



# REPORTE DE INFLACIÓN

*Marzo 2017*

**Panorama actual  
y proyecciones  
macroeconómicas  
2017-2018**

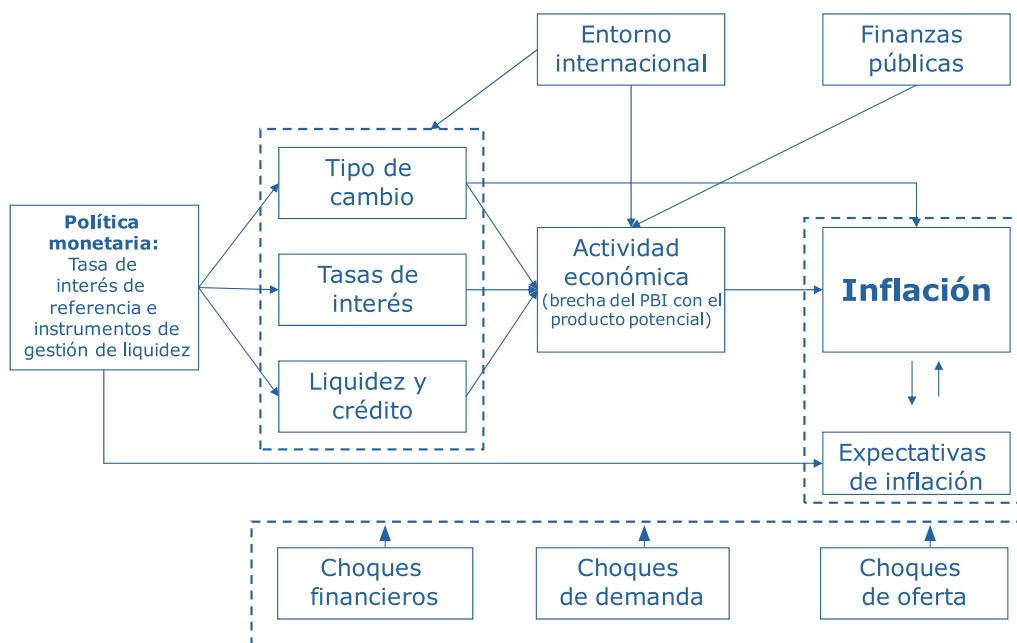


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2018

*Marzo 2017*



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

REPORTE DE INFLACIÓN  
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta  
*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2018

Marzo 2017

### CONTENIDO

	Pág.
Prólogo .....	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Economía global .....	11
– Mercados financieros .....	20
– Términos de intercambio.....	23
II. Balanza de pagos .....	31
– Cuenta corriente.....	31
– Balanza comercial .....	33
– Financiamiento externo.....	34
III. Actividad económica .....	39
– PBI sectorial .....	39
– PBI gasto.....	43
IV. Finanzas públicas.....	60
– Ingresos fiscales .....	63
– Evolución del gasto público.....	65
– Deuda pública.....	67
V. Política monetaria y mercados financieros.....	73
– Acciones de política monetaria.....	73
– Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	84
– Mercado de capitales .....	87
VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos .....	94
– Ejecución a febrero de 2017.....	94
– Proyección 2017-2018 .....	103
– Balance de riesgos en el horizonte 2017 - 2018 .....	109

### RECUADROS

1. Fenómeno El Niño .....	53
2. Plan de impulso económico .....	69
3. Nuevo sistema de inversión pública INVIERTE.PE .....	71
4. Determinantes estructurales de la evolución del crédito al sector privado.....	91
5. Distribución de la inflación por rubros .....	111
6. Midiendo la persistencia de la inflación.....	114

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al cuarto trimestre de 2016 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno, y a febrero de 2017 de cuentas monetarias, operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio. Además incluye la información disponible sobre los eventos relacionados con el fenómeno El Niño al momento de la difusión de este Reporte.





## Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue el esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación contempla un rango entre 1,0 por ciento y 3,0 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de inflación y de sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente la oferta de bienes y servicios, como es el caso de los originados en bienes importados o en factores climáticos internos. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito de retornar y mantener a las expectativas de inflación dentro del rango meta.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria, se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales en un periodo de entrada de capitales externos o altos precios de productos de exportación, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un elevado porcentaje de dolarización financiera. El BCRP maneja además otros instrumentos de política monetaria, con los que puede afectar de manera más directa a los volúmenes y composición del crédito, como los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera, y así evitar excesos o restricciones en la evolución del crédito.
- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 16 de marzo de 2017.





## Resumen

Las proyecciones del presente Reporte de Inflación se han elaborado con información preliminar de los efectos derivados de los eventos climatológicos asociados al fenómeno El Niño.

- i. La economía mundial ha continuado recuperándose en el cuarto trimestre y en los primeros meses del año, con lo que el **crecimiento mundial** pasaría de 3,0 por ciento en 2016 a 3,4 y 3,5 por ciento para los años 2017 y 2018, respectivamente, tal como se proyectó en el Reporte de diciembre.

