de corrupción a las empresas de energía eléctrica. La contracción en la demanda fue acompañada con un incremento en la producción de cobre, a pesar de los recortes de la producción de mina anunciados por las principales empresas ante la caída de los precios. Ello se reflejó en un incremento en los inventarios mundiales.

Para el horizonte de proyección se estima que la demanda proveniente de China se revise a la baja por menores perspectivas de crecimiento. Adicionalmente, se estima también mayor disponibilidad de oferta, debido al inicio de producción de mega proyectos a partir del próximo año. En especial, se espera crecimiento en la producción en los próximos dos años, proveniente de proyectos en Perú y Zambia, principalmente. En línea con estos desarrollos, se revisa a la baja los precios del cobre en el horizonte de proyección.



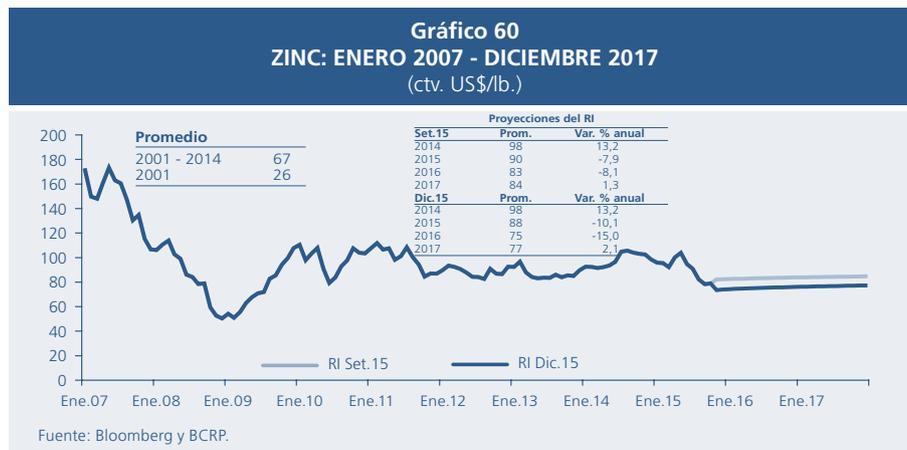
Se mantienen perspectivas de recuperación moderada asociada a la probable recuperación de la demanda china debido a las medidas de estímulo que irá implementando el gobierno. En especial es clave el apoyo a la expansión del crédito para la actividad industrial y el incremento de la inversión en infraestructura en el

sector eléctrico. También es probable que se produzcan mayores recortes de oferta para equilibrar el mercado, como el anunciado recientemente en China por las principales empresas productoras de cobre refinado para 2016. Los riesgos a la baja están asociados a la posibilidad que el consumo de cobre de China continúe deteriorándose y que la Fed sea más agresiva en el ciclo de elevación de su tasa de interés.

Zinc

39. El precio promedio del **zinc** disminuyó 27,1 por ciento en los primeros once meses del año, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/lb. 0,72 en noviembre de 2015. Cabe señalar que la caída de la cotización del zinc se acentuó en noviembre, con lo que el precio se redujo desde un máximo de US\$/lb. 1,09 el 6 de mayo, hasta un mínimo de US\$/lb. 0,67 el 19 de noviembre.

Esta corrección del precio se sustentó en la caída de la demanda global del zinc, principalmente en los mercados de Estados Unidos y China. Gran parte de la reducción del consumo se debe al menor uso de zinc para galvanizar el acero, asociado a la menor demanda de los sectores de construcción y vehicular, y a la sustitución del zinc por otros métodos para impedir la corrosión del acero. La caída de la demanda global de zinc refinado se produce en un contexto de un superávit de oferta global en los primeros nueve meses del año³. Sin embargo, los recortes de oferta anunciados recientemente, sumado al cierre de las minas Century en Australia y Lisheen por el fin de su vida útil, presionaría al mercado cuando la demanda empiece a estabilizarse.



En este contexto, se revisó a la baja el precio de zinc en el horizonte de proyección debido a la mayor debilidad de la demanda mundial. La proyección presenta riesgos

3 El Grupo de Estudio Internacional del Zinc y el Plomo (ILZSG por sus siglas en inglés) reportó un superávit de oferta global de 188 mil toneladas en los primeros nueve meses del año debido al estancamiento de la demanda mundial, en especial la desaceleración de la demanda china.





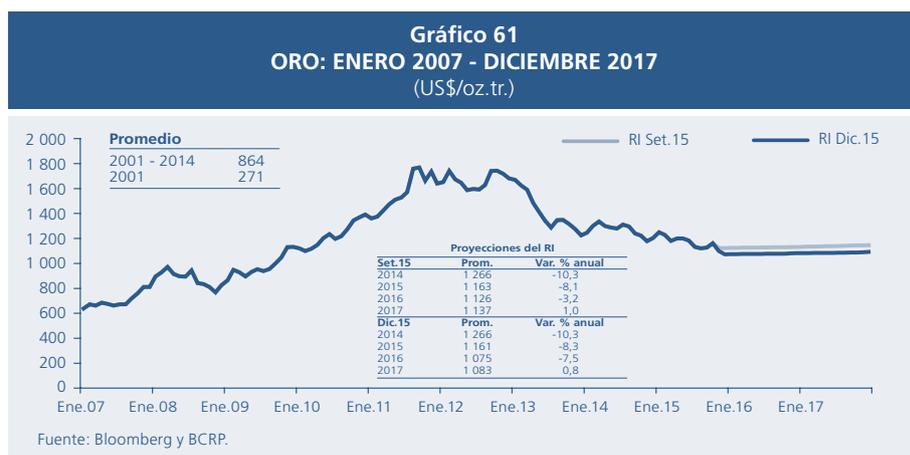
a la baja asociados a una desaceleración mayor de la economía china, mientras que los riesgos al alza están relacionados a una rápida recuperación del consumo global en un contexto de recortes en la oferta por el cierre de grandes minas.

Oro

40. La cotización del **oro** se redujo 9,6 por ciento en los primeros once meses de 2015, cerrando noviembre con una cotización promedio mensual de US\$/oz.tr. 1 086. La tendencia descendente se acentuó en noviembre cuando alcanzó su nivel mínimo en el año de US\$/oz.tr. 1 057,4 el 27 de dicho mes.

En los últimos tres meses, el precio del oro mantuvo su tendencia descendente presionado por las expectativas que la Fed inicie el proceso de alza de sus tasas de interés. Este temor se asoció a que el oro no genera rendimiento, y favorezca a los activos invertidos en dólares. Además, la presión depreciatoria de las monedas de las economías emergentes afectó su demanda. Asimismo, los temores deflacionarios asociados a la caída del precio del petróleo redujeron el atractivo del oro como activo de cobertura de la inflación. Aunque la caída fue limitada por la recuperación la demanda física de este metal en el tercer trimestre del año.

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



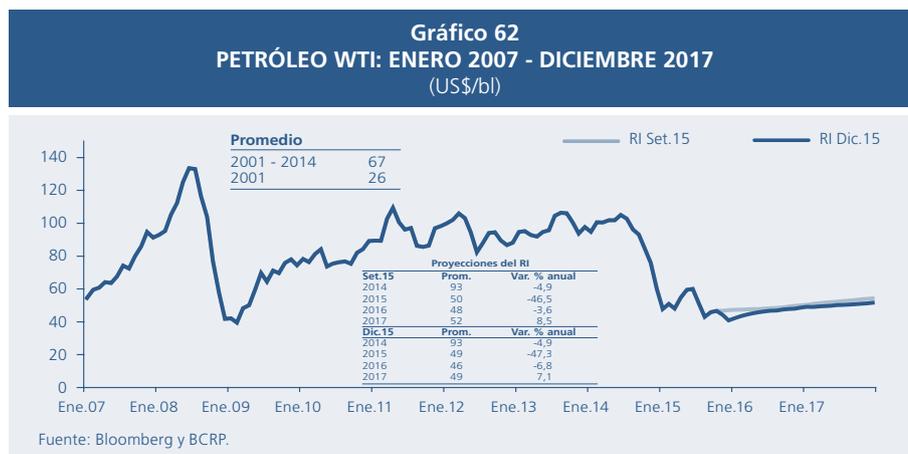
Petróleo

41. El precio del **petróleo** WTI se redujo 28,6 por ciento en los primeros once meses de 2015, promediando una cotización mensual de US\$/bl. 42,7 en noviembre.

Este comportamiento descendente se asoció al exceso de oferta global de crudo, en respuesta, principalmente al crecimiento en la producción global. Los países miembros de la OPEP continúan produciendo sobre su cuota acordada, compitiendo por mantener su participación de mercado. El objetivo de esta estrategia es que sean los productores de mayores costos los que reduzcan su oferta, principalmente los productores de petróleo no convencional. De otro lado, alguno de los países no miembros de la OPEP mantienen su producción al alza, como en el caso de Rusia; contrarrestando parcialmente la caída de la producción de países de altos costos como Canadá. Por su parte, la demanda se ha incrementado en respuesta a los bajos precios, aunque a un ritmo menor al crecimiento de la oferta.

Este superávit se tradujo en un incremento de los inventarios globales de crudo. La Administración de Información de Energía de Estados Unidos estima que los inventarios continuarán aumentando incluso a inicios de 2016, aunque a un ritmo menor.

En este contexto, se revisa a la baja la proyección del precio del petróleo WTI respecto al reporte de inflación previo. Sin embargo, se mantienen elevados los factores de riesgo, tanto a la baja como al alza. Los riesgos a la baja se asocian a un rápido retorno de la producción de Irán al mercado; la posibilidad que la demanda se reduzca por un invierno con temperaturas más altas por el Fenómeno del Niño; la posibilidad que la producción de Estados Unidos no se reduzca lo estimado; y que el consumo de China disminuya. Entre los riesgos al alza, destaca una reducción rápida de la producción en los países no miembros de la OPEP, lo que se refleja en la reducción del número de plataformas petroleras.



Maíz

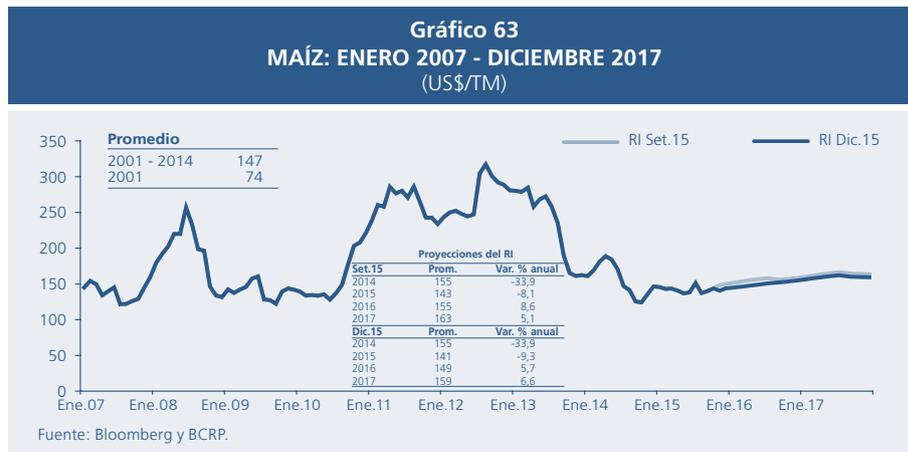
42. En noviembre, la cotización internacional promedio del **maíz** fue de US\$/TM 140,9 mayor en 2,6 por ciento al cierre promedio de agosto 2015 con lo que acumula una disminución de 4,1 por ciento en el año.





La recuperación parcial del maíz se debe a los pronósticos de una menor cosecha para la campaña 2015/2016 por parte del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) en octubre (debido a una reducción de la superficie estimada). Sin embargo, en noviembre esta evolución se vio compensada por el buen ritmo de avance de las cosechas de EUA que permitió un mercado bien abastecido y por una menor demanda estimada de la industrial del etanol.

Considerando lo anterior, se estima que el precio del maíz se cotice a niveles por debajo a los del Reporte de Inflación previo. Esta proyección es consistente con las expectativas de una menor demanda por parte de China.

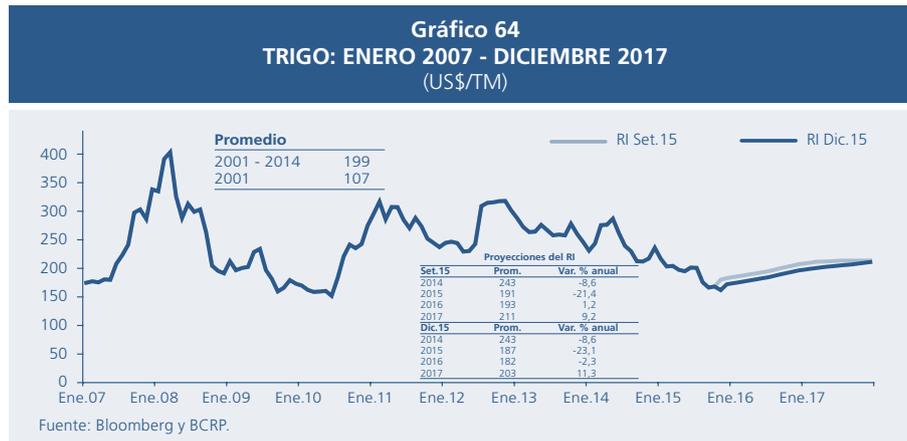


Trigo

43. Al mes de noviembre, el precio internacional del **trigo** registró una caída de 9,3 por ciento respecto a agosto y cerró con un nivel promedio de US\$/TM 154,9. Con ello, el trigo acumula una pérdida de 33,1 por ciento en el año.

La cotización del trigo cayó principalmente tras las publicaciones del informe de oferta y demanda mundial de USDA de los meses de octubre y noviembre donde se confirmó niveles récord de inventarios finales globales, además de menores importaciones de China de trigo desde EUA respecto al año previo. Otros factores bajistas fueron las lluvias sobre la parte sur de las planicies en EUA que favorecían el desarrollo de estos cultivos y la apreciación del dólar respecto al euro que reduce la competitividad de exportadores estadounidense respecto a sus pares europeos.

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

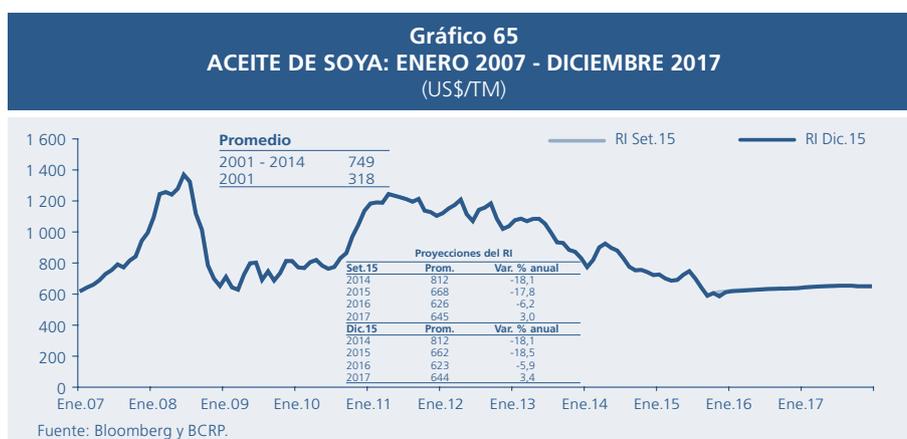


Aceite de Soya

44. La cotización promedio de noviembre del **aceite de soya** fue US\$/TM 579,0, nivel inferior en 8,2 por ciento al promedio del mes de agosto 2015 y acumula una caída de 18,7 por ciento en el año.

El precio internacional del aceite de soya se vio afectado por los menores precios del petróleo y por temores sobre una menor demanda de China, además de un buen desarrollo de los cultivos en EUA y América del Sur (expectativas de cosecha récord en Brasil). Otro factor que presionó los precios a la baja fue los pronósticos de una mayor cosecha para la nueva campaña (el USDA estima un nuevo récord de 108,35 millones de TM).

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



**Financiamiento externo**

45. El flujo neto de financiamiento externo privado de largo plazo alcanzará US\$ 6,4 mil millones en **2015**, contándose como inversiones en el exterior por parte de residentes un total de US\$ 2,0 mil millones y como inversiones en el país por parte de no residentes US\$ 8,5 mil millones. Este nivel de financiamiento neto es mayor al estimado en el Reporte de Inflación previo. La revisión considera principalmente mayores flujos de inversión extranjera directa.

Para el horizonte **2016-2017** se proyecta una entrada neta de capitales de largo plazo más gradual respecto a lo proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre, totalizando flujos netos positivos de US\$ 4,0 mil millones (2,1 por ciento del PBI) y US\$ 4,2 mil millones en cada año (2,1 por ciento del PBI), respectivamente. La proyección para este período considera un escenario de aumento gradual de las tasas de interés internacionales en los siguientes años.

Cuadro 22
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2014		2015*			2016*		2017*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
A. LARGO PLAZO	3 888	6 490	5 971	3 187	6 444	4 214	3 981	4 250	4 183
Porcentaje del PBI	2,6	3,2	4,2	1,7	3,4	2,1	2,1	2,0	2,1
1. ACTIVOS	-3 634	-4 548	-1 199	-2 366	-2 045	-1 492	-1 516	-2 611	-2 374
2. PASIVOS	7 522	11 038	7 170	5 553	8 490	5 707	5 498	6 861	6 557
Inversión directa extranjera									
en el país	5 377	7 885	6 578	5 935	7 879	4 867	4 625	4 930	4 847
Sector no financiero	1 731	3 023	1 369	-37	1 388	839	872	1 931	1 709
Préstamos de largo plazo	559	1 078	1 657	185	1 693	-573	-498	180	15
Inversión de cartera	1 172	1 945	-288	-222	-305	1 412	1 370	1 751	1 695
Sector financiero	414	131	-777	-343	-777	0	0	0	0
Préstamos de largo plazo	-312	-593	-772	-338	-768	-500	-500	-550	-550
Inversión de cartera	726	723	-5	-5	-9	500	500	550	550
B. CORTO PLAZO ^{1/}	2 492	-631	-2 074	-664	-2 274	0	0	59	0
C. SECTOR PRIVADO (A + B)	6 380	5 859	3 897	2 524	4 170	4 214	3 982	4 309	4 183

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

46. El flujo positivo que se espera en la **cuenta financiera del sector público** para los siguientes 3 años (cerca de US\$ 10,0 mil millones) refleja importantes desembolsos destinados a financiar diversos proyectos de inversión como la ampliación de la Refinería de Talara y el desarrollo de la Línea 2 del Metro de Lima en ese período, así como las necesidades de financiamiento del fisco.

47. A finales de 2014, el endeudamiento externo del sector privado representó 16,6 por ciento del PBI, mientras que el del sector público fue equivalente a 11,8 por ciento del producto. Se espera que la deuda externa se mantenga estable en el horizonte de proyección con una mayor preferencia de los agentes económicos por financiamiento en moneda nacional.
48. 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 23
INDICADORES DE COBERTURA DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

Como porcentaje de:	2005	2010	2015*
PBI	19,0	29,7	32,5
Deuda externa de corto plazo ^{1/}	292,7	506,9	575,2
Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	385,5	360,2	335,2

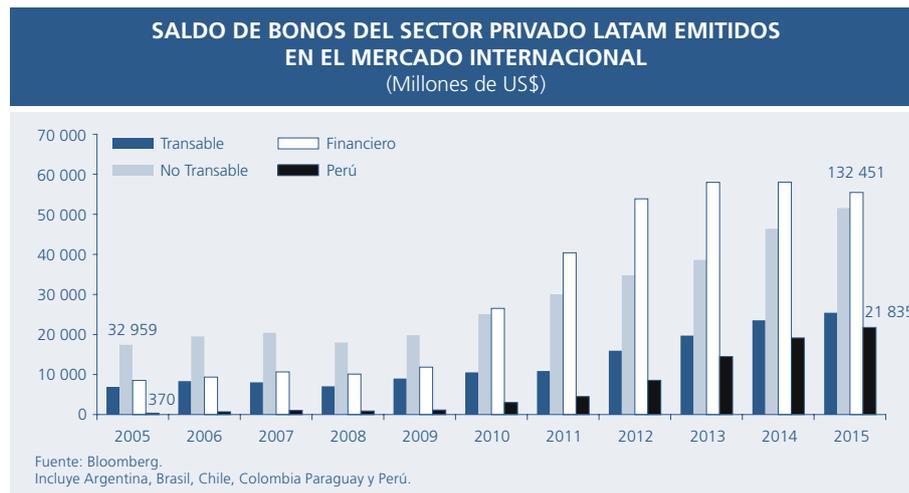
1/ Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector privado y público.
* Proyección.





Recuadro 3 TENDENCIAS RECIENTES DE LAS EMISIONES DE BONOS DE EMPRESAS LATINOAMERICANAS EN EL EXTERIOR

Uno de los efectos de las políticas de expansión cuantitativa llevadas a cabo por los bancos centrales de economías desarrolladas entre 2010 e inicios de 2013, ha sido el rápido incremento en los flujos de capitales hacia las economías emergentes bajo la forma de demanda de bonos del sector privado⁴. En este recuadro se describe la reciente evolución de estas emisiones de bonos para un grupo representativo de economías de América Latina (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Paraguay y Perú⁵), y se analizan los estados financieros de las empresas no financieras emisoras con el objetivo de identificar un potencial efecto sobre los balances de estas empresas por la mayor volatilidad cambiaria observada a partir de mayo 2013.



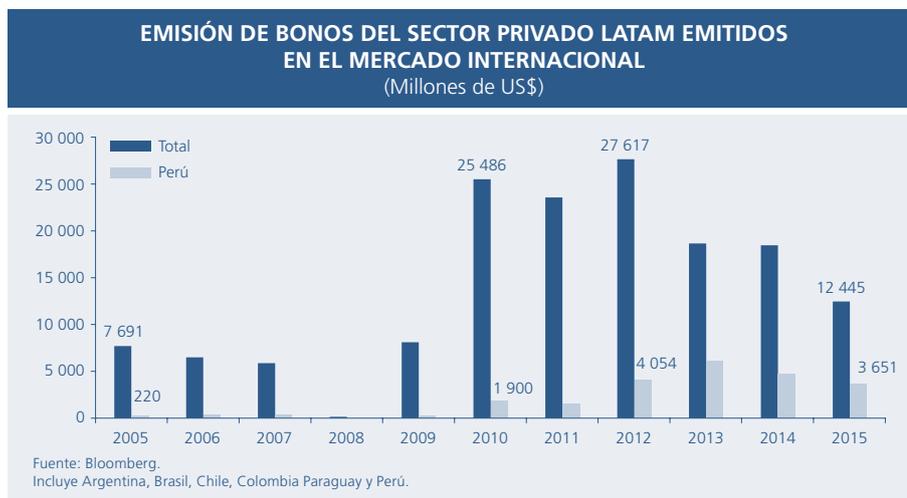
Para este grupo de países se observa un incremento en el saldo de bonos emitidos en el exterior de empresas financieras y corporaciones desde US\$ 32 959 millones en 2005 hasta el saldo actual de US\$ 132 451 millones. En términos de emisiones anuales, el mayor dinamismo comienza en el año 2010, principalmente por el dinamismo en las emisiones de empresas brasileñas, en línea con el resto de mercados emergentes⁶. Las empresas brasileñas y chilenas destacan como los principales ofertantes de bonos en los últimos 10 años (48 y 21 por ciento, respectivamente). Sin embargo, desde el año 2012 se ha observado una participación creciente de empresas peruanas que usan el mercado externo para financiamiento de sus actividades (desde 14 por ciento del total de las emisiones en 2012 hasta 29 por ciento en 2015).