Asimismo, los precios de los *commodities* han mantenido su tendencia al alza, en parte favorecidos por restricciones de oferta. Por ello, se proyecta que los **términos de intercambio** aumentarían 5,4 por ciento en 2017, tasa superior a la estimada en el Reporte de Inflación de diciembre (3,9 por ciento).

- ii. El déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** bajó de 4,9 por ciento del PBI en el año 2015 a 2,8 por ciento del PBI en 2016, principalmente por mayores exportaciones de cobre. Se proyecta que el déficit en cuenta corriente sería de 2,6 y 2,4 por ciento del PBI en 2017 y en 2018, respectivamente, debido al incremento de las exportaciones mineras y la recuperación de los precios de exportación. Se estima que el financiamiento de largo plazo de fuentes privadas continuará excediendo la brecha de la cuenta corriente, siendo el principal componente la inversión directa extranjera.

La **balanza comercial** pasó de un déficit de US\$ 3,2 mil millones en 2015 a un superávit de US\$ 1,7 mil millones en 2016. En los próximos dos años, el superávit comercial continuaría elevándose, a niveles alrededor de US\$ 4 mil millones por año, por el crecimiento de las exportaciones, tanto por mayores volúmenes como por mejores precios de *commodities*.

- iii. En 2016, el **crecimiento del PBI** fue de 3,9 por ciento principalmente por el dinamismo de las exportaciones tradicionales, en un entorno de caída de la inversión privada de 6,1 por ciento y del gasto público de 0,5 por ciento. La evolución de la inversión privada fue resultado de la contracción de la inversión minera tras la finalización de grandes proyectos que pasaron a la fase de producción y los problemas asociados a la ejecución de proyectos de infraestructura. La evolución del gasto público estuvo influido por la política de consolidación fiscal.

Para el presente año, se espera un menor dinamismo por los retrasos en diferentes megaproyectos de inversión de infraestructura en el contexto de casos de corrupción que aún son materia de investigación, principalmente. Asimismo, los impactos negativos relacionados al fenómeno El Niño afectarían la evolución de los sectores





agropecuario, pesca, manufactura primaria y servicios. Las recientes medidas del gobierno para impulsar la inversión pública, que incluirían obras de reconstrucción por los desastres naturales recientes, permitirían compensar parcialmente el menor crecimiento esperado del gasto privado. Con ello, se espera un crecimiento del PBI de 3,5 por ciento, que considera una menor recuperación de la inversión privada respecto a la prevista en el Reporte de diciembre.

Para 2018 se espera un mayor dinamismo de la demanda interna, lo que supone la recuperación de la inversión privada. Con ello, se espera un crecimiento del PBI de 4,1 por ciento, ligeramente menor al proyectado en el Reporte previo, acompañado de una menor dispersión en el crecimiento entre los distintos sectores económicos.

- iv. El **déficit fiscal** de 2016 descendió a 2,6 por ciento como resultado de las medidas de consolidación fiscal que implicaron un ajuste significativo de los gastos, particularmente en el último trimestre del año. Para los próximos dos años, se ha elevado la proyección de déficit, de 2,5 a 2,8 por ciento del PBI en 2017 y de 2,3 a 2,6 por ciento del PBI en 2018. Esta trayectoria es consistente con las medidas tributarias aprobadas a través de las facultades legislativas otorgadas por el Congreso (consideradas en el Reporte previo) y con el reciente paquete de estímulo fiscal para acelerar el crecimiento, particularmente a través de un mayor gasto de inversión, parte de cual se destinaría a la reconstrucción de las zonas afectadas por el fenómeno El Niño.
- v. El **crédito al sector privado** creció 5,9 por ciento interanual en febrero, tasa ligeramente superior a la observada al cierre de 2016 (5,6 por ciento), pero menor a la tasa registrada en 2015 (8,0 por ciento). Esta evolución del crédito responde a la moderación de la demanda interna, particularmente la inversión privada, lo que se ha reflejado en menor crecimiento del financiamiento al segmento corporativo y a la gran empresa y, en menor proporción, en el crecimiento del crédito a personas. El crédito a la micro y pequeña empresa (concentrado casi en su totalidad en moneda nacional) tuvo una recuperación importante el año pasado. Para el horizonte de proyección 2017-2018, se prevé que el crecimiento del crédito al sector privado evolucione conforme al ritmo de crecimiento del PBI nominal, siendo el crédito en moneda nacional el de mayor dinamismo.
- vi. Desde setiembre de 2016, la **inflación** se ha ubicado por encima del rango meta, reflejando los aumentos de los precios de algunos alimentos perecibles. Las expectativas de inflación a doce meses se mantienen dentro del rango meta. En este contexto, el Directorio mantuvo la **tasa de interés de referencia** en 4,25 por ciento y reiteró que se encuentra atento a la proyección de la inflación y de sus determinantes para considerar ajustes en la tasa de referencia.
- vii. Dado el carácter transitorio de la restricción de oferta de alimentos, se proyecta que la **inflación** se ubique alrededor de su límite superior durante el primer semestre del

año para luego converger al rango meta en el segundo semestre de 2017 y a 2 por ciento a inicios de 2018. La proyección incorpora mayores precios de alimentos por el déficit hídrico de fines de 2016 y factores climáticos adversos (lluvias excesivas) observados durante este primer trimestre asociados al fenómeno El Niño.