4 Ver Lo Luca et al (2014) para un análisis contra factual que muestra que la emisión de bonos en las economías emergentes habría sido la mitad de lo observado sin los programas de flexibilización cuantitativa implementados en las economías desarrolladas.

5 Empresas en Bolivia, Ecuador, Uruguay y Venezuela aún no han obtenido financiamiento mediante bonos en el mercado externo.

6 Ver Branimir Gruic y Philip Wooldridge (2013), "Who is Issuing international bonds denominated in emerging market currencies", BIS.

La tendencia presentada reflejaría los cambios en las condiciones financieras globales, altamente expansivas hasta abril 2013, que han permitido que las empresas latinoamericanas accedan a un financiamiento externo con condiciones muy favorables (en términos de las tasas de rendimiento exigidas por los inversionistas y tamaño de las emisiones), pero también una mejor percepción en los fundamentos económicos de los países de la región que permitieron el desarrollo observado, como por ejemplo, mejor calificación de riesgo país, y tasas de crecimiento elevadas para las economías de la región, en particular hasta 2013.



Además de las características antes mencionadas, la mayoría de las emisiones se ha realizada a tasa cupón fijo (86 por ciento), limitando el impacto en el costo financiero para las empresas de cambios futuros en las tasas de interés internacional. Asimismo, las empresas emisoras presentan calificaciones crediticias altas (67 por ciento de los bonos emitidos presenta un rating superior a BBB de acuerdo a Fitch); las emisiones cuentan con opciones de recompra incluidas que permiten a los emisores pagar la deuda de forma anticipada cuando las condiciones de mercado le permitan acceder a una tasa de financiamiento menor.

Una característica importante, que limita el riesgo de re-financiamiento en este segmento del mercado de bonos es el plazo de estas emisiones, que se ha incrementado de 8 a 12 años entre los años 2004 y 2015. Asimismo, una parte importante de las emisiones cuentan con fondos de amortización que aseguran el pago del capital a los bonistas.

En el caso particular de las emisiones de bonos de empresas peruanas, otro factor que limita el riesgo de este mercado es que la mayoría de vencimientos están distribuidos a partir del año 2020, por lo que en el corto plazo, la potencial presión de refinanciamiento es baja. Además se debe tener en cuenta que, de acuerdo a una encuesta reciente elaborada por el BCRP, una parte importante de los recursos recibidos por la emisión de bonos se usaron en la ejecución de proyectos de inversión y el reperfilamiento de deuda. El 48 por ciento se destinó a complementar IDE (US\$ 5 300 millones), el 40 por ciento al reperfilamiento de deuda (US\$ 4 417 millones), el 6 por ciento a inversiones en el exterior (US\$ 625 millones) y el restante 6 por ciento a otras inversiones (US\$ 611 millones). Así, en el caso del Perú, la tendencia de crecimiento de la emisión de bonos en el exterior no generó un incremento significativo en el apalancamiento de las empresas emisoras.




PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS EMITIDOS EN EL MERCADO EXTERNO
 (Porcentaje de la Emisión Anual Total)

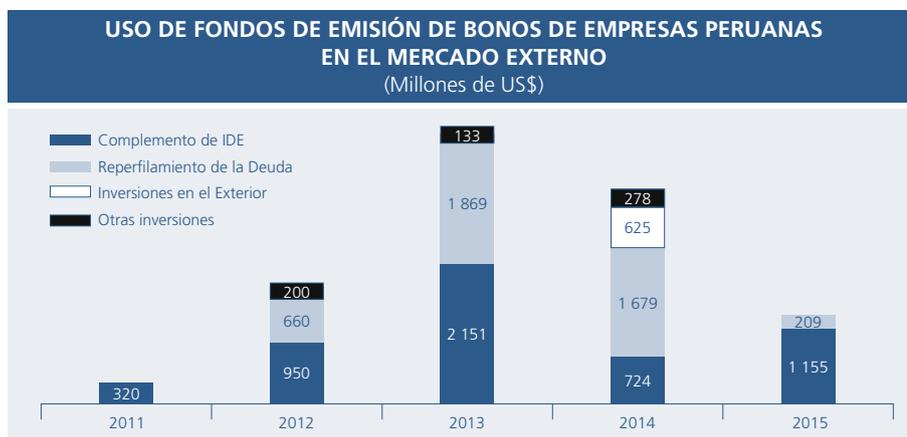
	2013		2014		2015	
	LATAM	Perú	LATAM	Perú	LATAM	Perú
Moneda						
Moneda Extranjera	93	94	92	100	98	93
Moneda Local	7	6	8	0	2	7
Tasa Cupón	4,7	4,8	5,4	5,9	5,5	5,6
Spread con Treasury	258	175	260	383	296	319
Sector*						
Transable	27	31	23	19	29	86
No Transable	34	40	56	55	56	6
Financiero	39	29	21	27	15	8
Tasa Cupón						
Fija	96	100	94	87	92	94
Flotante (inc. Escalonada)	4		6	13	8	6
Plazo Original						
<5 años	22	100	18	11	14	
6-10 años	69		54	46	53	21
11-20 años	6		22	23	16	33
>20 años			5	20	17	47
Perpetuidad	2					
Calificación Crediticia						
Grado de Inversión	76	82	79	63	79	100
Grado Especulativo	24	18	21	37	21	
Garantía						
Gantizado (Secured)	1	2	13	25	13	6
No Garantizado (Unsecured)	93	95	83	58	79	94
Subordinado	6	3	4	17	8	0
Opción de Recompra						
Bono Redimible (Callable)	77	85	81	89	65	93
Bono No Redimible (Non Callable)	23	15	19	11	35	7
Fondo de Amortización (Sinkable)	8	26	30	26	12	6

*Sector Transable: Alimentos, agroindustrial, bebidas, calzado, celulosa, industrial, minería, papel, pesca, químico farmacéutico y textil. Sector No Transable: automotriz, autopartes, cemento, construcción, comunicaciones, comercio, entretenimiento, energía, electrónica, equipo, logística, máquinas, retail, turismo, transporte y telecomunicaciones.

**USO DE FONDOS DE EMISIÓN DE BONOS DE EMPRESAS PERUANAS
EN EL MERCADO EXTERNO**
 (Millones de US\$)

Uso	2011	2012	2013	2014	2015	Total	
						Mill.	%
Complemento de IDE	320	950	2 151	724	1 155	5 300	48
Reperfilamiento de la Deuda		660	1 869	1 679	209	4 417	40
Inversiones en el Exterior				625		625	6
Otras Inversiones		200	133	278		611	6
	320	1 810	4 153	3 306	1 364	10 953	100

Fuente: Encuesta BCRP.



Sin embargo, una vulnerabilidad que requiere ser monitoreada constantemente, es el potencial impacto de la depreciación del tipo de cambio sobre la posición financiera de las empresas emisoras, dado que el 93 por ciento de las emisiones se han realizado en US dólares, y un 25 por ciento de empresas emisoras operan en el sector no transable de la economía, por lo que enfrentan efectos hoja de balance negativos ante depreciaciones del tipo de cambio real, y que de no estar protegidos contra el riesgo cambiario, mediante instrumentos financieros, podrían elevar su apalancamiento y reducir su rentabilidad en caso de una depreciación mayor o más rápida del sol.

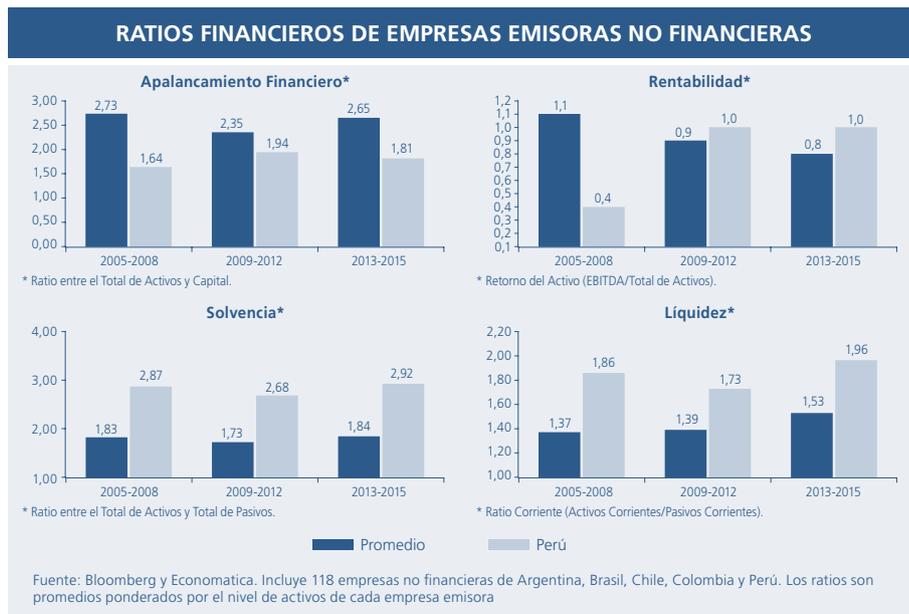
A continuación se presentan cuatro indicadores financieros para 118 empresas no financieras de los países antes mencionados, que emitieron bonos en el mercado financiero internacional con el objetivo de analizar si la depreciación de las monedas de la región y el mayor riesgo país que se observa en los últimos dos años en los mercados financieros internacionales han afectado estos estados financieros. Como se observa en el siguiente cuadro, de los cuatro indicadores analizados, el indicador de rentabilidad, es el que mayor reducción ha mostrado en promedio para la región⁷, mientras que el ratio de apalancamiento financiero ha mostrado una reducción más moderada. En el caso del

7 Se consideran los ratios promedio ponderado por el nivel de activos previo al periodo de la crisis *subprime* (2005-2008) y el periodo de mayor crecimiento de las emisiones en el mercado externo (2009).





Perú, sin embargo, estos indicadores muestran mejor posición financiera y menor deterioro en los últimos años. Por ejemplo, el indicador de apalancamiento de las empresas peruanas emisoras está por debajo que del resto de países, y ha mostrado un incremento marginal desde 2009, lo que denota un menor nivel de riesgo de no pago. Asimismo, el indicador de rentabilidad, calculado como el EBITDA respecto al total de activos, y los indicadores de liquidez y el de solvencia, son mejores en el caso del Perú, y no se han deteriorado significativamente, lo que denota una fortaleza relativa mayor de este segmento del mercado de crédito en el Perú, respecto al resto de la región.



El análisis previo sugiere que a pesar del incremento observado en la emisión de bonos corporativos en los mercados financieros internacionales, este segmento no representa una fuente de riesgo significativa. Por un lado, esta emisión de bonos ha permitido a sus emisores acceder a deuda de largo plazo y a tasas fijas bajas, y a la vez les ha permitido acceder a una base más diversificada de inversionistas. Han sido también las empresas con mejor calificación de riesgo y de mayor tamaño las que han accedido al mercado de capitales internacional⁸. Por otro lado, a pesar del importante ajuste en los tipos de cambio en la región, y la mayor volatilidad observada en los mercados financieros internacionales, no se ha observado un deterioro significativo en la situación financiera de las empresas emisoras, en particular en el caso de las empresas emisoras peruanas.

Estos resultados, sin embargo, en un escenario de riesgo podrían cambiar a futuro, de acentuarse la depreciación del tipo de cambio, o el endurecimiento de las condiciones financieras externas. Por ello, resulta fundamental evaluar constantemente la evolución de las coberturas de riesgo cambiario de las empresas emisoras, y sus vínculos con el sistema financiero, para poder anticipar potenciales efectos contagio, vía efectos negativos de una depreciación mayor en el tipo de cambio, o a través de los mecanismos tradicionales de crédito y de depósitos, como a través del mercado de derivados. Ello con el objetivo de tomar acciones preventivas que reduzcan la probabilidad de estrés en el sistema financiero a partir de la dinámica de los mercados asociadas a las emisiones de bonos antes mencionadas.

Así, durante este año algunas empresas locales han recomprado parte de la colocación de bonos en el exterior, mediante la emisión de bonos en moneda nacional.

8 Los activos de las empresas no financieras emisoras se han incrementado de US\$ 811 780 millones en el año 2008 a US\$ 1 567 389 millones en el año 2015.

IV. Finanzas públicas

Resultado económico

49. El resultado económico del sector público no financiero en el periodo enero-setiembre de 2015 fue equivalente al 0,8 por ciento del PBI, superávit menor al registrado en similar periodo del año 2014 (2,3 por ciento del PBI). Si bien, al comparar ambos periodos, se observa una desaceleración bastante marcada del gasto público, también los ingresos muestran un deterioro importante. La evolución de los ingresos se explica en parte por el impacto de las medidas tributarias puestas en marcha durante el año, pero también por la caída de los precios de minerales e hidrocarburos, y la desaceleración de la economía. Así, los ingresos del gobierno general se redujeron en 2,2 puntos porcentuales respecto al registrado a setiembre de 2014. Por su parte, el gasto no financiero ascendió a 18,7 por ciento del producto, menor en 0,6 punto porcentual al registrado a setiembre de 2014, debido a menores gastos de capital que se compensaron parcialmente con un mayor gasto corriente.

Cuadro 24
SECTOR PÚBLICA NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2014		2015*			2016*		2017*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
1. Ingresos corrientes del gobierno general ^{1/}	22,6	22,2	20,4	20,0	20,0	20,0	19,8	20,0	19,6
<i>Variación % real</i>	3,1	2,4	-7,8	-7,7	-8,0	3,5	2,2	4,3	4,2
2. Gastos no financieros del gobierno general ^{2/}	19,3	21,5	18,7	21,3	21,2	21,5	21,3	21,2	21,0
<i>Variación % real</i>	9,0	7,3	-0,7	1,4	0,3	4,4	4,3	3,3	3,6
<i>Del cual:</i>									
Gasto corriente	14,3	15,6	14,5	15,8	16,0	16,0	16,0	15,6	15,7
<i>Variación % real</i>	12,0	10,6	3,3	4,4	4,7	4,3	4,0	2,1	2,6
Formación bruta de capital	4,5	5,5	3,6	4,9	4,6	4,9	4,7	5,1	4,8
<i>Variación % real</i>	-1,0	-0,2	-18,2	-9,6	-15,1	5,1	5,9	7,3	7,3
3. Otros	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	3,4	0,7	2,0	-1,2	-1,0	-1,5	-1,6	-1,3	-1,4
5. Intereses	1,1	1,1	1,2	1,0	1,0	1,2	1,3	1,3	1,3
6. Resultado económico	2,3	-0,3	0,8	-2,2	-2,1	-2,7	-2,9	-2,6	-2,7

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

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

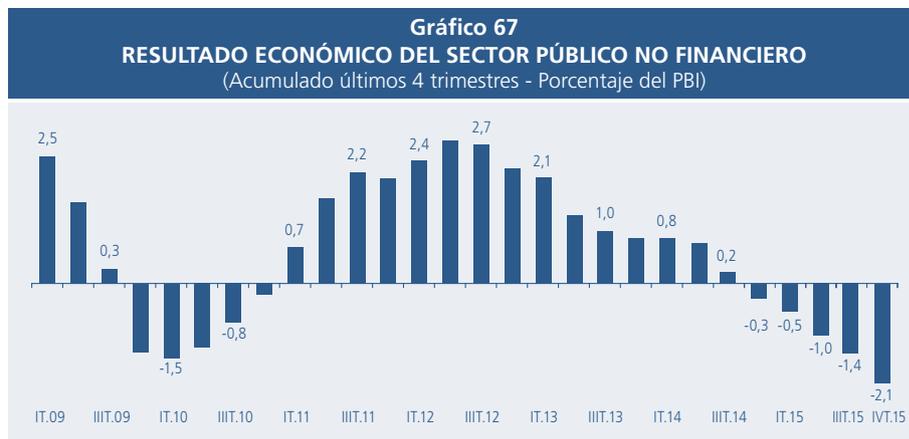
* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.



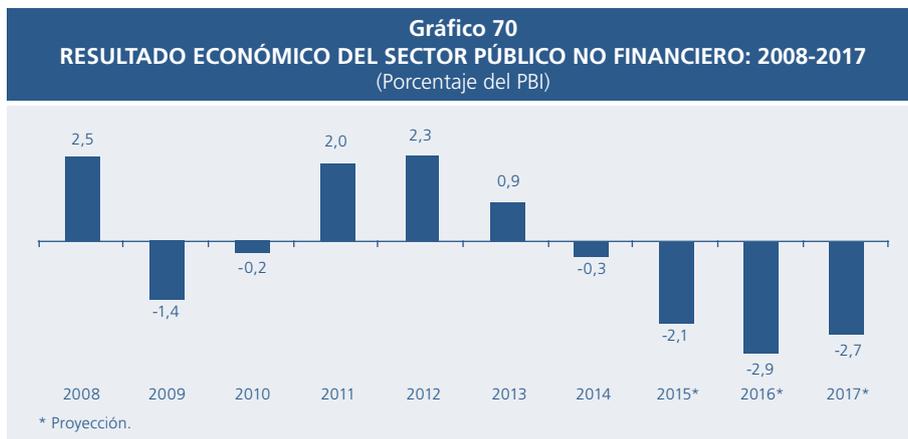
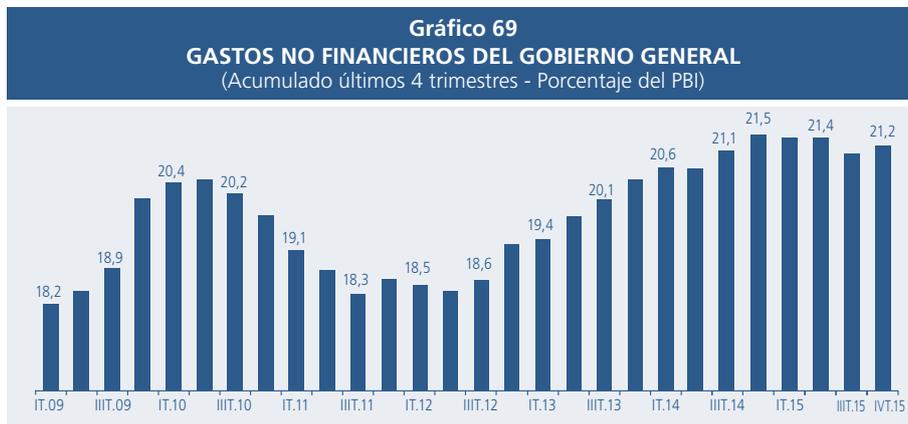
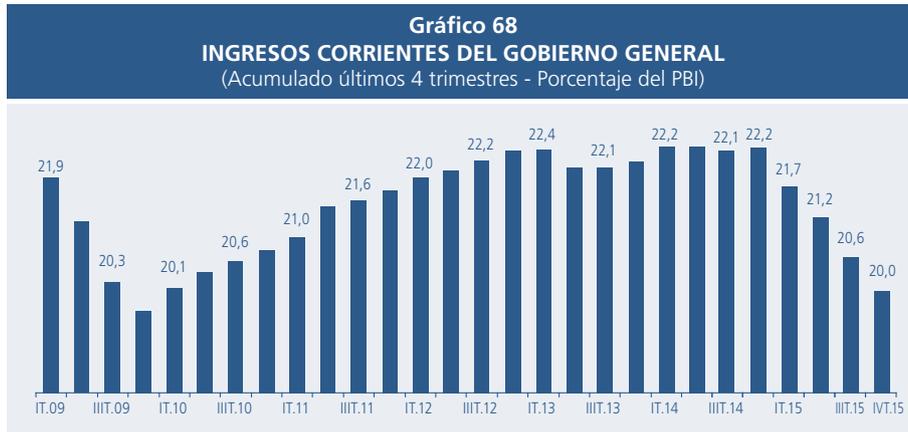


50. El resultado fiscal mantiene la tendencia prevista en el Reporte de setiembre. Persisten los problemas en la ejecución de gasto en las diferentes instancias del gobierno, en particular, el asociado a la inversión pública; mientras que los ingresos corrientes del gobierno han continuado disminuyendo reflejo del menor ritmo de actividad económica. El déficit acumulado en los últimos 12 meses medido al mes de noviembre se sitúa en 1,9 por ciento del PBI.



Tomando en consideración los resultados del periodo enero-setiembre de 2015, se prevé una ligera reducción de la proyección del déficit fiscal a 2,1 por ciento del PBI. Este resultado estaría explicado principalmente por el gasto no financiero, que se ha revisado ligeramente a la baja, reduciéndose en 0,1 punto porcentual del PBI respecto al nivel registrado en el Reporte de setiembre, principalmente por el menor gasto esperado de los gobiernos subnacionales, en particular, el de gasto de capital. Por el lado de los ingresos corrientes, estos se mantienen en términos del producto en 20 por ciento respecto al reporte previo.

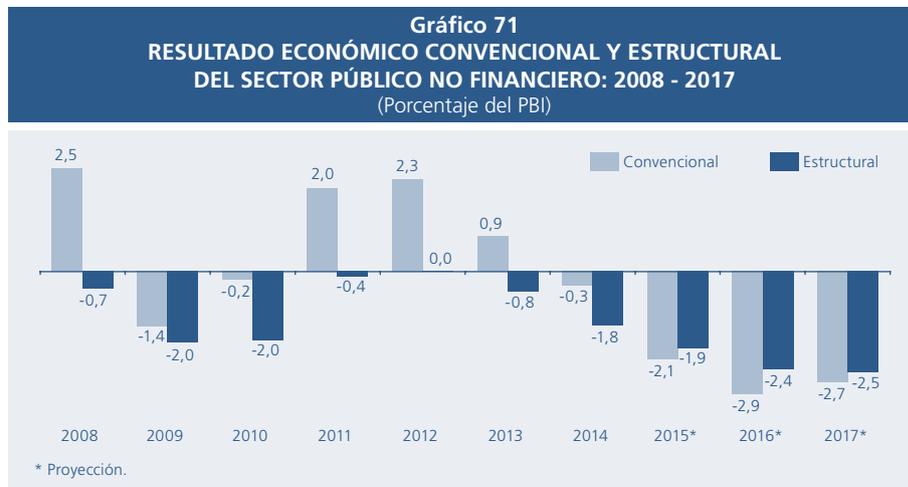
Para 2016 y 2017, la proyección del crecimiento de los ingresos del gobierno general se reduce ligeramente respecto a lo esperado en el Reporte previo, pasando de 20,0 por ciento a 19,8 por ciento del producto, y 19,6 por ciento del PBI, respectivamente. Del mismo modo, los gastos fiscales muestran una ligera reducción como porcentaje del PBI (caída de 0,2 puntos porcentuales del producto, para ambos periodos), en línea con el presupuesto previsto para 2016 y una mejor ejecución de este presupuesto por parte de los gobiernos subnacionales. Considerando esta evolución, para los años 2016 y 2017 se proyectan déficits fiscales negativos de 2,9 y 2,7 por ciento, respectivamente.



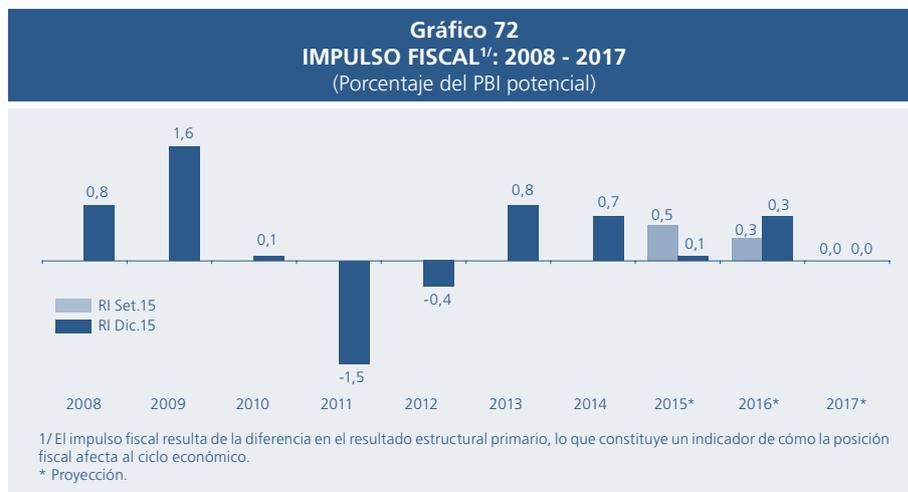


Impulso fiscal

51. El **resultado económico estructural** es aquel que se obtendría si el producto estuviera en su nivel de tendencia y el precio de las exportaciones mineras y de hidrocarburos estuvieran en sus valores de largo plazo. Se calcula aislando el efecto que tienen el ciclo económico y los mayores precios de exportaciones mineras y de hidrocarburos sobre los ingresos del gobierno general. Así, el resultado económico estructural sería deficitario en 1,9 por ciento del PBI en 2015, en tanto que para 2016 y 2017 se proyecta un déficit estructural de 2,4 y 2,5 por ciento, respectivamente.



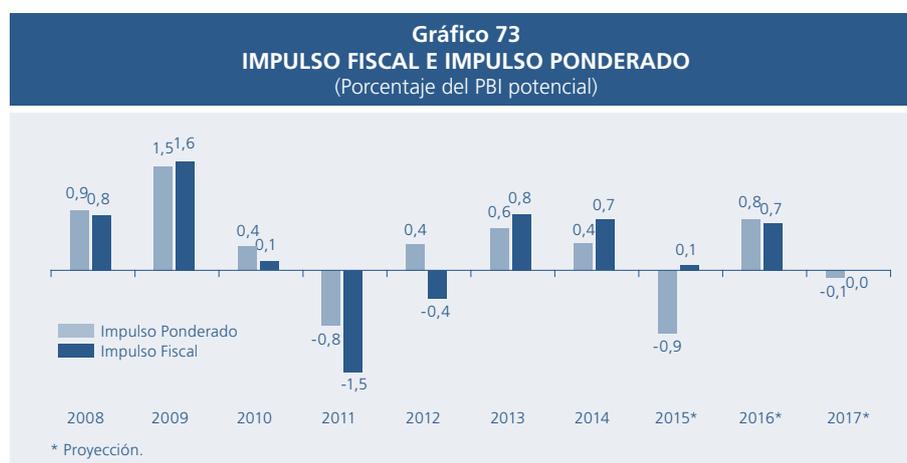
El cambio en el resultado estructural determina el **impulso fiscal**. Este indicador permite distinguir el efecto de la política fiscal sobre la actividad económica descontando los efectos del ciclo económico. El impulso fiscal estimado para 2015 baja de 0,5 por ciento a 0,1 por ciento del PBI, proyectándose un impulso de 0,7 por ciento en 2016, pasando finalmente a una posición neutral en 2017.



El impulso fiscal puede descomponerse por ingresos y gastos; los cuales a su vez pueden ser ponderados por su efecto multiplicador en la actividad económica. En el cuadro 25 se puede apreciar que debido al menor gasto de capital, la política fiscal tuvo un impacto contractivo de 0,9 por ciento del PBI en 2015.

Cuadro 25 IMPULSO FISCAL (Porcentaje del PBI potencial)				
	2014	2015*	2016*	2017*
Impulso Fiscal	0,7	0,1	0,7	0,0
Por Ingresos	0,1	0,9	0,0	0,2
Por Gastos	0,6	-0,8	0,7	-0,2
Corrientes	1,0	0,1	0,4	-0,3
Capital	-0,4	-0,8	0,2	0,1
Impulso Ponderado	0,4	-0,9	0,8	-0,1

* Proyección.



52. El 28 de agosto de 2015, en virtud del Decreto de Urgencia N° 003-2015 se dispuso de manera excepcional para efectos de la aplicación de la Ley de Fortalecimiento de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal, Ley N° 30099 del 31 de octubre de 2013, que la guía ex ante del resultado fiscal estructural del sector público no financiero no sea mayor al 3 por ciento del producto para el año 2016. Con ello, esta disposición complementa al Decreto de Urgencia N° 002-2015, en la cual se había fijado este ratio en 2 por ciento del PBI. Así, los mayores recursos derivados de la aplicación de la última norma se destinarán exclusivamente a financiar proyectos de inversión pública y al mantenimiento de infraestructura. Se determinó, asimismo, que en el plazo máximo de 180 días el poder ejecutivo remitirá un proyecto de ley en el que la guía ex ante del resultado fiscal estructural para los años posteriores a 2016 tomará en consideración una reducción anual no menor al 0,5 por ciento del producto hasta llegar al 1,0 por ciento establecido inicialmente en la Ley N° 30099.



**Evolución de los ingresos fiscales**

53. En el periodo enero-setiembre de 2015, los ingresos corrientes del gobierno general ascendieron a 20,4 por ciento del PBI, menor en 2,2 puntos porcentuales a los ingresos recaudados en similar periodo de 2014, representando así en términos reales una caída de 7,8 por ciento con respecto a similar periodo de 2014. Este resultado se explica principalmente por la disminución real de 8,5 por ciento de los ingresos tributarios, los que pasaron de 17,2 por ciento del PBI en el periodo enero-setiembre de 2014 a representar 15,4 por ciento del producto en mismo periodo de 2015. Adicionalmente, este desempeño se vio reforzado por una caída de los ingresos no tributarios como porcentaje del PBI, de 5,4 por ciento del producto en el periodo enero-setiembre de 2014 a 5,0 por ciento del PBI en 2015.

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

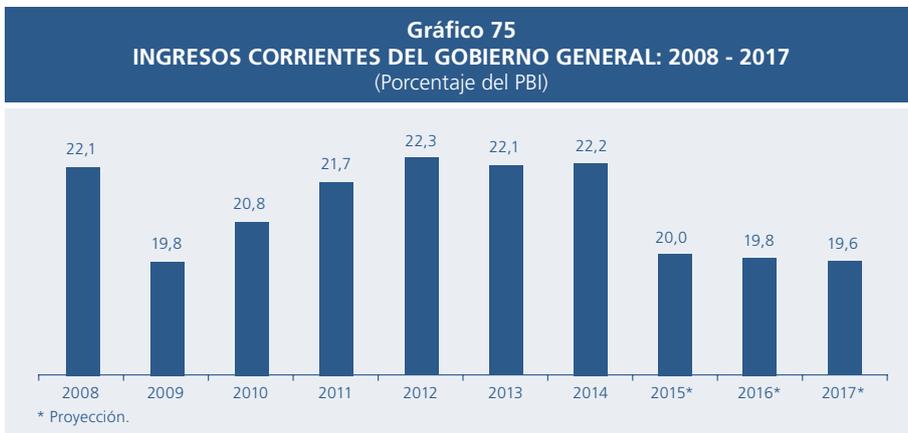
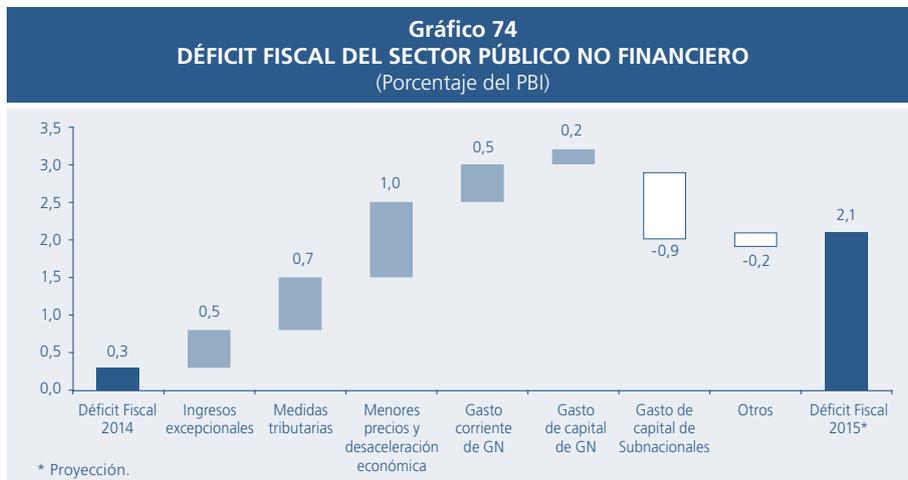
	2014		2015*			2016*		2017*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
INGRESOS TRIBUTARIOS	17,2	17,0	15,4	15,1	15,2	15,2	15,0	15,1	14,9
Impuesto a la Renta	7,2	7,0	6,1	5,7	5,7	5,7	5,6	5,5	5,5
Impuesto General a las Ventas	8,9	8,8	8,6	8,5	8,5	8,6	8,5	8,6	8,5
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	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Otros ingresos tributarios	1,9	1,9	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
Devoluciones de impuestos	-2,0	-1,9	-2,2	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,4	5,2	5,0	4,9	4,8	4,8	4,7	4,9	4,7
TOTAL	22,6	22,2	20,4	20,0	20,0	20,0	19,8	20,0	19,6

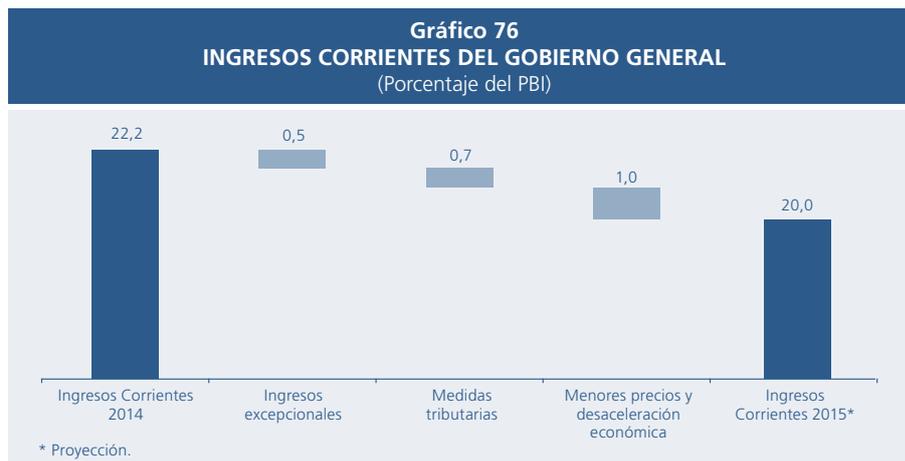
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

La presión fiscal acumulada de los últimos cuatro trimestres ascendió a 20,6 por ciento del PBI. Este resultado medido por los ingresos corrientes del gobierno general fue menor en 1,6 puntos porcentuales al registrado al cierre del año 2014. La reducción de los ingresos responde a las medidas fiscales implementadas a fines de 2014 que incluyeron una reducción de la tasa del impuesto a la renta, la rebaja de las tasas arancelarias, la disminución de las tasas del ISC a los combustibles, así como una modificación de los sistemas de pago anticipado del IGV. Adicionalmente, se añadan a estos efectos, el menor ritmo de crecimiento de la actividad económica en los últimos trimestres, así como la caída del precio del petróleo y de nuestros

principales productos de exportación que afectan directamente los ingresos por canon y regalías petroleras, el Impuesto Especial a la Minería, el Gravamen Especial Minero y las regalías mineras.

En **2015**, los ingresos corrientes caerían en 8,0 por ciento en términos reales, tasa menor a la considerada en el Reporte Inflación previo (7,7 por ciento), lo que se explicaría principalmente por los menores ingresos esperados por impuesto a la renta, principalmente de personas jurídicas y por el menor dinamismo esperado de la actividad económica para este año. Con ello en 2015 y 2016 se alcanzaría un ratio de 20,0 y 19,8 por ciento del PBI, respectivamente; considerando que no se prevé ingresos extraordinarios, en tanto que para el año 2017 los ingresos mostrarían un crecimiento de 4,2 por ciento, consistente con una recuperación esperada de la actividad económica para ese año que reflejarían que la recaudación se ubique en 19,6 por ciento del PBI.





Evolución del gasto público

54. En el periodo enero-setiembre de 2015 el gasto no financiero del gobierno general ascendió a 18,7 por ciento del producto, lo que representó una caída de 0,7 por ciento, respecto al registrado en mismo periodo de 2014. Este desempeño se encuentra explicado por la caída del gasto por formación bruta de capital que se contrajo en 18,2 por ciento, y que fue parcialmente compensado por el aumento en 3,3 por ciento del gasto corriente. De este modo, este resultado refleja principalmente la caída del gasto no financiero de los gobiernos regionales y locales, que redujeron su gasto público, en 7,1 y 22,0 por ciento; respectivamente, en particular por la significativa caída de su gasto de capital. Por su parte, el gobierno nacional compensó el desempeño anterior aumentando su gasto no financiero en 8,6 por ciento, variación que se explica tanto por un aumento del gasto corriente, 6,4 por ciento, cuanto por el gasto de capital, 20,3 por ciento.

Cuadro 27
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Variaciones porcentuales reales)

	2012	2013	2014	2015 Ene.-Set.
GASTO CORRIENTE	5,3	10,5	10,6	3,3
Gobierno Nacional	1,7	12,8	12,7	6,4
Gobiernos Regionales	10,7	8,8	9,8	0,6
Gobiernos Locales	16,7	2,1	0,7	-8,8
GASTO DE CAPITAL	15,0	12,4	-0,4	-12,2
Formación Bruta de Capital	15,6	9,7	-0,2	-18,2
Gobierno Nacional	-16,5	10,8	16,4	10,8
Gobiernos Regionales	38,2	4,2	-14,5	-28,1
Gobiernos Locales	39,8	12,0	-4,3	-33,6
Otros	7,0	54,5	-2,2	44,0
TOTAL	8,0	11,0	7,3	-0,7
Gobierno Nacional	-1,2	13,7	12,9	8,6
Gobiernos Regionales	18,3	7,4	1,9	-7,1
Gobiernos Locales	27,8	7,7	-2,4	-22,0

Para el año **2015** se estima un crecimiento real de 0,3 por ciento del gasto no financiero, resultado que se encuentra por debajo de lo previsto en el Reporte de Setiembre (1,4 por ciento) como consecuencia del menor nivel de ejecución regional y local. Aun así, la variación proyectada para 2015 asume una recuperación del gasto en el cuarto trimestre del año.

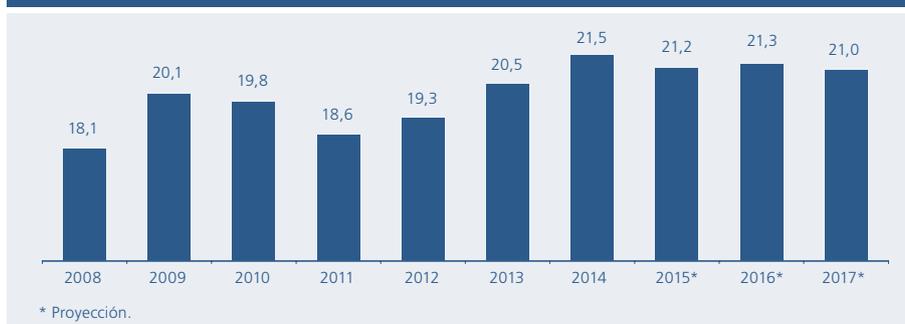
Con todo ello, el gasto no financiero del gobierno general se ubicaría en el año 2015 en un nivel equivalente a 21,2 por ciento del PBI, ratio inferior al registrado en 2014 (21,5 por ciento), y menor al proyectado en el reporte previo en 0,1 punto porcentual del producto.

Cuadro 28
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Porcentaje del PBI)

	2014		2015*			2016*		2017*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
GASTO CORRIENTE	14,3	15,6	14,5	15,8	16,0	16,0	16,0	15,6	15,7
Gobierno Nacional	9,7	10,7	10,1	11,1	11,2	11,2	11,2	10,8	10,9
Gobiernos Regionales	2,9	3,0	2,8	3,0	3,0	3,1	3,1	3,0	3,1
Gobiernos Locales	1,8	1,8	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
GASTO DE CAPITAL	5,0	6,0	4,3	5,5	5,2	5,5	5,3	5,6	5,4
Formación Bruta de Capital	4,5	5,5	3,6	4,9	4,6	4,9	4,7	5,1	4,8
Gobierno Nacional	1,4	2,0	1,5	2,3	2,0	2,3	2,0	2,3	2,0
Gobiernos Regionales	1,0	1,1	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Gobiernos Locales	2,0	2,4	1,3	1,7	1,7	1,8	1,7	1,9	1,8
Otros	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
TOTAL	19,3	21,5	18,7	21,3	21,2	21,5	21,3	21,2	21,0
Gobierno Nacional	11,5	13,2	12,3	14,0	13,8	14,0	13,8	13,7	13,5
Gobiernos Regionales	3,9	4,1	3,5	3,8	4,0	3,9	4,0	3,9	4,0
Gobiernos Locales	3,9	4,3	2,9	3,5	3,4	3,6	3,5	3,6	3,6

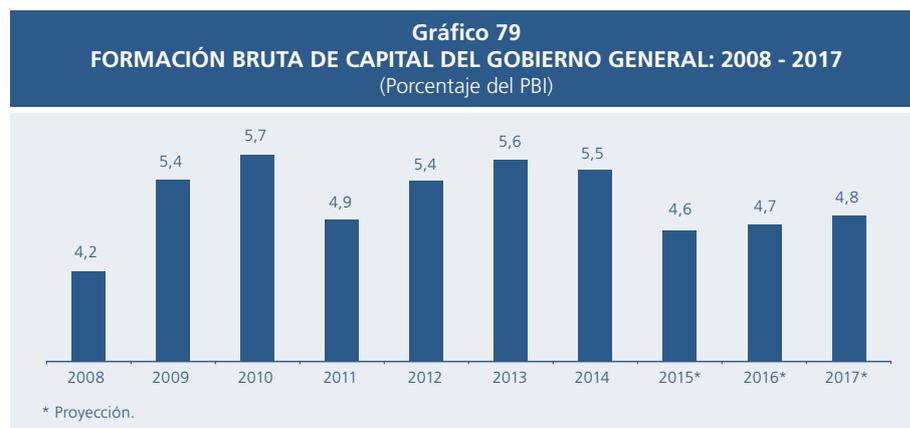
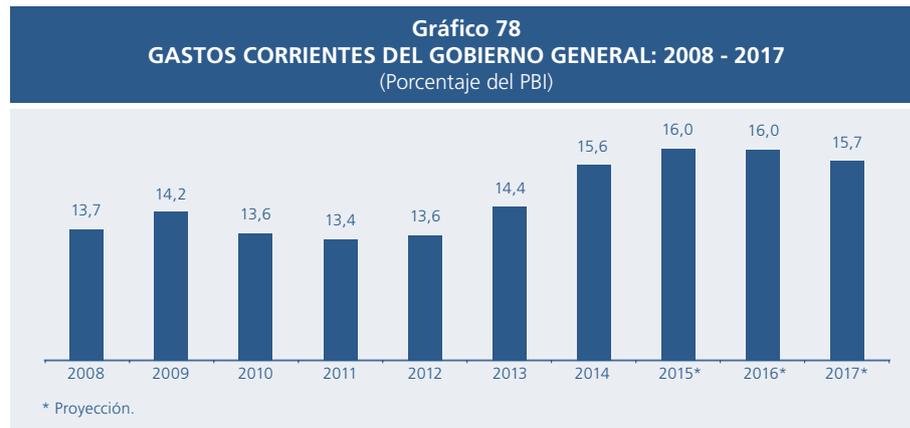
* Proyección.
 RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 77
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2008 - 2017
 (Porcentaje del PBI)



* Proyección.





Para los años 2016 y 2017, se proyecta un crecimiento del gasto no financiero de 4,3 y 3,6 por ciento, respectivamente. Dentro del nivel de gasto proyectado, el gasto corriente aumenta 4,0 por ciento en 2016 y se desacelera a 2,6 por ciento en 2017, en tanto que la formación bruta de capital se recupera y tiende a acelerarse llegando a crecer a 5,9 por ciento en 2016 y 7,3 por ciento en 2017, tomando en consideración que las nuevas autoridades elegidas para los gobiernos regionales y locales superarían los problemas de gestión que usualmente registran en el primer año de su periodo electoral.