Los factores de riesgo considerados en este Reporte (choque de oferta, choques de demanda, mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y caída de los términos de intercambio) mantienen un **balance neutral** sobre la proyección de la inflación, de manera que el impacto de factores al alza sobre la inflación es igual al de los factores a la baja.





## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

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

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los agentes económicos.

4/ Promedio.

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

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

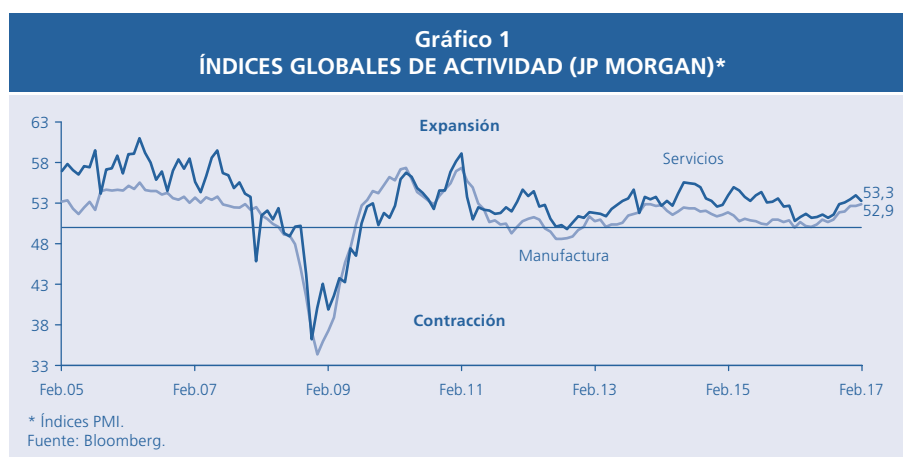
Ri: Reporte de Inflación.



# I. Escenario internacional

## Economía global

1. La economía global continúa expandiéndose a tasas moderadas, de acuerdo con los indicadores de crecimiento del cuarto trimestre de 2016 y los índices globales de actividad difundidos este año. Los índices de manufactura y servicios siguieron en zona de expansión, y en el caso del de manufactura, superó los niveles de diciembre de 2016, reduciendo su brecha con el índice de servicios.



**Cuadro 1**  
**ÍNDICES GLOBALES DE ACTIVIDAD (JP MORGAN)**

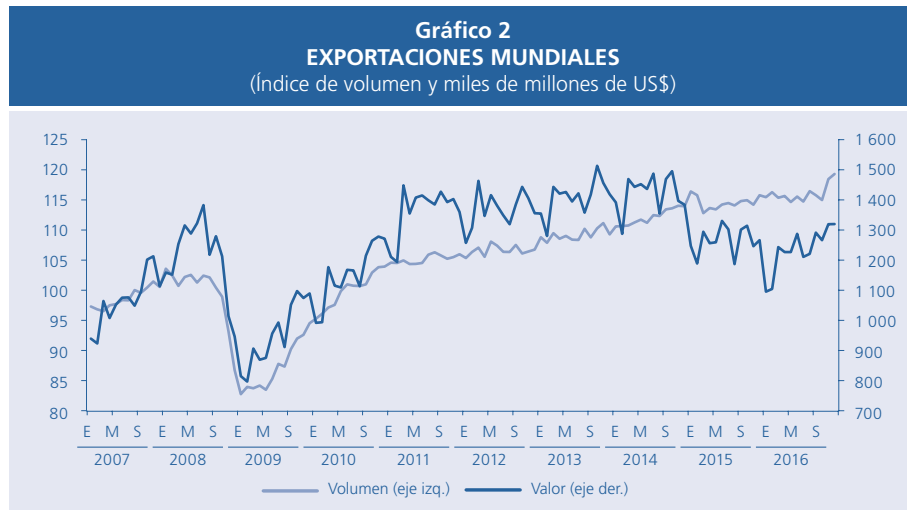
<b>SERVICIOS</b>							
	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Set.16	Dic.16	Ene.17	Feb.17
<b>Global</b>	<b>52,6</b>	<b>51,3</b>	<b>51,3</b>	<b>51,6</b>	<b>53,5</b>	<b>54,0</b>	<b>53,3</b>
EUA	54,3	51,3	51,4	52,3	53,9	55,6	53,8
China	50,2	52,2	52,7	52,0	53,4	53,1	52,6
Eurozona	54,2	53,1	52,8	52,2	53,7	53,7	55,5
Japón	51,5	50,0	49,4	48,2	52,3	51,9	51,3
<b>MANUFACTURA</b>							
	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Set.16	Dic.16	Ene.17	Feb.17
<b>Global</b>	<b>50,7</b>	<b>50,7</b>	<b>50,4</b>	<b>51,0</b>	<b>52,7</b>	<b>52,7</b>	<b>52,9</b>
EUA	51,2	51,5	51,3	51,5	54,3	55,0	54,2
China	48,2	49,7	48,6	50,1	51,9	51,0	51,7
Eurozona	53,2	51,6	52,8	52,6	54,9	55,2	55,4
Japón	52,6	49,1	48,1	50,4	52,4	52,7	53,3