Requerimiento financiero y deuda del sector público no financiero

55. El resultado económico proyectado para 2015 (déficit de 2,1 por ciento del PBI), genera una necesidad de financiamiento de S/ 20,5 mil millones, monto ligeramente inferior al considerado en el Reporte de Inflación de setiembre. Para atender este requerimiento financiero del sector público se cuenta con desembolsos externos y colocaciones de bonos.

Cuadro 29
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de Soles)

	2014		2015*			2016*		2017*	
	Ene.-Set.	Año	Ene.-Set.	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15	RI Set.15	RI Dic.15
I. USOS	-12 919	11 061	-6 661	21 554	20 505	23 719	24 681	26 658	28 356
1. Amortización	2 152	9 059	6 762	8 021	7 939	5 984	6 147	8 927	9 129
a. Externa	1 214	4 207	3 340	3 782	3 821	3 328	3 490	2 869	3 071
b. Interna	500	4 160	2 936	3 549	3 456	2 026	2 026	5 349	5 349
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	<i>437</i>	<i>692</i>	<i>486</i>	<i>690</i>	<i>662</i>	<i>631</i>	<i>631</i>	<i>709</i>	<i>709</i>
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-15 071	2 002	-13 423	13 533	12 566	17 735	18 534	17 731	19 227
II. FUENTES	-12 919	11 061	-6 661	21 554	20 505	23 719	24 681	26 658	28 356
1. Externas	1 574	2 654	3 612	6 430	6 056	4 181	6 056	6 767	7 250
2. Bonos ^{1/}	3 127	13 002	12 197	16 316	16 866	17 569	17 497	7 263	7 310
3. Internas ^{2/}	-17 620	-4 595	-22 470	-1 192	-2 417	1 969	1 128	12 629	13 795
Nota:									
<u>Porcentaje del PBI</u>									
Saldo de deuda pública bruta	18,5	20,1	21,2	22,4	22,6	24,2	24,8	24,2	24,2
Saldo de deuda pública neta ^{3/}	1,7	3,9	3,8	6,5	6,3	9,2	9,4	11,7	11,7
1/ Incluye bonos internos y externos.									
2/ Signo positivo indica retiro o sobregiro y signo negativo indica mayores depósitos.									
3/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.									
* Proyección.									
RI: Reporte de Inflación.									

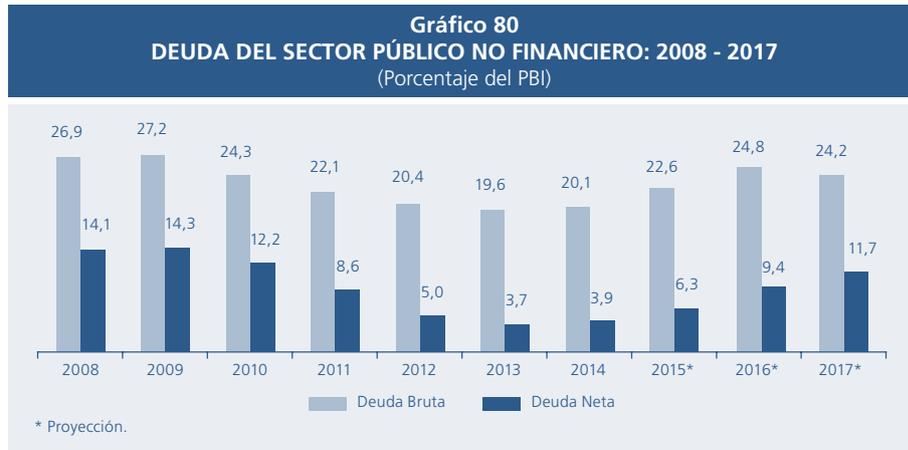
56. Para **2015** se prevé un incremento de la deuda pública a 22,6 por ciento del PBI, por encima del 20,1 por ciento del producto a finales de 2014, y superior en 0,2 puntos porcentuales respecto del Reporte de setiembre previo. Este resultado se encuentra en línea con un contexto de un déficit fiscal que viene acompañado de un ritmo moderado de crecimiento de la actividad económica (ver recuadro 4).

Cabe mencionar que el 28 de octubre se realizó la emisión externa del Bono Global 2026, en virtud de lo establecido en el Decreto Supremo N° 295-2015-EF del 26 de octubre de 2015. El monto emitido fue de EU€ 1 100 millones equivalente a US\$ 1 248 millones, a una tasa de rendimiento de 2,751 por ciento en euros, con tasa cupón de 2,75 por ciento y un precio de 99,998 por ciento. La emisión tuvo una demanda total de aproximadamente EU€ 4 250 millones, es decir, 3,9 veces el monto ofertado. Así, los recursos obtenidos de esta operación se destinarán a prefinanciar los requerimientos del ejercicio fiscal 2016.





La deuda bruta del Sector Público No Financiero se ubicaría en 24,2 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, en tanto que la deuda neta aumentaría a 11,7 por ciento del producto hacia 2017.



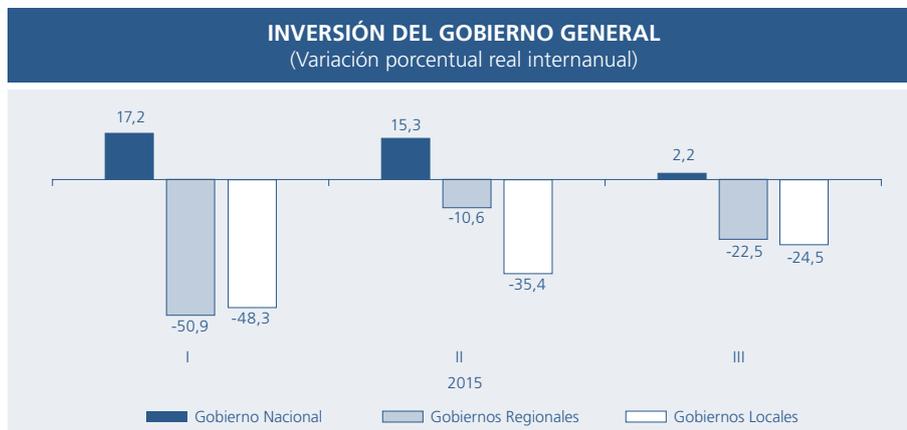
Recuadro 4
IMPACTO DE LA INVERSIÓN PÚBLICA EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Desde mediados de 2013 el dinamismo de la inversión pública ha venido decayendo en forma significativa. Así, mientras que en los años 2012 y 2013 la inversión pública creció a un ritmo real promedio de 15,3 por ciento, en 2014 esta cayó 2,0 por ciento y se estima que en 2015 la caída sería aún mayor en 11,2 por ciento.



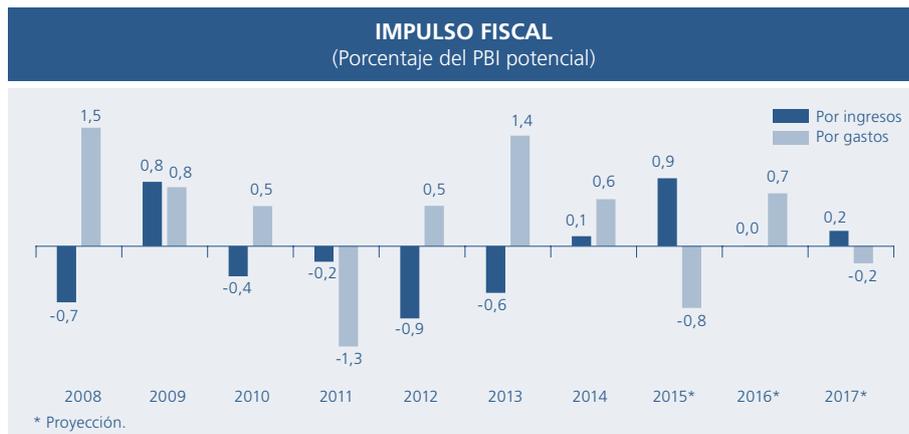
En el cuarto trimestre de 2013 la inversión se frenó, principalmente por menor inversión del gobierno nacional y de los gobiernos regionales. En el ejercicio 2014, salvo el primer trimestre, las tasas de crecimiento de la inversión fueron negativas a pesar de los esfuerzos de gasto del gobierno nacional, que no bastaron para compensar la caída de la inversión subnacional, fenómeno que se intensificó en el ejercicio 2015.

Detrás de estos desarrollos se encuentran eventos como la intervención por razones de corrupción en varios gobiernos regionales y locales ocurrida durante el año 2014; los menores ingresos por canon y el impacto sobre la capacidad de gasto de las regiones y municipios del cambio de autoridades llevado a cabo en enero de este año. Este último hecho gatilló una severa contracción de la inversión subnacional, la cual ha sido solo parcialmente compensada con un mayor dinamismo de la inversión del gobierno nacional, pero no en la magnitud suficiente para evitar que la inversión pública total se reduzca significativamente durante los primeros tres trimestres de 2015.

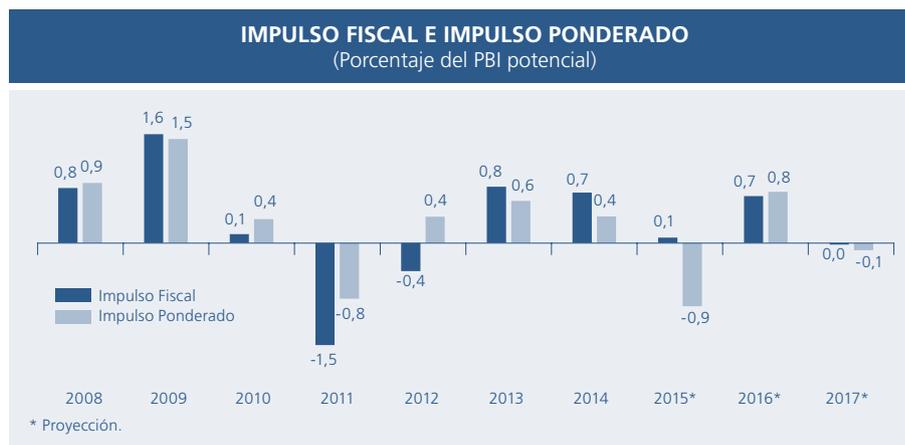




Para 2015 el indicador de impulso fiscal del sector público se estima en 0,1 por ciento del PBI lo que refleja tanto las medidas tributarias que se dieron a fines de 2014, en particular la reducción de impuesto a la renta, como la reducción esperada en el gasto no financiero en términos del PBI, debido a la evolución de la inversión pública. Para 2016 se espera que el indicador alcance 0,7 por ciento del PBI potencial, principalmente por el aumento esperado en el gasto no financiero del sector público.



El impacto en la demanda y en la actividad de la política fiscal depende de la cuantía del multiplicador de ingresos y gastos fiscales. De acuerdo a estimaciones presentadas en el Reporte de Inflación de octubre de 2014, el multiplicador total de la inversión pública es de 1,42, mientras que el de los gastos corrientes sería de 0,93 y el de los impuestos alcanzaría el -0,25 en periodos de bajo crecimiento como el actual⁹. Ello significa que la combinación de menores impuestos y desaceleración de la inversión ocurrida en 2015 habría tenido efectos de primer orden en la tasa de crecimiento de la economía peruana. Si se emplea como medida de los choques exógenos de gasto público e ingresos tributarios la contribución de los ingresos y de los gastos del gobierno al indicador de impulso fiscal, se estima un impacto negativo en 0,9 puntos porcentuales del PBI potencial este año y un impacto de 0,8 por ciento del PBI el próximo año.



9 En un escenario de mayor crecimiento el multiplicador total de la inversión es de solo 0,73; mientras que el de los gastos corrientes sería de 0,23 y el de ingresos sería nulo.

V. Política monetaria y mercados financieros

Acciones de Política Monetaria

57. Desde el último Reporte, los riesgos al alza en la proyección de inflación se vienen materializando por un incremento del tipo de cambio y de las expectativas de inflación. El efecto de la mayor depreciación sobre los precios ha producido un aumento en la inflación, mientras que choques de oferta debido a factores climáticos, han tenido un efecto persistente pero temporal en la inflación.

Asimismo, las expectativas de inflación para 2016 se han incrementado de manera gradual hasta ubicarse por encima del límite superior del rango meta. En este contexto, el Directorio elevó la tasa de referencia a 3,50 por ciento en setiembre y a 3,75 en diciembre. Al mismo tiempo, reiteró que se encuentra atento a la proyección de la inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, ajustes adicionales en la tasa de referencia que conduzca a la inflación al rango meta.

58. Los comunicados de política monetaria de los últimos meses señalaron que la actividad económica se viene recuperando de manera gradual y destacaron que las expectativas de inflación para el próximo año alcanzaron tasas similares al límite superior del rango meta de inflación. De esta manera, el Directorio ha reiterado la importancia de la evolución de las expectativas de inflación sobre futuras decisiones de ajuste de la tasa de referencia de política monetaria.





La posición de política monetaria es aún expansiva considerando que el aumento de inflación refleja un ajuste de precios relativos, asociado a un mayor tipo de cambio, efecto que tendería a disiparse en la medida que no se contaminen las expectativas de inflación y no se observan presiones de demanda.

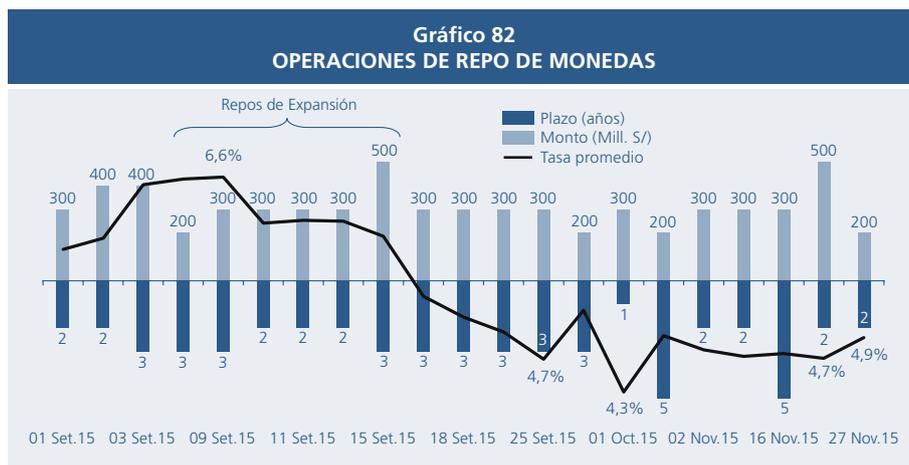
Asimismo, con el objetivo de continuar impulsando el proceso de desdolarización financiera, en noviembre el BCRP amplió su Programa de Desdolarización del Crédito. Así, se ajustaron los límites para el cálculo del encaje adicional en función a la reducción del saldo de crédito en moneda extranjera hacia diciembre 2016. En el caso del crédito total en moneda extranjera, la nueva reducción mínima requerida pasó a ser 20 por ciento del saldo de setiembre de 2013 (antes en 10 por ciento); en el caso del crédito vehicular e hipotecario, la reducción mínima requerida hacia 2016 es 30 por ciento del saldo de febrero de 2013 (antes en 15 por ciento). Hacia adelante, la reducción se iría incrementando cada fin de año en 10 puntos porcentuales para los créditos vehiculares e hipotecarios.

Operaciones Monetarias

59. Las operaciones monetarias del Banco Central se orientaron principalmente a mantener niveles adecuados de liquidez en moneda nacional en un contexto de crecimiento del crédito a un mayor ritmo que los depósitos. Para ello, el BCRP continuó realizando operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional a diferentes plazos, principalmente a través de repos de monedas y subastas de depósitos públicos. Así, entre agosto y noviembre de 2015, el saldo de operaciones de repo de monedas aumentó en S/ 4 000 millones, mientras que el saldo de subastas de depósitos públicos aumentó en S/ 300 millones. A fines de noviembre, el saldo de operaciones REPO de monedas es de S/ 28 655 millones, y el correspondiente a las subastas de depósitos con fondos que el Banco de la Nación y el Tesoro Público mantienen en el BCRP a S/ 3 650 millones.

Cuadro 30
OPERACIONES DE SUBASTA DE DEPÓSITOS PÚBLICOS
(Millones de Soles)

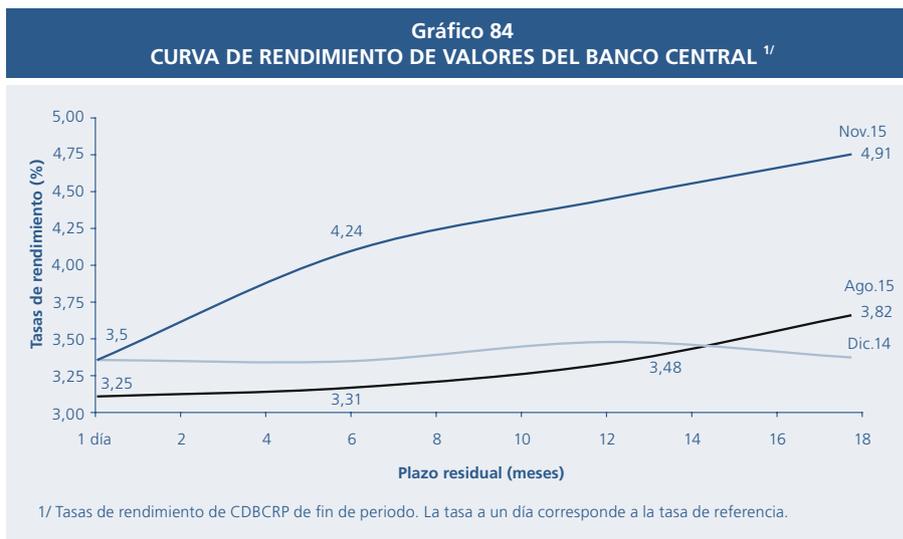
Fecha	Modalidad	Plazo	Monto	Tasa promedio
4-Set-15	Tesoro Público	6 meses	300	6,25%
27-Nov-15	Tesoro Público	6 meses	300	5,73%
TOTAL			600	5,99%



60. El BCRP también continuó realizando subastas regulares de CDBCRP tres veces por semana a los plazos de 6, 12 y 18 meses, por montos entre S/ 30 y S/ 50 millones por subasta, con la finalidad de incrementar los volúmenes de estos certificados y de proveer mayor liquidez al mercado secundario de CDBCRP, de modo tal que ello favorezca el desarrollo de la curva de rendimiento de corto plazo en soles. Entre agosto y noviembre se realizaron colocaciones de CDBCRP por S/ 6 791 millones y vencieron S/ 4 179 millones, con lo que el saldo de CDBCRP aumentó en S/ 2 613 millones, hasta S/ 17 901 millones.

La curva de rendimiento de los CDBCRP aumentó en promedio 85 puntos básicos entre agosto y noviembre, en línea con el incremento de 25 puntos básicos en la tasa de referencia del BCRP en setiembre último y las expectativas de futuros ajustes de la tasa, y una mayor demanda de los intermediarios financieros por captar fondos en moneda nacional.





61. Como resultado de las operaciones de inyección de liquidez, aumentó la participación de las operaciones REPO en los activos del Banco Central. La emisión neta de CDBCRP y CDRBCRP incrementaron la participación de los instrumentos del BCRP en los pasivos netos del banco. Estos pasaron de representar el 9,8 por ciento de los pasivos netos en agosto a 10,8 por ciento en noviembre. Por su parte, la participación de los depósitos del sistema financiero aumentó ligeramente tanto en soles como en dólares. Los depósitos del sector público dejaron de ser la mayor fuente de esterilización. Esto se dio por los menores depósitos en soles debido al mayor gasto del gobierno en los últimos meses y la subasta de depósitos públicos.

Cuadro 31
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP
(Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic.14	May.15	Nov.15
I. Activos netos	100,0	100,0	100,0
Reservas Internacionales Netas	99,5	86,6	82,5
	(US\$ 62 307 mills.)	(US\$ 60 413 mills.)	(US\$ 62 196 mills.)
Repos	5,6	13,4	17,5
II. Pasivos netos	100,0	100,0	100,0
1. Depósitos totales del Sector Público	36,7	39,3	32,8
En moneda nacional	18,6	19,8	12,2
En moneda extranjera	18,1	19,5	20,6
2. Depósitos totales del sistema financiero	26,9	34,9	34,7
En moneda nacional	7,6	4,8	4,0
En moneda extranjera	19,3	30,1	30,7
3. Instrumentos del BCRP	9,8	8,6	10,8
CD BCRP	7,9	6,9	7,2
CDR BCRP	1,3	0,3	3,0
Depósitos a Plazo	0,0	0,7	0,4
Depósitos <i>overnight</i>	0,5	0,7	0,2
4. Circulante y otros	26,6	17,1	21,7

Encajes

62. Con la finalidad de continuar promoviendo la consolidación de la reducción en los niveles de dolarización del crédito, el BCRP ajustó los límites para la reducción tanto del crédito total en moneda extranjera como de los créditos vehiculares e hipotecarios. En el caso del crédito total se estableció un nuevo límite para el saldo del crédito en moneda extranjera (excluyendo comercio exterior) para diciembre de 2016, de 80 por ciento del saldo de setiembre de 2013. El límite vigente es de 90 por ciento del saldo de setiembre 2013 para diciembre de 2015.
63. Para los créditos vehiculares e hipotecarios, se estableció un nuevo límite a diciembre de 2016 equivalente al monto mayor entre 70 por ciento del saldo de este tipo de créditos de febrero de 2013 o el 15 por ciento del patrimonio efectivo. Asimismo, se establecieron nuevos límites a partir de diciembre de 2017. Dicho límite se va reduciendo en 10 puntos porcentuales respecto al límite anual anterior relevante, así hasta que el saldo de crédito de consumo vehicular e hipotecario sea equivalente al 5 por ciento del patrimonio efectivo.