Fuente: Bloomberg y JP Morgan.





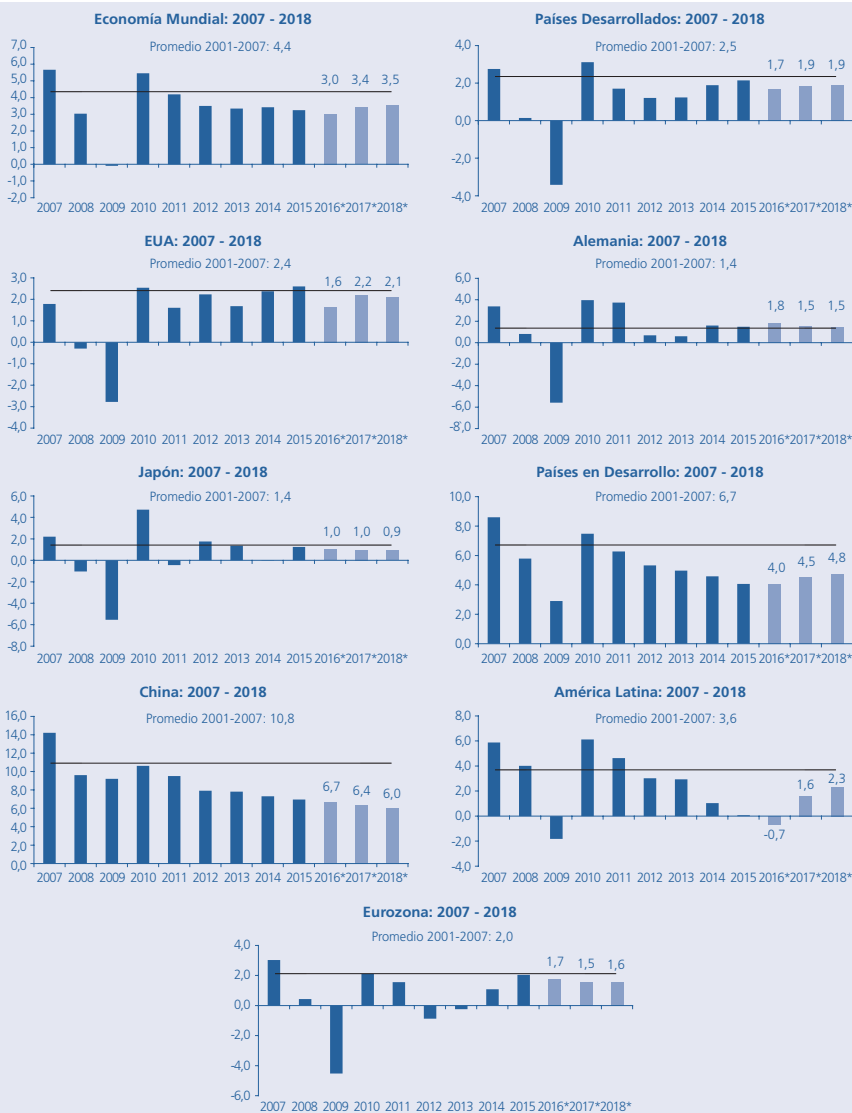
Por otro lado, las exportaciones globales y el indicador de las perspectivas publicado por la Organización Mundial de Comercio (OMC), muestra que el comercio mundial ha mantenido una evolución moderadamente favorable tanto a nivel de volúmenes como de valores. Los precios de los principales *commodities* también han mostrado una tendencia al alza en los dos primeros meses del año.



2. Ello sugiere que algunos choques —como el Brexit y el resultado electoral en Estados Unidos (EUA)— no habrían tenido en el corto plazo un impacto significativo sobre el crecimiento. Para 2017 y 2018 se espera que el PBI mundial crezca a tasas de 3,4 y 3,5 por ciento, respectivamente, tasas iguales a las contempladas en el Reporte de Inflación previo.

A nivel de países, se ha revisado al alza el crecimiento de 2017 para algunas economías desarrolladas (España, Japón y Reino Unido) y a la baja para algunas economías emergentes (India, México y Chile). Destaca también la proyección del fin de la recesión en economías emergentes importantes como Brasil y Rusia en 2017.

**Gráfico 3**  
**CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Variación porcentual anual)



\* Proyección.  
Fuente: BCRP, FMI y Consensus Forecast.





**Cuadro 2**  
**CRECIMIENTO MUNDIAL**  
(Variaciones porcentuales anuales)

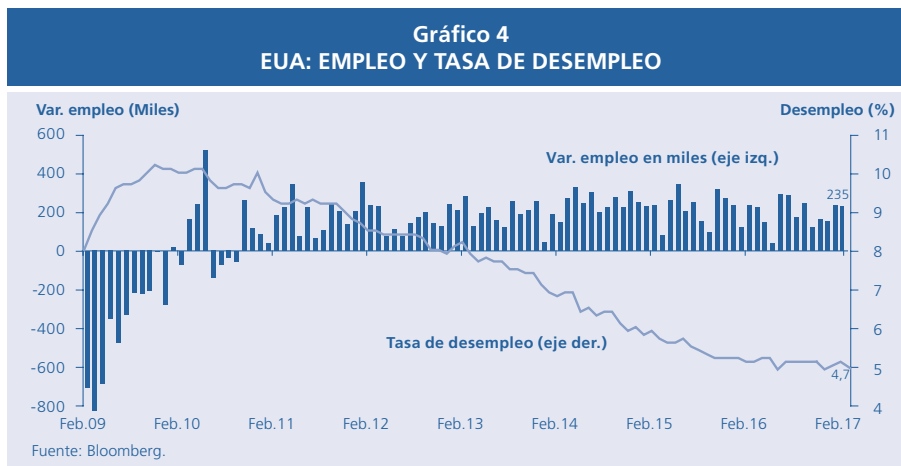
	Participación %		2015	2016*		2017*		2018*	
	PBI-PPP <sup>1/</sup>	Comercio Perú		RI Dic.	RI Mar.	RI Dic.	RI Mar.	RI Dic.	RI Mar.
<b>Economías desarrolladas</b>	<b>42,4</b>	<b>47,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
<i>De las cuales</i>									
1. Estados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

3. En **EUA**, se mantiene la proyección de crecimiento para 2017 en 2,2 por ciento y se revisa el crecimiento para 2018 de 2,0 a 2,1 por ciento. Se espera que el crecimiento del año 2017 se sustente en una continua recuperación de la inversión privada, luego del repunte de ésta en el tercer y cuarto trimestre de 2016, y en un sostenido crecimiento del consumo. Se estima que el impacto del estímulo fiscal de la nueva administración se refleje plenamente hacia 2018, aunque todavía no hay detalles del mismo.

Cuadro 3 EUA: PBI (Variación porcentual anual)							
	2014	2015	2016				Año
			I	II	III	IV	
Consumo personal	2,9	3,2	1,6	4,3	3,0	3,0	2,7
Inversión privada bruta	4,5	5,0	-3,3	-7,9	3,0	9,2	-1,6
Variación de inventarios *	-0,1	0,2	-0,4	-1,2	0,5	0,9	-0,4
Exportaciones	4,3	0,1	-0,7	1,8	10,0	-4,0	0,4
Importaciones	4,4	4,6	-0,6	0,2	2,2	8,5	1,1
Gasto de gobierno	-0,9	1,8	1,6	-1,7	0,8	0,4	0,8
<b>PBI</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>3,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>

\*En contribución al crecimiento del PBI.  
Fuente: BEA.

El dinamismo del consumo estaría apoyado en un mejor panorama laboral durante 2017. El reciente reporte de empleo de febrero mostró que las nóminas no agrícolas se incrementaron en 235 mil, impulsadas por la mayor contratación en el sector construcción y servicios profesionales. La tasa de participación ascendió a 63,0 por ciento –indicando mayor confianza en el mercado laboral–, y la tasa de desempleo bajó a 4,7 por ciento, similar a la tasa de largo plazo estimada en las proyecciones de la Fed.