Cuadro 32 ENCAJE ADICIONAL EN FUNCIÓN AL CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA		
CONCEPTO	Vigente a junio de 2015	
	Límites ^{2/}	Encaje Adicional ^{3/}
Totales sin comercio exterior ^{1/} (Base=Set.13)	0,95 veces de Set. 13 ó 0,92 veces de Dic. 14 ó 100% PE ó US\$ 100 MM	$0,3 \times \left(\frac{C_t}{C_{s13}} - 0,95 \right) \times PT$
Vehicular e Hipotecario (Base=Feb.13)	0,90 veces de Feb. 13 ó 0,86 veces de Dic. 14 ó 20% PE	$0,15 \times \left(\frac{CHV_t}{CHV_{f13}} - 0,90 \right) \times PT$
CONCEPTO	Vigente a diciembre de 2015	
	Límites ^{2/}	Encaje Adicional ^{3/}
Totales sin comercio exterior ^{1/} (Base=Set.13)	0,90 veces de Set. 13 ó 0,85 veces de Dic. 14 ó 100% PE ó US\$ 100 MM	$0,3 \times \left(\frac{C_t}{C_{s13}} - 0,90 \right) \times PT$
Vehicular e Hipotecario (Base=Feb.13)	0,85 veces de Feb. 13 ó 0,75 veces de Dic. 14 ó 20% PE	$0,15 \times \left(\frac{CHV_t}{CHV_{f13}} - 0,85 \right) \times PT$
CONCEPTO	Vigente a diciembre de 2016	
	Límites ^{2/}	Encaje Adicional ^{3/}
Totales sin comercio exterior ^{1/} (Base=Set.13)	0,80 veces de Set. 13 ó 100% PE ó US\$ 100 MM	$0,3 \times \left(\frac{C_t}{C_{s13}} - 0,80 \right) \times PT$
Vehicular e Hipotecario (Base=Feb.13)	0,7 veces de Feb. 13 ó 15% PE	$0,15 \times \left(\frac{CHV_t}{CHV_{f13}} - 0,7 \right) \times PT$

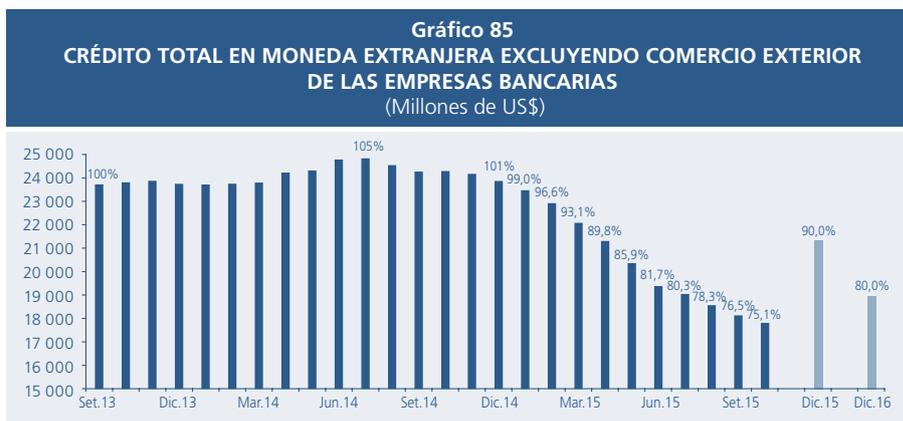
1/ También excluye los nuevos préstamos otorgados a partir de enero de 2015 con plazos mayores a 3 años y montos mayores a US\$ 10 millones.
2/ Estos límites no aplican si el saldo de créditos totales en moneda extranjera sin comercio exterior es menor al patrimonio efectivo y para el saldo de créditos vehiculares e hipotecarios, si es menor al 20 por ciento del patrimonio efectivo.
3/ C_t saldo promedio de crédito total en moneda extranjera del periodo de encaje. C_{s13} saldo de crédito total en moneda extranjera de setiembre de 2013. CHV_t saldo promedio de crédito vehicular e hipotecario en moneda extranjera del periodo de encaje. CHV_{f13} saldo de crédito vehicular e hipotecario en moneda extranjera de febrero de 2013.



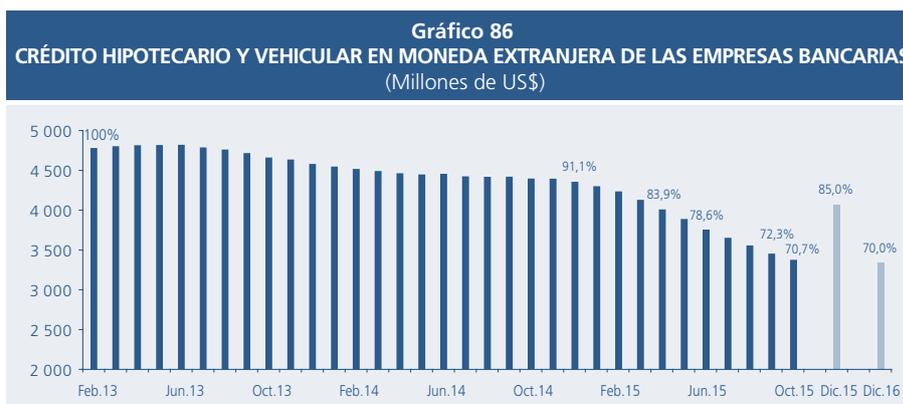


Adicionalmente, se elevó de 10 a 20 por ciento del total de obligaciones sujetas a encaje (TOSE) el monto límite de la facilidad de repos de expansión que reducen el encaje medio hasta un mínimo de 25 por ciento, ello con la finalidad de otorgar fondeo en soles a largo plazo requerido por el proceso de desdolarización del crédito y así evitar un ajuste de las condiciones monetarias en moneda nacional.

64. El efecto de tales medidas se reflejó en que todos los bancos empezaron a reducir su cartera de créditos en dólares y sustituirlos por créditos en soles. En el caso de los créditos totales, estos se redujeron de un saldo de US\$ 23 850 millones en diciembre de 2014 a US\$ 17 813 millones en octubre de 2015 (US\$ 6 036 millones de contracción). Dicho saldo equivale al 75 por ciento del saldo de crédito de las empresas bancarias de setiembre de 2013 (por debajo del saldo requerido a diciembre de 2015).



65. Por el lado del crédito vehicular e hipotecario, la evolución es similar a la del crédito total. De esta manera entre diciembre de 2014 y agosto de 2015 estos créditos se han contraído US\$ 977 millones, alcanzando un saldo de US\$ 3 374 millones (equivalente a 70,7 por ciento del saldo de febrero de 2013).



66. Como resultado de las medidas adoptadas por el BCRP para desdolarizar el crédito y las expectativas de depreciación, la dolarización del crédito se ha reducido de 38,3 por ciento en diciembre de 2014 a 29,2 por ciento en octubre de 2015.



67. Por tipo de crédito, se puede apreciar una menor dolarización en todos los segmentos de crédito. En el caso del crédito hipotecario la reducción fue de 33,9 en diciembre de 2014 a 25,3 por ciento a octubre de 2015 y para los créditos vehiculares, la desdolarización fue de 23 puntos porcentuales. Por el lado del crédito a empresas, las empresas corporativas y grandes empresas disminuyeron la dolarización de sus créditos en 14,7 puntos porcentuales, seguidos de las medianas empresas, que lo hicieron en 13,3 puntos porcentuales.

Cuadro 33
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

	Dic.13	Dic.14	Oct.15
Empresas	52,9	48,5	37,3
Corporativo y Gran Empresa	67,4	59,9	45,2
Mediana Empresa	63,7	59,3	46,0
Pequeña y Microempresa	13,0	11,5	7,9
Personas	23,1	20,0	14,9
Consumo	10,5	9,5	7,4
Vehiculares	75,9	68,9	46,2
Tarjeta	7,2	6,6	6,0
Hipotecario	40,0	33,9	25,3
TOTAL	42,4	38,3	29,2

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

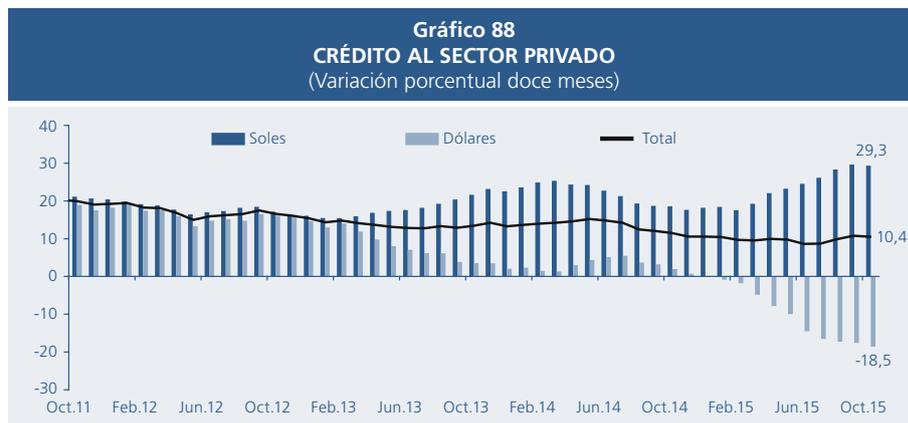




Crédito y liquidez

Crédito

68. El crédito al sector privado creció 10,4 por ciento anual en octubre de 2015, tasa por encima de lo registrado durante el primer y segundo trimestre de este año. Por monedas, el crédito en moneda nacional siguió presentando un mayor dinamismo, con un crecimiento anual de 29,3 por ciento, mientras que el crédito en moneda extranjera continuó contrayéndose (18,5 por ciento en octubre de 2015, reflejando el proceso de desdolarización del crédito impulsado por las medidas adoptadas por el BCRP a fines de 2014 y por la expectativa de depreciación). Para final del año, se prevé un crecimiento del crédito total alrededor de los niveles actuales, consistente con la recuperación de la actividad económica esperada para la segunda mitad del año.



69. El crédito a personas naturales continúa creciendo sostenidamente a una tasa alrededor de 12,3 por ciento. El segmento más dinámico fue el orientado a consumo, que creció 14,8 por ciento interanual en octubre de 2015, mayor a lo registrado en los trimestres previos. Por otro lado, el crédito hipotecario mostró un menor dinamismo en comparación a los trimestres anteriores (creció 9,0 por ciento en octubre versus 9,5 por ciento en setiembre de 2015 y 11,4 por ciento en marzo de 2015). El mayor dinamismo del segmento de consumo estuvo explicado por el crecimiento del subsegmento de tarjetas de crédito, que en octubre mostró un crecimiento interanual de 22,9 por ciento, por encima de las tasas registradas en junio y marzo de este año (21,8 y 18,2 por ciento, respectivamente).

Por el lado del crédito a empresas, el segmento corporativo y gran empresa se expandió a una tasa anual de 17,8 por ciento en octubre; en tanto que el segmento de pequeña y micro empresa creció 1,7 por ciento y el de mediana empresa lo hizo apenas en 0,3 por ciento.

70. La desaceleración en la expansión del crédito a pequeña y micro empresa refleja el incremento en el riesgo de impago de este segmento. Un escenario similar se observa en la evolución del crédito a medianas empresas, donde el crecimiento del crédito en soles ha compensado muy poco la contracción del crédito en dólares, y el riesgo de impago ha crecido significativamente.

Cuadro 34 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (Variación porcentual doce meses)					
	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Set.15	Oct.15
Empresas	9,7	7,9	6,5	9,6	9,3
Corporativo y Gran Empresa	11,6	15,2	15,1	18,8	17,8
Mediana Empresa	13,7	1,1	-3,2	0,5	0,3
Pequeña y Micro Empresa	1,6	1,5	0,3	1,0	1,7
Personas	11,8	12,1	12,0	12,5	12,3
Consumo	11,4	12,6	13,8	14,8	14,8
Vehicular	6,7	2,8	0,5	-0,7	-0,8
Tarjeta	15,0	18,2	21,8	23,5	22,9
Hipotecario	12,4	11,4	9,6	9,5	9,0
Total	10,4	9,4	8,4	10,6	10,4

Cuadro 35 CRÉDITOS A PEQUEÑAS Y MICROEMPRESAS (Tasa de crecimiento porcentual 12 meses)					
	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Set.15	Oct.15
PEQUEÑA y MICROEMPRESA					
Bancos	-8,4	11,2	11,7	14,6	17,4
MN	-7,1	18,2	22,6	28,7	31,1
ME	-14,4	-21,1	-35,1	-45,7	-44,7
Resto	10,4	-6,6	-9,0	-9,7	-10,2
MN	11,5	-6,6	-9,1	-10,1	-10,6
ME	-1,6	-6,7	-7,1	-4,6	-4,2
Total	1,6	1,5	0,3	1,0	1,7
MN	3,4	3,9	4,0	5,6	6,1
ME	-10,2	-16,1	-25,8	-32,4	-31,2
<i>Dolarización</i>	<i>11,5</i>	<i>10,3</i>	<i>9,3</i>	<i>8,2</i>	<i>7,9</i>

71. En octubre el ratio de morosidad del crédito a empresas se ubicó en 3,18 por ciento, menor al observado en junio (3,26 por ciento) y marzo (3,24 por ciento). Por segmento de crédito, la morosidad de los créditos a pequeñas empresas se redujo 31 puntos básicos respecto al segundo trimestre de este año, en tanto que la mora del crédito a microempresas se contrajo 44 puntos básicos en el mismo periodo. Ello fue compensado por el incremento en la morosidad de los créditos a medianas y grandes empresas, que aumentó en 13 y 20 puntos básicos frente a junio de 2015, respectivamente. En el caso del crédito a personas, el ratio de morosidad se ha mantenido en el mismo nivel

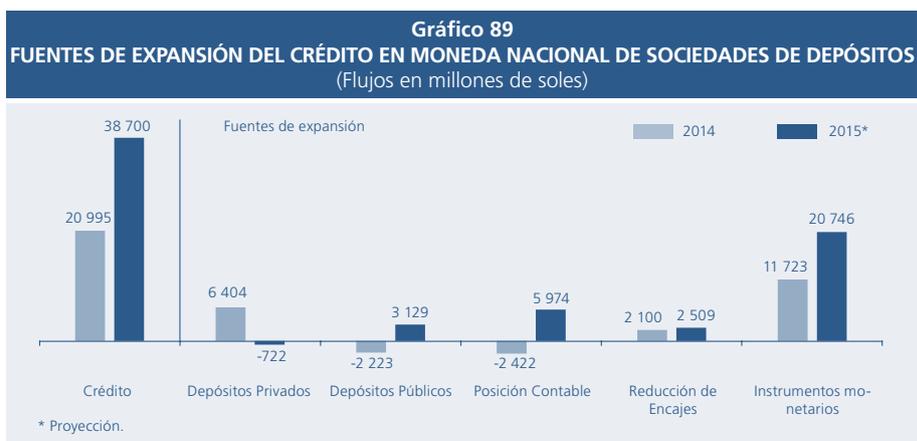




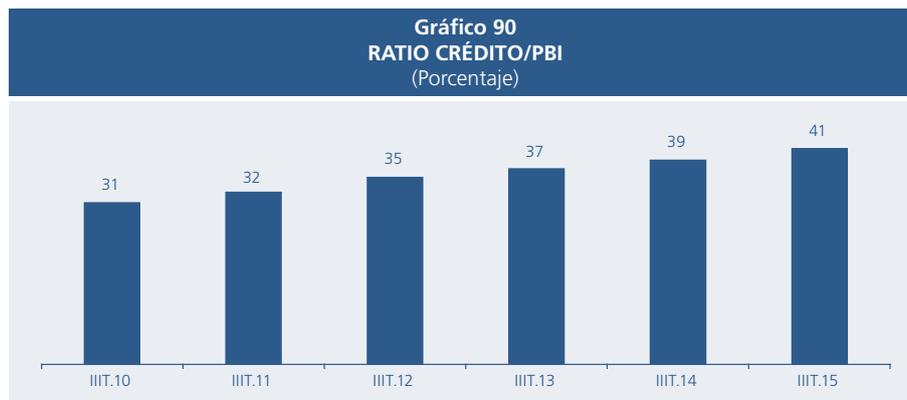
comparado a junio de 2015 (2,68 por ciento), sin embargo destaca el incremento de la morosidad de los créditos vehiculares, pasó de 4,73 por ciento en junio de 2015 a 5,15 por ciento a octubre de este año. Asimismo, la mora de los créditos hipotecarios se elevó en 18 puntos básicos, a un nivel de 1,78 por ciento.

Cuadro 36 ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITOS (Porcentaje)				
	Dic.13	Dic.14	Jun.15	Oct.15
Empresas	2,70	3,14	3,26	3,18
Corporativo	0,00	0,00	0,01	0,02
Gran empresa	0,38	0,68	0,86	1,05
Mediana empresa	3,72	4,82	5,44	5,58
Pequeña empresa	7,56	8,97	9,63	9,32
Microempresa	5,08	5,83	5,62	5,18
Personas	2,32	2,46	2,68	2,68
Consumo	3,39	3,37	3,58	3,42
Vehiculares	3,37	4,25	4,73	5,15
Tarjeta	4,71	4,23	4,31	4,11
Hipotecario	1,04	1,44	1,60	1,78
Morosidad Promedio	2,57	2,91	3,06	3,01

A octubre de 2015, el flujo de crédito en moneda nacional al sector privado fue de S/ 34 181 millones, mayor al flujo de 2014 (S/ 20 995 millones). Esta demanda ha sido financiada mediante instrumentos monetarios del BCRP y reducción de la posición de cambio de las entidades financieras, principalmente. Las colocaciones netas de repos de moneda fueron S/ 20 055 millones, de las cuales S/ 7 900 millones corresponden a repos de expansión, S/ 7 350 millones a repos regulares y S/ 4 805 millones de repos de sustitución. La posición de cambio de las sociedades de depósito aportó S/ 7 726 millones para atender la demanda de crédito, en tanto que la subasta de depósitos del Tesoro aportó S/ 3 050 millones. Por el contrario, los depósitos privados se contrajeron S/ 3 292 millones, asociado al fortalecimiento global del dólar.



72. Para 2016, se proyecta un crecimiento del crédito de 9,0 por ciento, que toma en cuenta un ritmo de expansión del crédito en soles de 12 por ciento, consistente con la mayor preferencia por crédito en soles y el efecto de las medidas para impulsar la desdolarización del crédito por parte del BCRP. Los depósitos del sector privado en moneda nacional crecerían 4,3 por ciento en el año. Con ello, se prevé que la profundización financiera, medida a través del ratio de crédito sobre PBI continuará incrementándose durante 2016 desde 41 por ciento al tercer trimestre de este año hasta 41,4 por ciento al cierre de 2016. En este contexto El BCRP continuaría inyectando liquidez a largo plazo a través de operaciones de repos de moneda, y mediante subastas de depósitos del Tesoro Público y del Banco de la Nación, con lo que se continuaría apoyando el proceso de desdolarización del crédito.



Liquidez

73. El circulante creció 6,8 por ciento en octubre de 2015 respecto a los últimos doce meses, tasa de crecimiento mayor al cierre del tercer trimestre de 2015 (4,6 por ciento). Ello estaría reflejando una gradual recuperación del nivel de actividad económica. Para el cierre del año se espera un crecimiento anual de alrededor de 8,0 por ciento, consistente con la previsión de la evolución de la actividad económica.





Los depósitos en moneda nacional crecieron a una tasa de 1,5 por ciento en octubre de 2015, manteniéndose bastante por debajo del dinamismo observado en la primera parte del año (7,4 por ciento a marzo de 2015 y 4,5 por ciento a junio de 2015), lo que estaría asociado a una sustitución del portafolio de ahorros (soles por dólares) en un contexto de fortalecimiento global de la divisa norteamericana. Así, el porcentaje de depósitos denominados en moneda extranjera por parte de agentes privados no financieros aumentó de 39,7 por ciento en diciembre de 2014 a 44,0 por ciento en octubre de 2015.

Para 2016 se espera una recuperación gradual del ritmo de expansión de los depósitos en soles en la medida que se acelere el gasto público, y el Tesoro Público retire parte de sus depósitos del BCRP, y en la medida que se disipen las expectativas de depreciación.

Cuadro 37
AGREGADOS MONETARIOS (FIN DE PERIODO)
(Variación porcentual doce meses)

	Dic.14	Mar.15	Jun.15	Set.15	Oct.15
1 Circulante	11,5	8,4	8,7	4,6	6,8
2 Depósitos en moneda nacional	9,5	7,4	4,5	1,4	1,5
3 Liquidez en moneda nacional	10,1	7,9	6,4	3,1	3,7
4 Liquidez total ^{1/}	6,5	5,3	5,7	7,8	6,8
5 Crédito en moneda nacional al sector privado	18,2	19,2	24,5	29,6	29,3
6 Crédito total al sector privado	10,4	9,4	8,4	10,6	10,4

1/ Incluye moneda extranjera.

74. Por otra parte, los depósitos del sector privado han incrementado sus niveles de dolarización, aunque el de las personas naturales sigue siendo menor en comparación a las empresas e inversionistas institucionales. La dolarización de los depósitos de empresas se incrementó en 2,3 puntos porcentuales respecto al segundo trimestre, donde resalta el incremento en la dolarización de los depósitos a plazo y ahorro; mientras que, la dolarización de los depósitos de inversionistas institucionales se incrementó en 5,3 puntos porcentuales, aproximadamente. En el caso de los fondos mutuos, la dolarización de sus depósitos disminuyó 1,8 puntos porcentuales respecto al segundo trimestre.

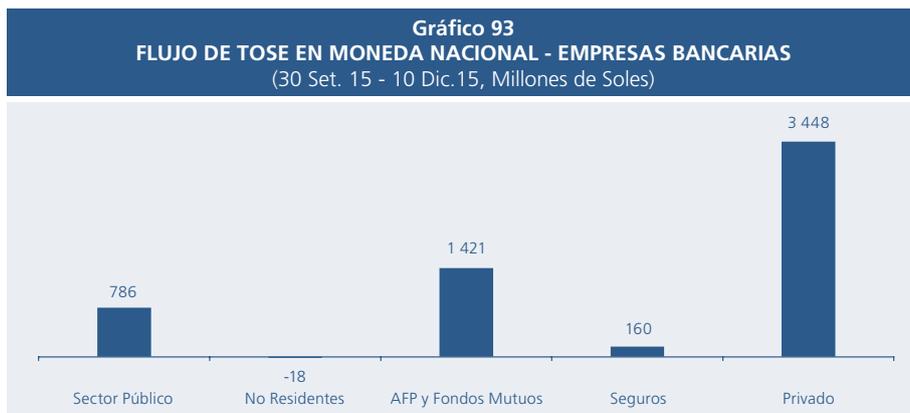
Cuadro 38
COEFICIENTE DE DOLARIZACION DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO

	Dic.11	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Oct.15
Empresas	59,0	52,2	53,8	50,8	55,6
Vista	49,2	47,1	48,7	47,9	50,0
Ahorro	59,9	43,5	45,6	63,9	67,7
Plazo	85,8	69,7	70,5	61,6	79,8
Personas	40,2	35,5	35,3	33,7	38,1
Vista	49,2	47,1	48,7	48,2	50,0
Ahorro	40,6	36,9	35,6	35,2	38,6
Plazo	38,5	32,9	33,3	30,8	36,2
Fondos de Pensiones	16,8	52,0	83,8	88,6	90,8
Fondos Mutuos	56,7	51,2	59,6	54,6	51,2
Total	47,2	42,7	46,0	42,4	47,1

75. A octubre 2015, el ratio de crédito sobre depósitos de las empresas bancarias fue de 103 por ciento, nivel menor al registrado al cierre del tercer trimestre (105 por ciento) y similar al observado en diciembre de 2014. Esta evolución refleja la reciente recuperación de los depósitos del sector privado (S/ 4 400 millones entre setiembre y octubre de 2015) y la subasta de depósitos del Sector Público por parte del BCRP (S/ 3 500 millones). El incremento en los depósitos del sector privado se dio en ambas monedas, resaltando los mayores depósitos de empresas y hogares (S/ 2 977 millones en total) e inversionistas institucionales (S/ 1 423 millones en total). Las fuentes de fondeo de largo plazo de la banca (adeudados externos y repos de moneda con el BCRP) se mantuvieron estables en este período.