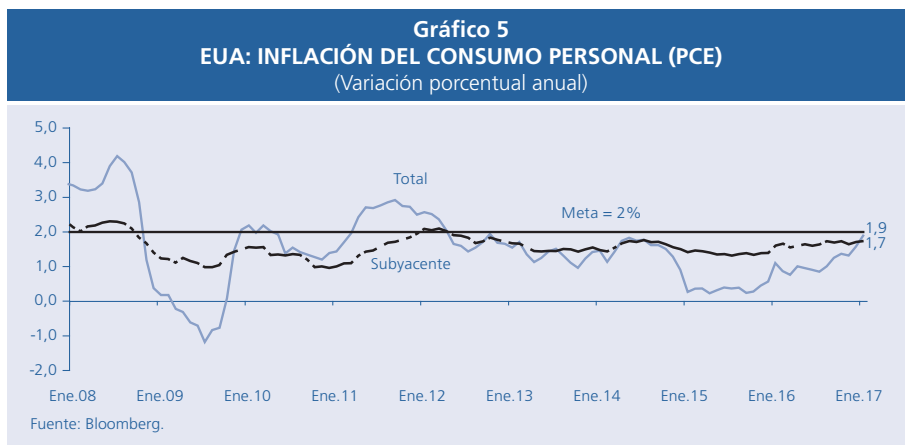


Esta mejora gradual en la actividad económica ha estado acompañada por un incremento de la inflación. En febrero, la inflación total del IPC alcanzó 2,7 por ciento anual, mientras que su medida subyacente se ubicó en 2,2 por ciento. La inflación del

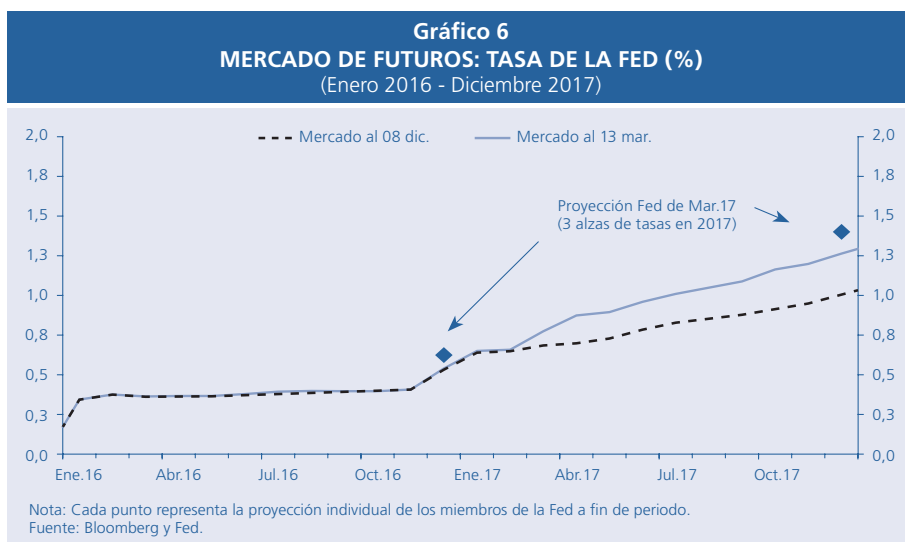




Consumo Personal (PCE) también mostró una tendencia al alza y se ubicó en enero en 1,9 por ciento anual, mientras que el indicador subyacente se mantuvo en 1,7 por ciento, ambos aún por debajo de la meta de la Fed.



- En este contexto, diversos miembros votantes del Comité de Mercado Abierto (FOMC) de la Fed han advertido que la economía estadounidense se encontraría cerca de los objetivos del mandato dual de inflación y de empleo; y subrayaron los riesgos de retirar el estímulo demasiado tarde. En línea con ello, en la reunión del 15 de marzo la Fed elevó su rango de tasas de interés en 25 puntos básicos a 0,75-1,00 por ciento y estima (según la mediana de las proyecciones realizadas por los miembros de dicho Comité) dos alzas adicionales para lo que resta del año.



**Cuadro 4**  
**PROYECCIONES DE LA FED\***

	2017		2018		2019		Largo Plazo	
	Dic.16	Mar.17	Dic.16	Mar.17	Dic.16	Mar.17	Dic.16	Mar.17
<b>Crecimiento</b>	2,1	2,1	2,0	2,1	1,9	1,9	1,8	1,8
<b>Tasa de desempleo</b>	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,8	4,7
<b>Inflación (PCE)</b>	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Inflación subyacente (PCE subyacente)</b>	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	-	-
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía								
<b>Tasas de interés (%)</b>	1,4	1,4	2,1	2,1	2,9	3,0	3,0	3,0

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

5. En **China**, la economía creció 6,7 por ciento en 2016, apoyada en gran parte del año por la inversión pública en infraestructura y el incremento del crédito. Para 2017 se ha revisado la proyección de crecimiento de 6,2 a 6,4 por ciento, tomando en consideración los indicadores de actividad de los primeros meses del año. En particular, los índices PMI se mantienen sólidos en zona de expansión. Asimismo, la producción industrial y las ventas minoristas han mostrado un dinamismo importante. Sin embargo, este crecimiento estimado para 2017 implica una desaceleración respecto a años previos, conforme al objetivo explícito del gobierno de reducir paulatinamente la inversión inmobiliaria y el endeudamiento privado. Para 2018 se espera un crecimiento de 6,0 por ciento.

**Cuadro 5**  
**CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS**

Indicadores	2015				2016				2017	
	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Ene.	Feb.
PBI anual (var. % anual del último trimestre)	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8	-	-
Producción Industrial (var.% anual) <sup>1/</sup>	5,6	6,8	5,7	5,9	6,8	6,2	6,1	6,0	6,3	6,3
Inversión en activos fijos (var.% acum. anual) <sup>1/</sup>	13,5	11,4	10,3	10,0	10,7	9,0	8,2	8,1	8,9	8,9
Ventas minoristas (var.% anual) <sup>1/</sup>	10,2	10,6	10,9	11,1	10,5	10,6	10,7	10,9	9,5	9,5
Importaciones de cobre <sup>2/</sup> (volumen. var.% acum. anual)	14,6	12,7	10,0	12,3	18,0	23,2	28,5	27,6	6,9	-1,0
Financiamiento total nuevo (var. % anual)	12,8	11,7	12,1	11,7	13,4	12,2	12,5	12,7	12,6	15,0
Índice de precios al consumidor (var.% anual)	1,4	1,4	1,6	1,6	2,3	1,9	1,9	2,1	2,5	0,8

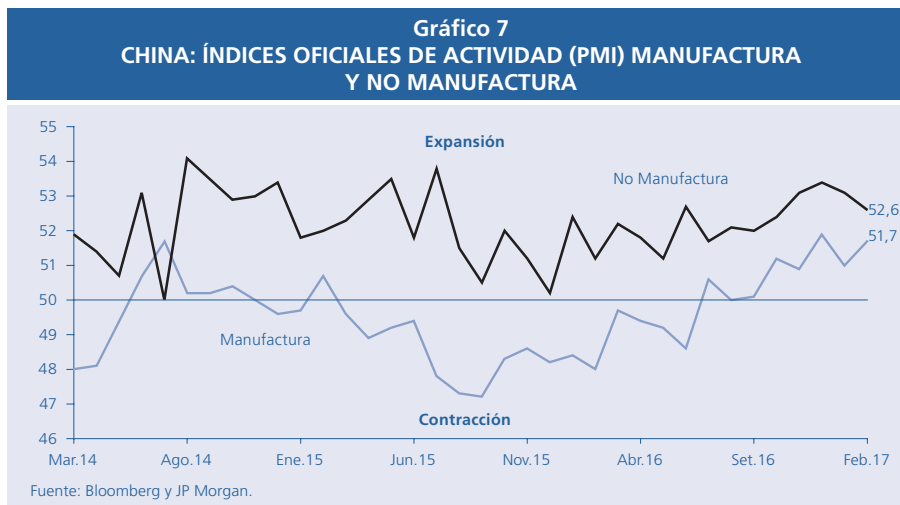
<sup>1/</sup> Los datos de enero y febrero de 2017 corresponden al primer bimestre.

<sup>2/</sup> Concentrado.

Fuente: Bloomberg y FMI.







6. Para la **Eurozona** se mantiene la proyección de crecimiento del Reporte de Inflación anterior. Luego de crecer 1,7 por ciento en 2016, se estima un crecimiento de 1,5 por ciento para 2017 y de 1,6 por ciento para 2018. La proyección considera que el impulso observado en los primeros meses del año –asociado al incremento de la demanda doméstica– se mantenga durante el horizonte de proyección. El avance de la demanda se sustenta en las condiciones crediticias favorables y en la mejora del mercado laboral.

Se espera que estos factores impulsen el crecimiento y compensen la incertidumbre derivada de procesos electorales, de la debilidad del sistema bancario (Italia y Portugal) y de los factores externos (política comercial de EUA y negociaciones del *Brexit*).

Por otro lado, en los últimos meses la inflación ha continuado su tendencia al alza, reduciéndose significativamente el riesgo de que un proceso deflacionario afecte la recuperación económica. La inflación total pasó de 1,1 por ciento en diciembre de 2016 a 2,0 por ciento en febrero de 2017 (aunque la inflación subyacente se mantuvo en 0,9 por ciento en el mismo período). En este contexto de crecimiento moderado y de inflación al alza, el Banco Central Europeo mantuvo sus estímulos monetarios.

7. En **Japón** se registró una tasa de crecimiento de 1,0 por ciento en 2016, mostrando un mayor dinamismo en el cuarto trimestre. La demanda externa ha sido el principal motor de la economía. Tomando en cuenta este dinamismo reciente y el mantenimiento de la política monetaria acomodaticia –la inflación fue 0,4 por ciento en enero, positiva por cuarto mes consecutivo aunque por debajo de la meta de 2,0 por ciento– se ha revisado al alza la proyección para 2017 de 0,8 a 1,0 por ciento. Para 2018 se mantiene la proyección de crecimiento de 0,9 por ciento.
8. Durante el último trimestre de 2016, los principales países de **América Latina** que presentan un esquema de metas explícitas de inflación registraron un menor dinamismo en la actividad económica.