En lo que va del cuarto trimestre y con información adelantada, el TOSE en moneda nacional se habría recuperado significativamente (S/ 5 797 millones entre setiembre y diciembre 2015), resaltando la recuperación importante de los depósitos del sector privado no financiero (S/ 3 448 millones) y de los depósitos de inversionistas institucionales (S/ 1 581 millones). Por ello, se espera que el ratio de créditos sobre depósitos continúe con su tendencia decreciente, más aún si el Sector Público incrementa su nivel de gasto para el próximo año y continúan las subastas de depósitos del Tesoro Público en el BCRP.



**Tasas de interés**

76. Entre setiembre y noviembre de 2015 las tasas de interés fueron influenciadas por el incremento en la tasa de referencia del Banco Central. La tasa interbancaria overnight se ubicó muy cerca a su nivel de referencia (3,52 por ciento). Por un lado, las tasas de los créditos hipotecario, grandes empresas, microempresas, medianas empresas y corporativos presentaron una tendencia ascendente con incrementos de 57, 52, 32, 29 y 28 puntos básicos, respectivamente. De otro lado, los segmentos de consumo y pequeñas empresas presentaron tasas de interés menores en 51 y 15 puntos básicos, respectivamente.

En el caso de las tasas de interés pasivas en moneda nacional, estas se incrementaron en todos sus plazos. Así, la tasa de depósitos menores a 30 días entre 31 y 180 días, y entre 181 y 360 días, aumentaron en 12, 45 y 24 puntos básicos, respectivamente.

Cuadro 39								
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL ^{1/}								
(En porcentajes)								
	Interbancaria	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Microempresas	Consumo	Hipotecario
Dic-14	3,80	5,6	6,8	9,5	20,6	33,0	43,3	9,0
Mar-15	3,47	5,2	6,6	9,8	21,2	34,4	40,6	8,5
Jun-15	3,42	5,1	6,6	9,7	20,8	34,6	43,8	8,4
Set-15	3,67	5,9	7,2	10,2	20,4	33,5	42,4	8,6
Nov-15	3,52	5,8	7,4	10,3	20,7	34,4	42,9	9,1
Variación Acumulada (pbs)								
Nov.15-Ago.15	-17	28	52	29	-15	32	-51	57
Nov.15-Dic.14	-28	19	60	87	13	141	-39	10
Nov.15- Dic.13	-64	39	35	18	-33	127	66	3

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

Cuadro 40			
TASAS DE INTERÉS EN SOLES			
(En porcentajes)			
	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic-14	3,8	3,8	4,3
Mar-15	3,5	3,8	4,4
Jun-15	3,4	4,0	4,4
Set-15	4,1	4,4	4,4
Nov-15	4,0	4,6	4,6
Variación Acumulada (pbs)			
Nov. 15-Ago.15	12	45	24
Nov.15-Dic.14	19	81	25
Nov.15-Dic.13	24	106	69

Fuente: BCRP.

77. En el caso de las tasas de interés en dólares, la mayoría de tasas activas y pasivas se incrementaron en los últimos tres meses, a excepción de las tasas de los depósitos a plazos mayores a 181 días y los créditos a las microempresas, las cuales descendieron en 5 y 28 puntos básicos, respectivamente. La tasa de interés preferencial corporativa activa a 90 días en dólares aumentó 32 puntos básicos respecto a agosto, alcanzando un nivel de 1,06 por ciento, mientras que la tasa interbancaria permaneció en 0,15 por ciento.

Cuadro 41
TASAS DE INTERÉS POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA ^{1/}
(En porcentajes)

	Interbancaria	Corporativos	Grandes Empresas	Medianas Empresas	Pequeñas Empresas	Consumo	Hipotecario
Dic-14	0,15	2,5	5,1	8,3	12,3	27,3	7,6
Mar-15	0,15	2,6	4,9	8,2	13,5	30,9	7,4
Jun-15	0,15	2,2	4,6	8,3	11,7	31,4	7,3
Set-15	0,15	1,9	5,6	8,5	12,8	32,4	6,8
Nov-15	0,15	2,2	5,0	8,4	12,5	31,9	7,0
Variación Acumulada (pbs)							
Nov.15-Ago.15	0	13	-28	21	126	66	7
Nov.15-Dic.14	0	-27	-6	12	25	467	-59
Nov.15- Dic.13	0	-18	-46	13	-66	588	-149

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

Cuadro 42
TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES
(En porcentajes)

	Depósitos hasta 30 días	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	Depósitos a plazo de 181 a 360 días
Dic-14	0,2	0,5	0,8
Mar-15	0,2	0,5	0,8
Jun-15	0,1	0,4	0,7
Set-15	0,1	0,3	0,6
Nov-15	0,3	0,4	0,6
Variación Acumulada (pbs)			
Nov.15-Ago.15	16	10	-5
Nov.15-Dic.14	10	-5	-23
Nov.15-Dic.13	11	-33	-71

Fuente: BCRP.

Tipo de cambio e intervención cambiaria

78. Entre agosto y noviembre de 2015, el tipo de cambio mantuvo su tendencia al alza en previsión del aumento de la tasa de interés de la Reserva Federal, la incertidumbre sobre la desaceleración de la economía China y la caída de los precios de los





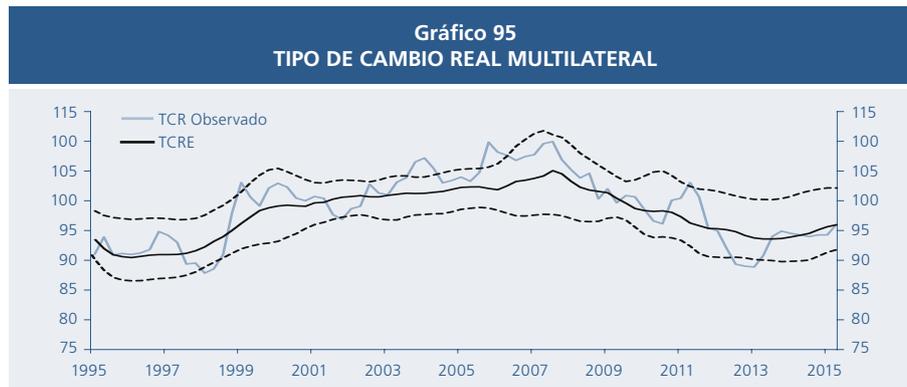
commodities. La incertidumbre sobre la magnitud del impacto de estos factores redujo la liquidez del mercado de dólares lo que resulto en una mayor alza del tipo de cambio. Así, el tipo de cambio pasó de S/ 3,237 por dólar a finales de agosto de 2015 a S/ 3,377 al cierre de octubre de 2015, reflejando una depreciación de 4,3 por ciento.



79. La demanda neta de dólares que se observó entre agosto y noviembre fue de US\$ 945 millones. La demanda provino principalmente del sector privado no minero, que demandó US\$ 3 922 millones en el periodo. La oferta del sector no residente por US\$ 1 366 millones y del sector minero por US\$ 1 571 millones fue responsable de reducir la demanda neta. La oferta neta provino de la intervención del Banco Central, principalmente a través de la venta neta de dólares en el mercado *spot* por US\$ 825 millones.

En este contexto, el BCRP intervino no sólo a través de la venta de dólares en el mercado *spot*; también se continuó interviniendo en el mercado *forward* a través de *swaps* cambiarios. En el periodo se dieron vencimientos netos de *swaps* cambiarios por US\$ 390 millones. Estos vencimientos de *swaps* acompañaron las colocaciones netas de CDRs por un monto equivalente a US\$ 300 millones.

80. El tipo de cambio real multilateral se incrementó en 1,75 por ciento en comparación con el mes de noviembre de 2014. El resultado refleja una depreciación nominal multilateral de 4,14 por ciento, una inflación doméstica de 4,17 por ciento y una inflación externa proyectada de 1,77 por ciento (variación doce meses). Con ello, el nivel actual del tipo de cambio real multilateral se encuentra dentro del rango de estimaciones del tipo de cambio real de equilibrio (ver Recuadro 7).

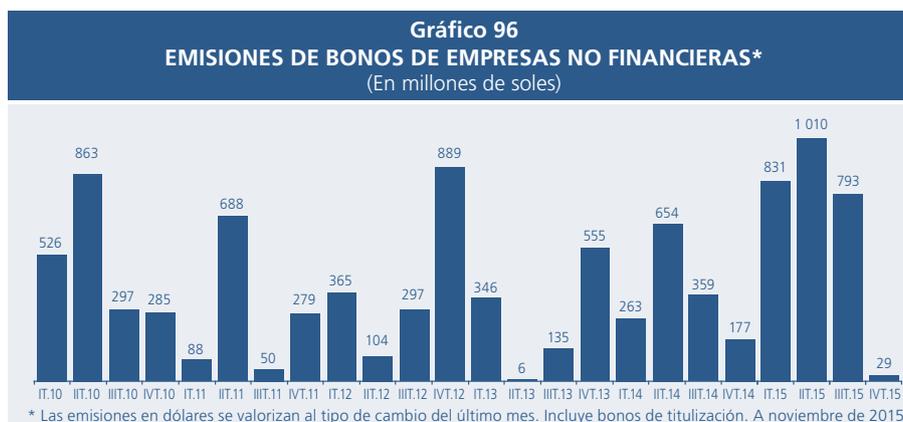


Emisiones de bonos del sector privado

81. El mercado de renta fija corporativo presentó una desaceleración importante entre octubre y noviembre de 2015. Se emitieron S/ 29 millones de valores en el mercado local, cifra muy inferior a las colocaciones realizadas en el tercer trimestre (S/ 793 millones). Sin embargo, en términos anuales las emisiones de 2015 son superiores aún a los montos emitidos en los últimos cinco años.

De manera similar, las empresas no financieras obtuvieron un menor financiamiento en el mercado de capitales local (S/ 87 millones) respecto el tercer trimestre de 2015 (S/ 207 millones).

Se espera que en enero de 2016 exista un mayor dinamismo en el mercado local de valores ante la expectativa que el reciente anuncio de la Reserva Federal sobre su tasa de política monetaria genere un entorno de mayor certidumbre en términos de tasas, lo que influiría en la decisión de las empresas para emitir valores. A octubre de 2015, existen valores pendientes de inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores por US\$ 296 millones (S/ 460 millones y US\$ 153 millones).





Cuadro 43
EMISIÓN MENSUAL DE BONOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
(En millones)

Mes	US\$	S/	Total S/
Dic.13	111	90	401
Ene.14	1	0	3
Feb.14	62	85	260
Abr.14	0	220	220
Jun.14	0	434	434
Jul.14	20	0	56
Set.14	50	160	304
Nov.14	21	0	61
Dic.14	0	116	116
Ene.15	10	500	531
Feb.15	0	300	300
Abr.15	6	0	19
May.15	0	502	502
Jun.15	154	0	489
Jul.15	0	435	435
Set.15	16	306	358
Oct.15	2	2	9
Nov.15	6	0	20
Promedio 2010			158
Promedio 2011			104
Promedio 2012			138
Promedio 2013			87
Promedio 2014			145
Promedio 2015			242

82. Las empresas peruanas no emitieron valores en el mercado internacional entre setiembre y noviembre. El contexto de elevada volatilidad del tipo de cambio e incertidumbre en los mercados financieros estaría desincentivando que nuevas corporaciones incrementen su deuda en moneda extranjera.

En 2015, las empresas Alicorp, Copeinca, Maestro e Inretail realizaron una recompra de sus bonos emitidos en el mercado externo por un total de US\$ 1 020 millones. El financiamiento de la recompra provino de emisión de nuevos valores en el mercado local e internacional. Así, en el caso de Alicorp, la empresa realizó una emisión de bonos de S/ 500 millones en el mercado local. La empresa Inretail prefirió emitir valores en el mercado internacional por US\$ 250 millones con un plazo superior y una tasa cupón menor a la de los bonos redimidos.

Cuadro 44
EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

Empresa	Fecha de Emisión	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
AÑO 2014		5 510		
Sector no Financiero		3 306		
Compañía Minera Ares	15-ene	350	7	7,75%
Minsur	31-ene	450	10	6,25%
Abengoa Transmisión Sur	08-abr	432	29	6,88%
Camposol	24-abr	75	3	9,88%
Rutas de Lima**	27-jun	370	22	8,38%
Rutas de Lima***	27-jun	150	25	5,25%
InRetail Shopping Mall	01-jul	350	7	6,50%
InRetail Consumer	07-oct	300	7	5,25%
Unión Andina de Cementos	28-oct	625	7	5,88%
Energía Eólica	15-dic	204	20	6,00%
Sector Financiero		2 204		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>1 025</u>		
Banco de Crédito	15-ene	200	13	6,13%
Interbank	11-mar	300	15	6,63%
Banco de Crédito	01-jul	225	4	2,75%
BBVA Banco Continental	15-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	08-jul	300	5	3,25%
COFIDE	08-jul	300	15	5,25%
AÑO 2015		4 510		
Sector no Financiero		3 361		
GyM Ferrovias***	03-feb	206	25	4,75%
Southern Copper Corporation	17-abr	500	10	3,88%
Southern Copper Corporation	17-abr	1 500	30	5,88%
Consorcio Nuevo Metro de Lima	10-jun	1 155	19	5,88%
Sector Financiero		1 149		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>349</u>		
Intercorp	03-feb	250	10	5,88%
Interbank**	03-feb	99	15	7,66%
<u>Sector Financiero Público</u>		<u>800</u>		
COFIDE	07-jul	200	4	3,25%
COFIDE	07-jul	600	10	4,75%

* Emisión en Francos suizos.
 ** Emisión en Soles.
 *** Emisión en Soles VAC.





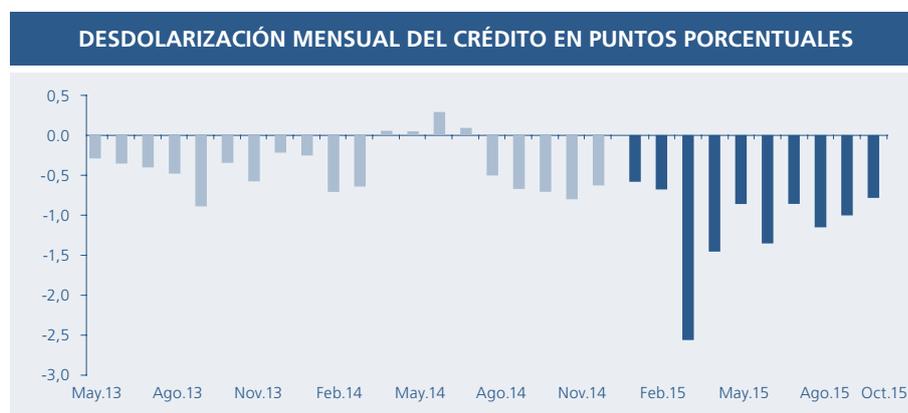
Recuadro 5 EFECTOS DEL PROGRAMA DE DESDOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO

La reversión de las extraordinarias políticas de expansión monetaria aplicadas por las economías desarrolladas, a raíz de la crisis financiera global, genera la necesidad de tomar medidas de política para que ello tenga el menor impacto en la economía nacional, donde la dolarización financiera, todavía representa una fuente importante de vulnerabilidad para el sistema financiero por los descalces de monedas que genera. Por ello, y de manera preventiva, el Banco Central ha implementado una serie de medidas con el objetivo de acelerar el proceso de desdolarización financiera observado en el Perú desde hace más de una década.

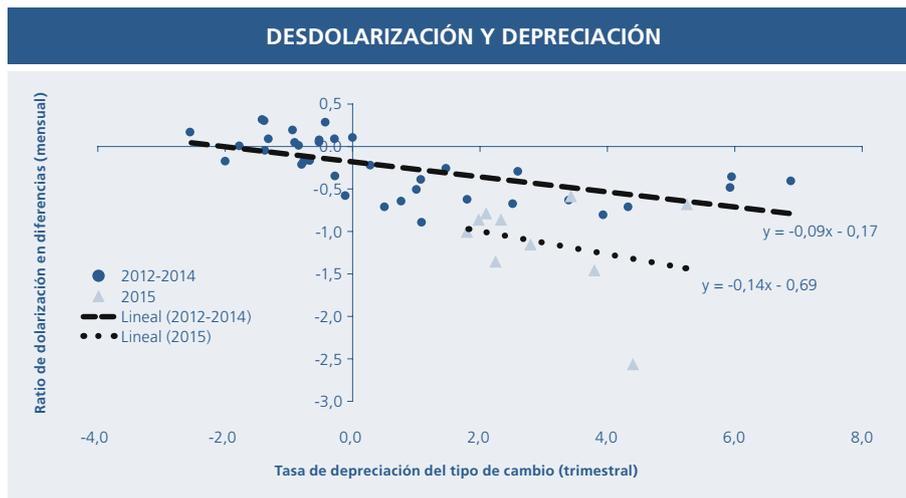
Así, a partir de marzo de 2013 se establecieron encajes adicionales en función al comportamiento del crédito hipotecario y vehicular en moneda extranjera con el objetivo de acelerar el proceso de desdolarización, y a partir de octubre del mismo año también se estableció un encaje adicional en función a la evolución del crédito total en moneda extranjera excluyendo comercio exterior. Estos encajes se establecieron inicialmente en función de límites al crecimiento de este tipo de créditos y a partir de diciembre de 2014, se exigió que el saldo de este tipo de créditos se reduzca de manera gradual, con metas a junio y diciembre de este año. Recientemente se han establecido menores límites para diciembre de 2016.

Con datos al cierre de octubre de este año, se observa que estas medidas orientadas a reducir la dolarización del crédito han sido efectivas ya que las entidades financieras han conseguido cumplir con las metas establecidas con amplio margen en algunos casos. Sin embargo, identificar el impacto de estas medidas en el grado de dolarización del crédito empíricamente implica un reto mayor, sobre todo en un contexto de depreciación consecuencia de la caída de los términos de intercambio.

En este recuadro, se presenta una evaluación estadística del impacto de estas medidas en el ratio de dolarización del crédito, siguiendo la metodología de evaluación contra-factual ex post de políticas, propuesta por Pesaran y Smith (2012). Una primera evaluación cualitativa del impacto del programa de desdolarización se puede realizar al comparar el ritmo de desdolarización antes y después del programa. Tal como se aprecia en el siguiente gráfico, el cambio en el ritmo de la desdolarización del crédito a partir de 2015 es evidente. Este pasa de un promedio de 0,40 puntos porcentuales por mes entre mayo de 2013 y diciembre 2014, a un promedio mensual de 1,13 puntos porcentuales en 2015.



Complementariamente, al controlar por el tipo de cambio, el siguiente gráfico muestra también un marcado incremento en el ritmo de desdolarización del crédito a partir de 2015, el mismo que se materializa en el desplazamiento paralelo de la relación entre desdolarización y depreciación trimestral del tipo de cambio.



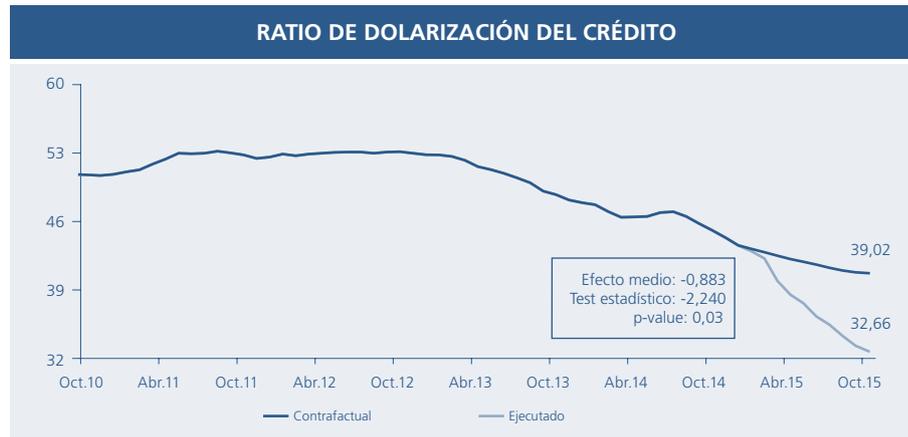
La metodología de Pesarán y Smith (2012) permite aislar el efecto de los instrumentos de política sobre la variable explicada, a partir de modelos de forma reducida, que utilizan variables de control que son invariantes a los instrumentos de política utilizados. Estos modelos de forma reducida se utilizan luego para generar impactos contrafactuales de las variables analizadas, en nuestro ejercicio el ratio de dolarización, cuya significancia se evalúa luego mediante una hipótesis estadística.

Estos impactos consideran dos escenarios, uno observado y otro alternativo que asume que los instrumentos de política no se activaron. La diferencia promedio de estos impactos se evalúa si es estadísticamente diferente de cero mediante una prueba de hipótesis, diseñada por Pesaran y Smith (2012). De ser éste el caso, se afirma que existe evidencia estadística de la efectividad de las políticas aplicadas.

Las regresiones auxiliares utilizadas en este análisis controlan por el efecto del tipo de cambio en el proceso de desdolarización, mediante el uso de controles que están correlacionados con la evolución de esta variable, y no dependen de la política de encajes, como son el precio internacional del cobre y de un índice del tipo de cambio de una muestra de economías Latinoamericanas (Brasil, Chile, Colombia y México), respectivamente.

El siguiente gráfico muestra el resultado de un ejercicio contrafactual. La diferencia de ambas líneas captura el efecto de las medidas de desdolarización (implementadas para 2015), controlando por el efecto cambiario. Se muestra que el efecto medio del programa fue una reducción adicional del ratio de dolarización de 0,883 por ciento mensual. Esta cifra es estadísticamente significativa.





Este resultado indica que las políticas adoptadas por el BCRP han sido efectivas en lograr el objetivo de desdolarizar la economía. Dicho logro es sumamente importante dado el contexto internacional actual en el cual la inminente normalización de la política monetaria de la Reserva Federal, mediante el alza de su tasa de interés de política, está generando presiones fuertes sobre el tipo de cambio. La reducción en la dolarización del crédito lograda no solo contribuye a aminorar los descalces cambiarios en el sector privado, sino también incrementa la fortaleza del sistema financiero ante choques externos severos que generen un cambio abrupto en el tipo de cambio.

Recuadro 6
EL TIPO DE CAMBIO Y EFECTO HOJA BALANCE

Desde la segunda mitad del año 2013, el dólar estadounidense ha venido fortaleciéndose a nivel mundial. En este contexto, el sol se ha venido depreciando respecto al dólar de EEUU como se observa en el siguiente gráfico.

Entonces en este recuadro se analizan los posibles efectos de la depreciación del sol sobre la actividad económica en el Perú. En particular, ¿es esta depreciación del sol observada desde 2012 contractiva o expansiva para la actividad económica?

En la teoría convencional de economía abierta como la de Mundell-Fleming, una depreciación de la moneda tiene un efecto positivo sobre el producto, pues los productos exportados se hacen relativamente más baratos, por lo tanto el país gana en competitividad en el comercio internacional.

En la economía peruana, parte importante de los montos de deuda que mantienen las empresas y familias están expresadas en dólares (véase el gráfico que se presenta a continuación sobre la evolución de la dolarización de los créditos), aun cuando las empresas y familias generan ingresos en soles. Por tanto, una depreciación del sol incrementa los costos de la deuda y reduce los recursos disponibles para hacer frente a obligaciones financieras, lo cual podría traducirse en un mayor riesgo crediticio para los bancos.



En el caso de las empresas, estos efectos de balance afectan negativamente a sus planes de inversión y producción. En este contexto, la depreciación del sol respecto al dólar puede tener efectos contractivos a nivel agregado, lo cual podría contrarrestar o dominar el efecto competitividad si las empresas están altamente endeudadas en dólares.

Además es importante indicar otros canales a través de los cuales una depreciación del sol afecta las decisiones de inversión y producción de las empresas. Si las empresas tienen activos en dólares entonces una depreciación del sol será beneficiosa. De otro lado, si las empresas importan insumos del exterior, una depreciación del sol incrementa el costo de sus insumos importados expresados en moneda nacional.

Una importante literatura sobre los efectos de hoja de balance ha sido desarrollado sobre el trabajo de Bernanke y otros (1999), en tales modelos sí existe una descalce cambiario significativo (los pasivos son significativamente





mayores a los activos e ingresos en moneda extranjera), una fuerte depreciación puede deteriorar el valor neto de las empresas. A medida que el riesgo de las empresas aumenta, los créditos se hacen más caros y restrictivos, lo que finalmente afecta la inversión.

En el Reporte de Estabilidad Financiera (2015) se indica que se ha observado empresas con descalces cambiarios, principalmente orientadas al mercado doméstico que se han endeudado en dólares (sea en el mercado local o en el exterior), que no han tomado coberturas cambiarias.

En esta línea, estudios que utilizan los balances de empresas no financieras que cotizan en la bolsa de valores de Lima, encuentran evidencia de efectos negativos de la depreciación del sol sobre la inversión de las empresas en un contexto de depreciación alta (Carranza y otros, 2011) o en un contexto de empresas que están fuertemente descalzadas (Ramírez, 2015)

El estudio de Ramírez (2015), para una muestra de 76 empresas que listan en la bolsa de valores de Lima en el periodo 2002-2014, encuentra evidencia de que empresas con un descalce cambiario (definida como la diferencia de pasivos menos activos en dólares como porcentaje del total de activos) menor a -10 por ciento, una depreciación del sol afecta negativamente la inversión de las empresas.

En este sentido, para reducir la vulnerabilidad de los efectos negativos de una depreciación del tipo de cambio, el BCRP ha venido adoptando una serie de medidas para reducir la dolarización de la economía, dolarización que ha venido cayendo sostenidamente tal como se muestra en el Gráfico anterior.

Del mismo modo, empresas que tienen sus ingresos en soles y deciden mantener deuda en dólares o que estén fuertemente descalzadas en la composición de sus monedas (posición de cambio negativa en dólares) deben evaluar el uso de instrumentos derivados para cubrir los flujos futuros que deben desembolsar por la emisión o préstamo en dólares; o evaluar la recompra de parte de su propia deuda en dólares, mediante la emisión de nueva deuda en soles.

Referencias:

Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1999). "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. En: Taylor, M. y M. Woodford (eds), Handbook of Macroeconomics 1. North-Holland.

Carranza, J., E. Galdon-Sanchez y J. Gomez-Biscarri (2011). "The relationship between investment and large exchange rate depreciations in dollarized economies." *Journal of International Money and Finance* 30, 1265–1279.

Carrera, C. (2015). "Identifying the exchange-rate balance sheet effect over firms." BCRP, mimeo.

Reporte de Estabilidad Financiera (2015). Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Ramírez, N. (2015). "Balance sheet and currency mismatch: evidence for Peruvian firms." BCRP, mimeo.

Recuadro 7

ACTUALIZACIÓN DE ESTIMACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO

En el Reporte de Inflación de mayo de 2015, se presentaron los resultados de la estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) con la metodología de modelos de comportamiento del Tipo de Cambio Real (BEER, por sus siglas en inglés) con información a abril de 2015¹⁰. En este Reporte se presenta una actualización de estas estimaciones que toman en cuenta información a noviembre de 2015.

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

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

Evolución reciente del Tipo de Cambio Real Equilibrio

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

10 Es importante mencionar que esta metodología busca estimar relaciones de largo plazo entre el TCR de equilibrio y sus fundamentos. Para ellos se utilizan los datos comprendidos en el período 1993 y 2015 bajo el supuesto que estas relaciones de largo plazo son estables en el tiempo.





ELASTICIDADES PROMEDIO ESTIMADAS 1/

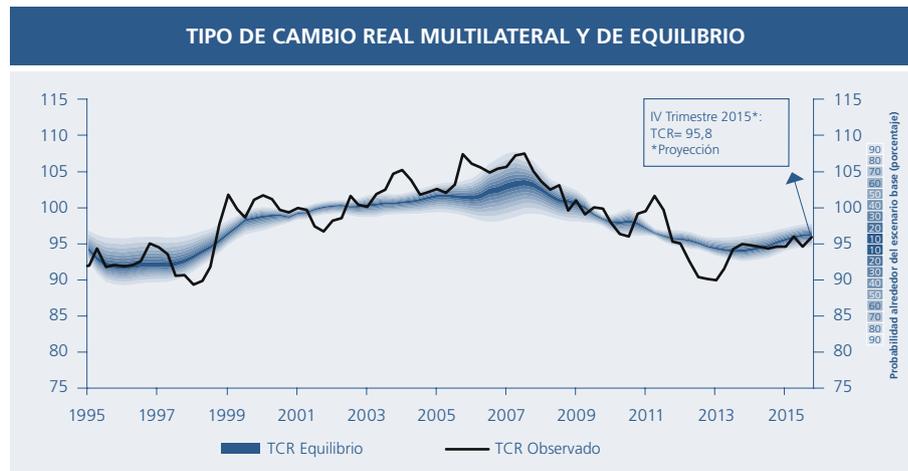
Variable	Elasticidades estimadas a	
	RI May.15	RI Dic.15
Productividad Relativa Perú/Socios 2/	-0,6	-0,5
Términos de Intercambio	-0,1	-0,1
Ratio Gasto Público / PBI	-0,1	-0,2
Apertura Comercial 3/	-0,0	-0,0

1/ Estos coeficientes se obtienen al promediar las estimaciones de todos los modelos evaluados.

2/ Productividad Relativa Perú/Socios: Ratio de PBI por persona empleada de Perú sobre socios comerciales.

3/ Indicador arancelario efectivo como Impuestos a las Importaciones / Importaciones Totales. Entonces, un incremento de la apertura comercial sería una caída del indicador arancelario.

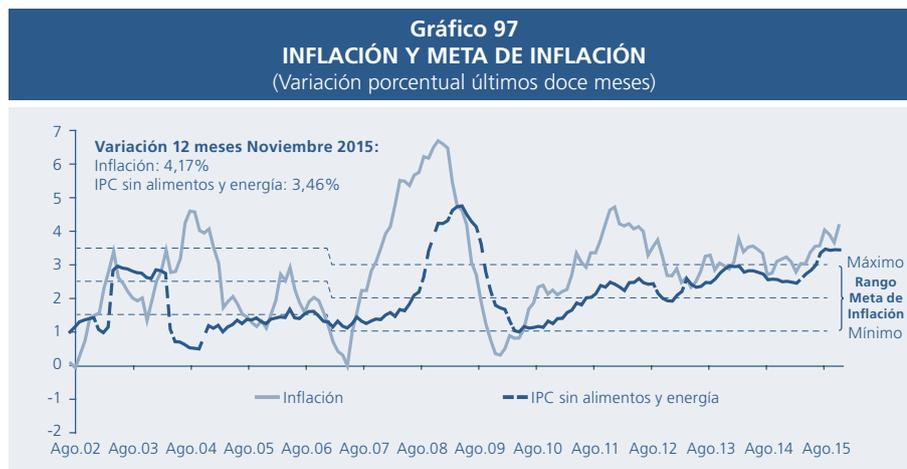
Las elasticidades estimadas no muestran cambios relevantes respecto a los presentados en el Reporte de Inflación anterior. La productividad relativa es el fundamento que tiene mayor impacto sobre el TCRE seguido por los términos de intercambio y el gasto público aunque sus impactos son menores. Por ejemplo, un crecimiento de un punto porcentual en la productividad relativa de nuestra economía indica una reducción del TCRE de 0,5 por ciento. Tal como se observa en el gráfico, el Tipo de Cambio Real (TCR) se encontraba por debajo de su nivel de equilibrio durante 2012. Sin embargo, desde 2013, el TCR se ha incrementado convergiendo a su nivel de equilibrio. La estimación para los años 2014 y 2015 muestra que el TCR está dentro de las bandas de confianza del TCRE estimado.



Cabe resaltar que los resultados de la estimación del tipo de cambio real muestran que éste está en línea con la evolución de sus fundamentos. Por ello, un ajuste brusco del tipo de cambio nominal no sería consistente con mantener el equilibrio externo e interno en la economía. A su vez, una depreciación rápida del tipo de cambio generaría el efecto conocido como “Hoja de Balance”. Los pasivos denominados en dólares se encarecerían con un efecto riqueza negativo que generaría una caída en el consumo. Considerando que la política de intervenciones del BCRP no tiene efectos sobre el TCR de largo plazo (determinando por variables fundamentales) sino solo sobre su volatilidad de corto plazo, la intervención cambiaria puede ser efectiva para evitar ajuste desordenado de la economía hacia su nivel de equilibrio de largo plazo.

VI. Inflación

83. La inflación acumulada en los últimos doce meses pasó de 3,22 por ciento en diciembre de 2014 a 4,17 por ciento en noviembre 2015.
84. La inflación reflejó principalmente alzas en los precios de alimentos y tarifas eléctricas. El componente de alimentos y energía se incrementó en 5,02 por ciento. La inflación sin alimentos y energía, es decir descontando el impacto de estos rubros de alta volatilidad de precios, ascendió a 3,46 por ciento, principalmente por el alza en educación y tarifas de agua potable, así como de algunos rubros asociados al tipo de cambio, como compra de vehículos y alquiler de vivienda.



Cuadro 45
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
									Ene.-Nov.	12 meses
IPC	100,0	6,65	0,25	2,08	4,74	2,65	2,86	3,22	3,93	4,17
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	4,25	1,71	1,38	2,42	1,91	2,97	2,51	2,95	3,46
a. Bienes	21,7	3,21	2,31	1,07	2,37	1,60	2,62	2,43	3,28	3,51
b. Servicios	34,8	4,97	1,24	1,58	2,45	2,10	3,18	2,55	2,75	3,43
2. Alimentos y energía	43,6	8,58	-0,86	2,98	7,70	3,55	2,73	4,08	5,10	5,02
a. Alimentos y bebidas	37,8	9,70	0,57	2,41	7,97	4,06	2,24	4,83	4,96	5,30
b. Combustibles y electricidad	5,7	1,65	-10,40	6,80	6,01	0,22	6,09	-0,85	6,10	3,12
Combustibles	2,8	-0,04	-12,66	12,21	7,54	-1,48	5,95	-5,59	-5,55	-10,71
Electricidad	2,9	6,31	-4,56	1,36	4,30	2,19	6,23	4,37	17,75	17,73





Cuadro 46
INFLACIÓN
(Contribuciones ponderadas)

	Peso	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014	
									Ene.-Nov.	12 meses
IPC	100,0	6,65	0,25	2,08	4,74	2,65	2,86	3,22	3,93	4,17
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,88	0,74	0,78	1,36	1,05	1,62	1,37	1,60	1,87
a. Bienes	21,7	0,62	0,43	0,23	0,51	0,34	0,54	0,50	0,67	0,72
b. Servicios	34,8	1,24	0,30	0,55	0,85	0,71	1,08	0,87	0,92	1,15
2. Alimentos y energía	43,6	4,80	-0,49	1,30	3,38	1,60	1,24	1,86	2,34	2,31
a. Alimentos y bebidas	37,8	4,67	0,28	0,91	3,03	1,59	0,89	1,91	1,99	2,12
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,13	-0,77	0,38	0,35	0,01	0,35	-0,05	0,35	0,19
Combustibles	2,8	0,00	-0,68	0,34	0,23	-0,05	0,18	-0,18	-0,16	-0,33
Electricidad	2,9	0,13	-0,09	0,04	0,12	0,06	0,17	0,12	0,51	0,51

85. Las tarifas eléctricas alcanzaron una variación acumulada de 18 por ciento. En el marco de la normatividad vigente Osinermin autorizó sucesivos reajustes. Se actualizaron los costos de generación y distribución afectados principalmente por el alza del tipo de cambio. Los principales determinantes de esta variación fueron el tipo de cambio, así como las nuevas inversiones realizadas en el sector eléctrico que se tradujeron en mayores peajes del Sistema de Transmisión Principal.

Cuadro 47
IMPACTO DE LOS DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN TARIFARIA
(Dic. 2014 - Nov. 2015)

Rubro	Contribución al incremento (en porcentajes)
Tipo de Cambio	9
Cargos especiales para financiar inversiones	5
Cargos de transmisión	2
Otros	2
TOTAL	18

Fuente: GART, Osinermin.
Elaboración: BCRP.

Las cargas especiales para financiar nuevas inversiones son centrales de energía renovable (con una contribución de 2,5 por ciento), por el Gasoducto Sur Peruano (0,9 por ciento), líneas de Transmisión (0,8 por ciento), y la Reserva Fría de Puerto Eten (0,8 por ciento).

86. El rubro **comida fuera del hogar** registró la mayor contribución a la inflación del período, con un incremento de 5,0 por ciento, lo que estuvo en relación al aumento del precio de los alimentos (4,9 por ciento).

Cuadro 48
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN:
ENERO - NOVIEMBRE 2015

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	5,0	0,66	Cítricos	0,5	-15,5	-0,12
Electricidad	2,9	17,7	0,51	Gasolina y lubricantes	1,3	-6,5	-0,09
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,9	0,46	Gas	1,4	-5,5	-0,08
Papa	0,9	51,6	0,44	Transporte nacional	0,3	-16,8	-0,07
Compra de vehículos	1,6	9,1	0,14	Teléfonos	2,9	-2,7	-0,06
Consumo de agua	1,6	8,1	0,14	Otros cereales poco transformados	0,1	-28,9	-0,02
Artículos del cuidado personal	4,9	2,4	0,11	Huevos	0,6	-2,8	-0,02
Azúcar	0,5	19,1	0,10	Papaya	0,2	-5,2	-0,01
Productos medicinales	2,1	4,5	0,09	Duraznos	0,1	-5,0	-0,01
Pasaje urbano	8,5	1,1	0,09	Otras frutas frescas	0,4	-1,0	0,00
Total			2,74	Total			-0,48

Las **matrículas y pensiones de enseñanza** aumentaron 4,9 por ciento. La mayor variación se dio en marzo, al inicio de las actividades escolares y universitarias. En ese mes, las pensiones en los colegios particulares aumentaron 6,4 por ciento y en las universidades privadas 3,6 por ciento. En los siguientes meses, las variaciones registradas en este rubro reflejaron el incremento de las matrículas y pensiones en los institutos privados.

La **tarifa de agua** aumentó 8,1 por ciento, alza autorizada por el organismo regulador Sunass. Se consideró el cumplimiento de las metas de gestión de Sedapal, orientadas a aumentar la cobertura de agua potable.

El rubro **compra de vehículos** aumentó 9,1 por ciento, afectada por la depreciación del tipo de cambio (12,3 por ciento).

87. En lo que va del año el precio promedio de los **gasoholes** se ha reducido en 6,5 por ciento, disminución menor a la de los precios internacionales de referencia de los gasoholes, los que han bajado en 23 por ciento en dólares y en 14 por ciento en el equivalente en moneda nacional. Cabe recalcar que el precio local de refinería bajó en sólo 3 por ciento.

En el siguiente cuadro se muestra que los consumidores han visto una reducción de precios de combustibles de 6,5 por ciento, en tanto que el precio de referencia internacional de los gasoholes han bajado en 14,0 por ciento, lo que toma en cuenta la elevación del tipo de cambio.





Cuadro 49
PRECIO DE LOS GASOHOLES
(S/ por Gl.)

	Dic.14	Nov.15	Var.%
1. Precio de Paridad de importación de gasoholes (US\$)*	1,99	1,54	-22,8%
2. Tipo de Cambio	2,96	3,30	11,4%
3. <u>Precio de Paridad de importación de gasoholes (S/)(=1*2)</u>	<u>5,91</u>	<u>5,08</u>	<u>-14,0%</u>
4. Adelanto de precios	0,54	1,19	122,4%
5. <u>Precio de Refinería (=3+4)</u>	<u>6,44</u>	<u>6,27</u>	<u>-2,7%</u>
6. Impuestos	3,30	3,17	-4,0%
7. Margen comercial	2,26	1,79	-20,8%
8. Precio final(=5+6+7)	12,01	11,23	-6,5%

* Corresponde al precio internacional calculado por OSINERGMIN.
Fuente: INEI y OSINERGMIN.

Alimentos

En el período enero-noviembre las anomalías climatológicas impactaron en el abastecimiento de alimentos agrícolas perecibles, como papa y tomate.

Se registraron alzas en todas las variedades de **papa**, rubro que registró un incremento acumulado en el período de 51,6 por ciento. A inicios del año las condiciones más cálidas en los valles de Lima afectaron las decisiones de siembra a lo que se sumó el irregular abastecimiento de Huánuco, cuyas cosechas estuvieron afectadas por las lluvias. Ello repercutió en el precio que registró en el mes de enero un alza de 17,2 por ciento. En los siguientes meses, la ocurrencia de lluvias y huaycos dio lugar a nuevos aumentos del precio, pero de menor magnitud. Esta situación se revirtió a partir de abril con la participación de Junín y Ayacucho, registrándose caídas en el precio hasta julio, mes en el que concluyen las cosechas de la campaña grande. En los siguientes meses se registraron fuertes alzas en el precio alcanzando en noviembre un incremento de 18,7 por ciento. El aumento de la temperatura y las expectativas de un evento Niño fuerte desincentivaron las siembras en los valles de Lima y Huánuco, observándose además menores rendimientos. A ello se sumó la deficiencia de lluvias en gran parte de la sierra central.

El precio del **tomate** aumentó 32,8 por ciento, reflejando también problemas de oferta derivados principalmente de las alteraciones climáticas. La producción nacional de tomate en el período enero-octubre disminuyó 18,7 por ciento. La mayor temperatura en los valles de Lima, principales zonas abastecedoras de Lima Metropolitana, dio lugar a menores siembras y a problemas fitosanitarios.

En el caso del rubro "**otras hortalizas**" (14,1 por ciento) que incluye productos como brócoli (36,2 por ciento) procedente de los valles de Lima, el aumento de la temperatura dio lugar a la aparición de plagas, afectando las cosechas.

En caso de los precios de los alimentos afectados en mayor medida por la evolución de las cotizaciones internacionales, en el período bajo análisis predominaron los factores internos.

El precio del **azúcar** aumentó 19,1 por un menor abastecimiento. En el período enero-octubre la producción de caña de azúcar disminuyó 11,7 por ciento principalmente por menores rendimientos, resultado de la escasez de agua durante el año 2014. También contribuyeron a este resultado los problemas laborales y las paradas técnicas de algunas empresas. Por otra parte, la cotización del azúcar en el mercado internacional presentó un incremento moderado (1,4 por ciento el contrato N° 5 y 3,7 por ciento el contrato N°16).

El precio de la **carne de pollo** aumentó 2,1 por ciento, presentando a lo largo del período un comportamiento fluctuante. Ello estuvo asociado principalmente a la mayor o menor disponibilidad de pescado, su principal sustituto. La producción nacional de pollo aumentó 8,4 por ciento en el período enero-octubre. Con respecto a los costos de producción, el alza del tipo de cambio fue en parte contrarrestada por la caída de la cotización internacional del maíz amarillo duro (-4,2 por ciento).

Cuadro 50
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN ENERO - NOVIEMBRE 2015

	Peso	Var. %	Contr. pond.
INFLACIÓN	100,0	3,9	3,93
Alimentos	37,8	5,0	1,99
Efecto de precios internacionales	10,0	2,6	0,26
<i>Del cual</i>			
Azúcar	0,5	19,1	0,10
Carne de pollo	3,0	2,1	0,06
Choques de oferta interna	4,95	10,7	0,57
<i>Del cual</i>			
Papa	0,9	51,6	0,44
Otras hortalizas	0,4	14,1	0,07
Tomate	0,2	32,8	0,06
Comidas fuera del hogar	11,7	5,0	0,66
Resto de alimentos	11,1	4,2	0,49
Combustibles, pasaje urbano y electricidad	14,3	3,1	0,44
Combustibles	2,8	-5,6	-0,16
Pasaje urbano	8,5	1,1	0,09
Electricidad	2,9	17,7	0,51
Asociados al tipo de cambio	4,5	6,0	0,24
Compra de vehículos	1,6	9,1	0,14
Alquiler de vivienda	2,4	3,2	0,07
Pasaje de avión	0,4	9,0	0,04
Educación	9,85	5,1	0,53
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,9	0,46
Enseñanza en áreas diversas	0,3	14,8	0,04
Textos y útiles escolares	0,7	4,5	0,03
Resto	33,58	2,3	0,73





La inflación acumulada entre enero y noviembre está asociada en parte al aumento de 14,1 por ciento del tipo de cambio. El impacto del tipo de cambio se dio principalmente a través de compra de vehículos, pasaje en avión y alquiler de vivienda, éste último expresado en gran medida en dólares. Asimismo, el reajuste en las tarifas eléctricas responde a un aumento de costos por la incidencia del tipo de cambio. En cuanto a los precios de los combustibles, si bien éstos se han reducido por la caída de la cotización internacional del petróleo, ésta reducción fue limitada significativamente por la depreciación cambiaria.

Otro factor que explica la inflación acumulada entre enero y noviembre es el alza de 5 por ciento en los precios de los alimentos (versus 4,5 por ciento en similar periodo de 2014). Dentro de los alimentos destaca el aumento de precios de papa (51,6 por ciento), otras hortalizas (14,1 por ciento) y tomate (32,8 por ciento) por condiciones climatológicas adversas.

Recuadro 8 PRECIOS DOMÉSTICOS DE LOS COMBUSTIBLES

En este recuadro analizamos la evolución de las cotizaciones internacionales de los combustibles y su impacto en los precios en el país. En el caso de los gasoholes, como hemos mencionado en reportes anteriores¹¹, aunque los precios domésticos se han reducido en los últimos 18 meses, existen aún rigideces en la transmisión de los precios internacionales a la economía local.

Considerando a manera de ejemplo al gasohol de 90 octanos, los precios internacionales incluyendo los costos de internamiento, publicados por OSINERGMIN, se han reducido en 24,1 por ciento en dólares desde diciembre de 2014. Al tomar en cuenta el efecto de la depreciación del sol, la reducción ha sido de 14,4 por ciento. Sin embargo, los precios de refinería locales solo se han ajustado en 3,2 por ciento. En el cuadro se aprecia que a noviembre de 2015 todavía está pendiente una reducción de S/ 1,22 por galón para trasladar toda la reducción del precio internacional, la misma que se ha dado principalmente desde el mes de junio de 2014.

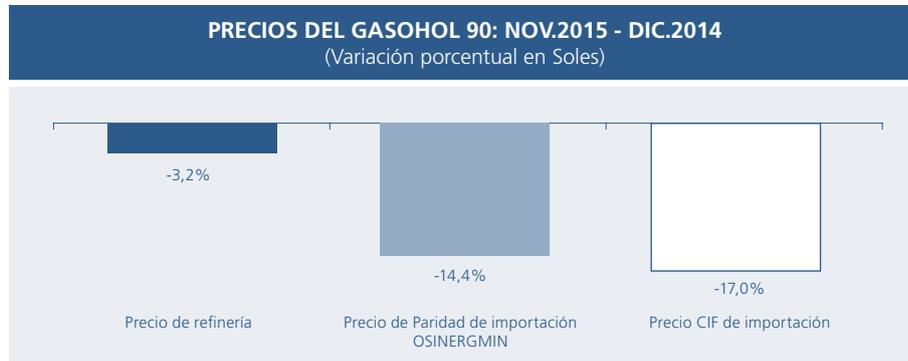
PROMEDIO MENSUAL DEL PRECIO DEL GASOHOL 90 (S/ x Gl.)					
	Jun.14 (A)	Dic.14 (B)	Nov.15 (C)	Var. %	
				C/A	C/B
1. Precio de Paridad de importación (US\$) ^{1/}	2,95	2,00	1,52	-48,5%	-24,1%
2. Tipo de Cambio	2,79	2,96	3,34	19,5%	12,7%
3. Precio de Paridad de importación (S/)(=1*2)	8,24	5,93	5,07	-38,5%	-14,4%
4. Margen adicional (=5-3)	0,26	0,57	1,22	361,0%	113,3%
5. Precio de Refinería ^{2/}	8,51	6,50	6,29	-26,1%	-3,2%
6. Impuestos	2,86	2,34	2,20	-23,0%	-5,7%
7. Margen de distribución implícito(=8-6-5)	2,94	3,08	2,66	-9,6%	-13,6%
8. Precio final ^{3/}	14,31	11,91	11,15	-22,1%	-6,4%

1/ Precio en la Costa del Golfo publicado por OSINERGMIN. Se le añade 4% de margen de comercialización.
2/ Publicado por Petroperú.
3/ Fuente: INEI.
Fuentes: INEI, OSINERGMIN y Petroperú.

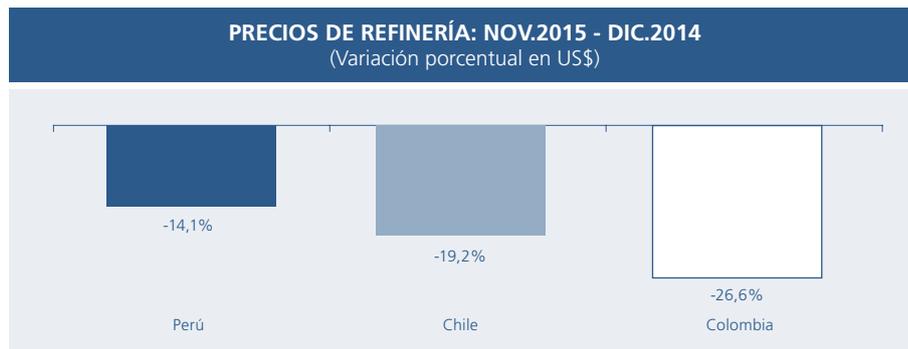
Este retraso en la transmisión de la reducción de los precios internacionales de combustible hacia los precios locales se puede comprobar bajo diferentes metodologías. Así, es también posible aproximar el costo de importar derivados a partir de la información de Aduanas (SUNAT). Con esta información se puede construir el costo de importación del gasohol (de 90 octanos) cuyo pago ha sido declarado por las empresas (en términos CIF) a la autoridad tributaria. Con ello, encontramos un resultado similar, es decir una caída mayor del precio de importación en soles (17 por ciento) frente a la reducción del precio de refinería (3,2 por ciento) respecto a diciembre del año anterior.

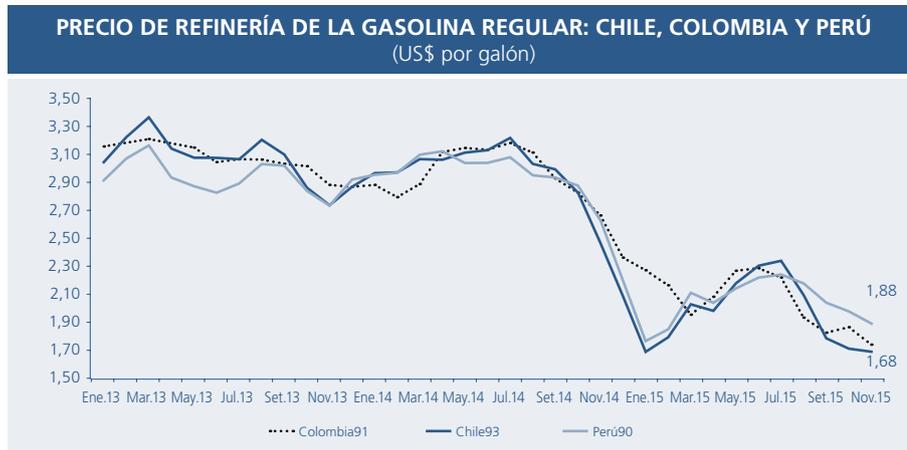
11 Octubre de 2014 y setiembre de 2015.



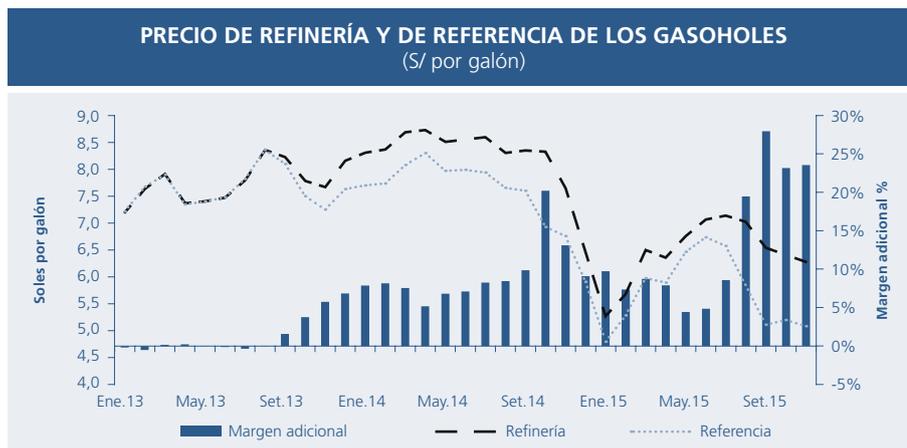


Si se comparan los precios de lista (en US\$ por galón) a nivel de refinería de la gasolina regular en Chile, Colombia y Perú se observa que el precio en nuestro mercado es mayor en los últimos meses. El precio promedio de refinería de la gasolina regular en dólares para Perú disminuye 14,1 por ciento respecto a diciembre del año anterior, mientras que en Chile disminuye 19,2 por ciento. Las diferencias son más notorias si comparamos con la situación a junio de 2014, en dicha fecha el precio local era 2,9 por ciento más bajo que en Chile, mientras que a noviembre de este año el precio local era más alto en 11,9 por ciento.





Como se comentara en el Reporte de Inflación de Octubre de 2014, se observa un sistemático adelanto respecto a la paridad de Osinermin desde setiembre de 2013. Así, para el promedio de los gasoholes, este adelanto expresado como porcentaje del precio de referencia, ha pasado de 7 por ciento en junio de 2014 a 24 por ciento en noviembre de 2015, mostrando una creciente desviación desde julio de este año¹².



Este adelanto de precios se ha reflejado en un incremento considerable en las utilidades de las principales refinadoras que al tercer trimestre de 2015 ascienden a S/ 522 millones, monto sustancialmente superior al que se registró en similar periodo del año 2014.

¹² A pesar que en noviembre de 2014 hubo un cambio metodológico aprobado por el MINEM que tuvo como consecuencia elevar los precios de referencia que calcula OSINERGMIN y reducir por tanto el margen adicional de los precios de refinería.





En resumen, usando distintas metodologías de comparación, se encuentra que los precios de refinería en el país son altos y no están reflejando la reducción en el precio internacional de los derivados.

	COMPARACIÓN DE PRECIOS DE LISTA A NIVEL DE REFINERÍA								
	Con país de la región (Gasohol 90 US\$ gl)			Con precios OSINERGMIN (Promedio gasoholes S/ gl)			Con precio CIF (Gasohol 90 S/ gl)		
	Perú	Chile	Dif.%	Refinería	Referencia	Dif.%	Refinería	CIF	Dif.%
Jun 2014	3,04	3,13	-2,9	8,56	7,99	7,1	8,51	8,17	4,1
Nov 2015	1,88	1,68	11,9	6,27	5,08	23,5	6,29	4,75	32,4

VII. Proyección de la inflación y balance de riesgos

Proyección

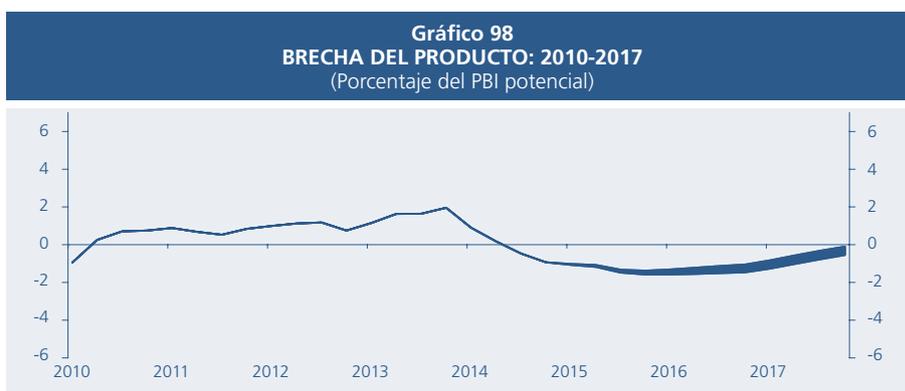
88. Las acciones de política monetaria del BCRP responden a las proyecciones de la inflación y sus determinantes elaboradas con la información macroeconómica disponible al momento de la toma de decisiones. Estas proyecciones se presentan junto con un intervalo de confianza, el cual cuantifica la incertidumbre asociada a tales pronósticos. Entre los determinantes de la inflación destacan la evolución de las expectativas de inflación, la inflación importada y las presiones inflacionarias de demanda que se cuantifican a través de la brecha del producto (diferencia entre el PBI y su nivel potencial). Este último indicador anticipa la evolución de la inflación por demanda y por ende es un indicador que permite ajustar la posición de política monetaria de manera oportuna.
89. En este contexto, se proyecta que la inflación se aproxime gradualmente al rango meta en el horizonte 2015-2017, mostrando una convergencia más lenta que la proyectada en el RI de setiembre. Este ajuste más lento refleja principalmente una depreciación nominal mayor a la esperada y mayores expectativas de inflación. Estos efectos se verían parcialmente compensados por una brecha del producto que se mantiene negativa, pero que converge a su nivel de equilibrio hacia el final del periodo de proyección. La reducción de la inflación en el horizonte de proyección está acompañada por una reversión de las expectativas de inflación hacia el rango meta del BCRP.
90. Los detalles de los **determinantes de la proyección de inflación** se discuten a continuación:
- a) La **brecha producto** se ha mantenido negativa durante 2015, pero se prevé una recuperación gradual hacia el final del periodo de proyección, aunque a un menor ritmo que el contemplado en el RI de setiembre. La menor brecha del producto de este año se explicaría por el efecto de una menor confianza empresarial, de un menor crecimiento en los socios comerciales, así como de términos de intercambio más deteriorados.





El factor que incidió positivamente en la brecha producto durante el presente año sería las condiciones monetarias en Soles expansivas. Se espera que este efecto, acompañado por un impulso fiscal positivo y la recuperación del PBI primario (principalmente minería y pesca) favorezca una recuperación gradual en la confianza empresarial y, con ello, de la inversión en el siguiente año.

Para 2016, se espera una brecha producto promedio del año ligeramente más negativa que en 2015, por menores términos de intercambio y un crecimiento de socios comerciales más bajo. No obstante, la brecha muestra un patrón de recuperación convergiendo a una posición de equilibrio hacia fines de 2017.



- b) Las **expectativas de inflación** para 2016 se han localizado ligeramente por encima del rango meta, sin embargo, muestran un patrón decreciente hacia el final del horizonte de proyección (2015-2017). Esta convergencia es más lenta que la considerada en el RI anterior debido al efecto esperado de la depreciación del cuarto trimestre 2015 en la inflación de 2016. Cabe señalar que el Banco Central se mantendrá vigilante a los cambios en las expectativas de inflación de largo plazo para adoptar las correspondientes medidas de política monetaria que contribuyan a mantener las expectativas inflacionarias dentro del rango meta.



Cuadro 51
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN (%)
 (Variaciones porcentuales)

		Expectativas del:			
		RI Ene.15	RI May.15	RI Set.15	RI Dic.15*
Sistema Financiero	2015	2,5	2,9	3,3	3,8
	2016	2,5	2,8	3,0	3,3
	2017		2,9	2,8	2,8
Analistas Económicos	2015	2,7	2,9	3,5	3,8
	2016	2,5	2,6	3,0	3,2
	2017		2,5	2,6	3,0
Empresas No Financieras	2015	3,0	3,0	3,3	3,5
	2016	3,0	3,0	3,0	3,1
	2017		3,0	3,0	3,0

* Encuesta realizada durante la segunda quincena de noviembre de 2015.

- c) La **inflación importada** recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. Con relación a los **precios internacionales**, se proyecta una reversión parcial en los precios de los principales *commodities* de importados. Sin embargo, la evolución esperada del tipo de cambio tendría un efecto al alza sobre la inflación y sobre las expectativas de inflación.

La encuesta de expectativas de tipo de cambio muestra que los agentes económicos esperan una depreciación moderada del sol para 2016; indicando que la depreciación realizada del último trimestre constituye una anticipación del mercado al retiro del estímulo monetario de la Reserva Federal en los Estados Unidos.

Cuadro 52
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO
 (Soles por US Dólar)

		Expectativas del:			
		RI Ene.15	RI May.15	RI Set.15	RI Dic.15*
Sistema Financiero	2015	3,10	3,22	3,35	3,40
	2016	3,15	3,25	3,45	3,50
	2017		3,25	3,45	3,50
Analistas Económicos	2015	3,10	3,25	3,35	3,40
	2016	3,15	3,30	3,45	3,50
	2017		3,30	3,45	3,53
Empresas No Financieras	2015	3,00	3,20	3,30	3,40
	2016	3,10	3,25	3,40	3,50
	2017		3,30	3,45	3,50

* Encuesta realizada durante la segunda quincena de noviembre de 2015.





- d) Entre los principales **choques de oferta** que afectarían a la inflación destacan:
i) la revisión anual de las tarifas eléctricas y ii) el efecto del fenómeno del Niño. La conjugación de estos factores contribuirían a un incremento en el promedio de los **precios de alimentos y energía**, que se estima en 2,8 por ciento en 2016; explicado por la evolución de los precios de energía (incluye combustibles y tarifas de electricidad) y de los precios de los alimentos.
91. La evolución de la **brecha producto** está determinada por la evolución de condiciones externas, la posición de política monetaria, el impulso fiscal y la confianza de los agentes económicos en la marcha de la economía. Con la información disponible se estima una brecha producto negativa que indica ausencia de presiones inflacionarias de demanda. En el horizonte de proyección 2015-2017 se estima una gradual reversión de la brecha producto, desde su nivel actual negativo hasta su posición neutral. Los principales determinantes de la proyección de brecha producto son:
- a) **Confianza empresarial:** se prevé una recuperación más lenta de la confianza empresarial sustentada en la incertidumbre sobre la evolución de los factores externos, principalmente la evolución de los términos de intercambio y la desaceleración de la economía china.
- b) **Condiciones externas:** se prevé condiciones externas más restrictivas que las contempladas en el RI de setiembre debido a un menor crecimiento esperado de la economía mundial y de nuestros socios comerciales: se espera un menor desempeño de la actividad económica de Estados Unidos y de China. Asimismo, en línea con la evolución reciente de las materias primas se toma en cuenta términos de intercambio más deteriorados que los contemplados en el RI de setiembre.
- c) **Impulso fiscal:** el impulso fiscal estimado para el próximo año sería de 0,7 por ciento del PBI. Este nivel considera la mejora en la ejecución de la inversión pública por parte de los gobiernos subnacionales. En el horizonte de proyección, se espera una reducción gradual del impulso fiscal hacia su posición neutral.
- d) **Condiciones monetarias:** Las condiciones monetarias en soles se mantienen como uno de los factores que contribuyen positivamente al nivel de la brecha del producto. Por otra parte, para 2016 se espera una contracción en las condiciones monetarias en dólares, producto del retiro del programa de estímulos monetarios de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el inicio de una sucesión de incrementos anticipados en su tasa de política monetaria.

92. La proyección de crecimiento económico para el horizonte 2015-2017 (2,9; 4,0 y 4,8 por ciento) es consistente con la recuperación gradual de la brecha del producto y del PBI potencial.



93. Los factores de riesgo que implican una mayor inflación se han ido materializando; en particular mayores precios de alimentos por factores transitorios de oferta, así como una mayor depreciación del sol y un mayor efecto traspaso a la inflación. Con ello, se prevé que la inflación muestre una convergencia más lenta al rango meta de inflación, que la prevista en el RI de setiembre.



Balance de riesgos en el horizonte 2015 - 2017

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





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

a. Menor crecimiento mundial.

El escenario base considera una recuperación más lenta de la economía mundial en el período 2015-2017 respecto de lo previsto en el RI setiembre, principalmente por el menor dinamismo de los Estados Unidos y de las economías emergentes. Sin embargo, si dicha recuperación se postergara más, y los términos de intercambio siguieran deteriorándose, el menor impulso externo resultante se traduciría en una menor brecha del producto y una menor tasa de inflación.

b. Desaceleración de la demanda interna.

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

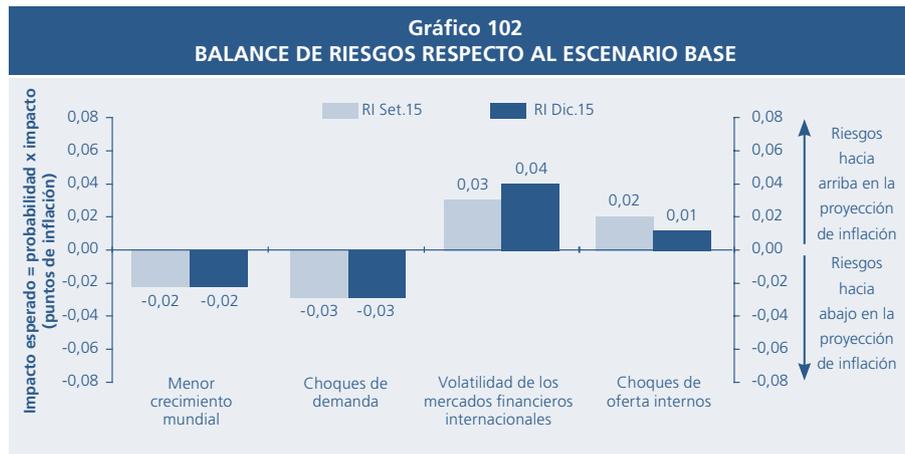
c. Volatilidad de los mercados financieros internacionales.

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

d. Choques de oferta.

Un Fenómeno del Niño más severo que el considerado podría presionar los precios de algunos alimentos al alza, sobre todo en el primer semestre de 2016.

95. El balance de los riesgos antes mencionados se mantiene neutral en la proyección de la inflación; sin embargo se considera un mayor riesgo de un escenario de alta volatilidad en los mercados financieros y cambiarios, pero al mismo tiempo se considera un menor riesgo que se presente un Fenómeno del Niño extraordinario.



Conclusiones

96. Se mantiene la previsión que la inflación continuaría reduciéndose hasta converger al rango meta en el horizonte de proyección 2015-2017; lo que es consistente con expectativas de inflación con tendencia a la baja, menores choques de oferta y una brecha de producto negativa que se va cerrando gradualmente en el horizonte de proyección.

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



BANCO DE RESERVA DEL PERU

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

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