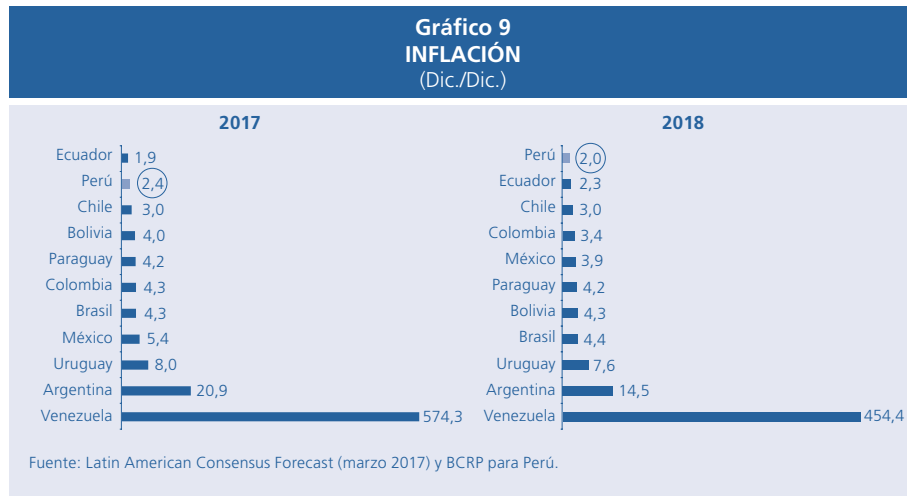
En **Brasil**, la producción y la inversión continúan contrayéndose y los recortes de planillas han agudizado el desempleo. Por otro lado, el gobierno se encuentra en un proceso de reformas fiscales, lo que se traduce en menor gasto y menores expectativas de un plan de estímulo. Sin embargo, los últimos indicadores de actividad señalan que la economía está cerca de un punto de inflexión. En **Chile**, la inversión y producción minera continuaron contrayéndose. Por su parte, el mercado laboral, en particular en la actividad minera, se deterioró. En **Colombia**, la contracción de la inversión en 2016 estuvo motivada por el menor precio del petróleo durante la mayor parte del año. Asimismo, el consumo se moderó debido a la menor confianza del consumidor y la acelerada inflación. En **México**, el crecimiento estuvo impulsado por las actividades agrícolas y el sector servicios. Los bajos precios del petróleo incidieron negativamente sobre las actividades extractivas y limitaron el crecimiento del sector industrial. Asimismo, el sentimiento de los consumidores y los empresarios se ha debilitado debido a los riesgos comerciales generados tras las elecciones en EUA. Este contexto conllevaría a una desaceleración económica debido al menor comercio e inversión extranjera directa.

Se estima que la región habría decrecido 0,7 por ciento en 2016. Para 2017 se estima una recuperación de 1,6 por ciento, escenario que asume cierta estabilización en los precios de los *commodities* y menores tasas de inflación. Los principales riesgos para la región se asocian al entorno internacional.



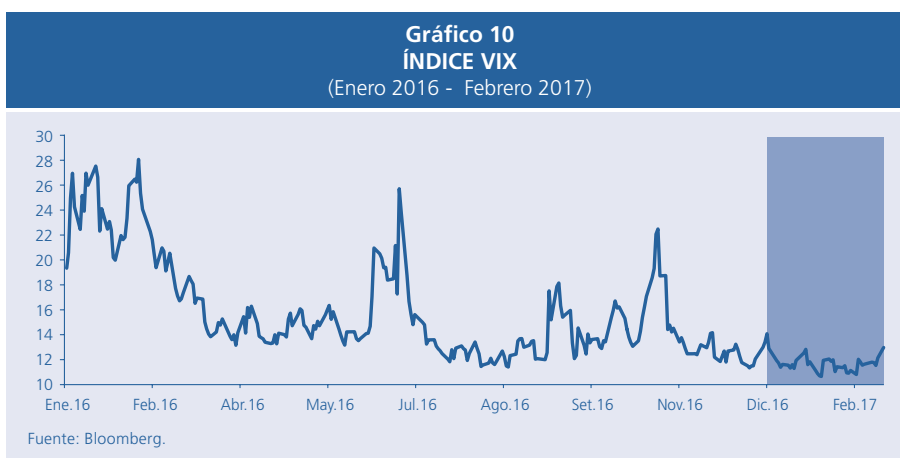
Por su parte, la inflación no tuvo un comportamiento homogéneo. Mientras que en Brasil y Colombia mostró una tendencia a la baja, en México subió (y se ubicó fuera del rango meta) y en Chile se mantuvo estable (y dentro del rango meta). Esta evolución habría incidido en las diferentes decisiones de política monetaria: mientras el Banco de México subió la tasa de interés en 50 puntos básicos; Brasil, Colombia y Chile la redujeron en 150, 25 y 50 puntos básicos, respectivamente



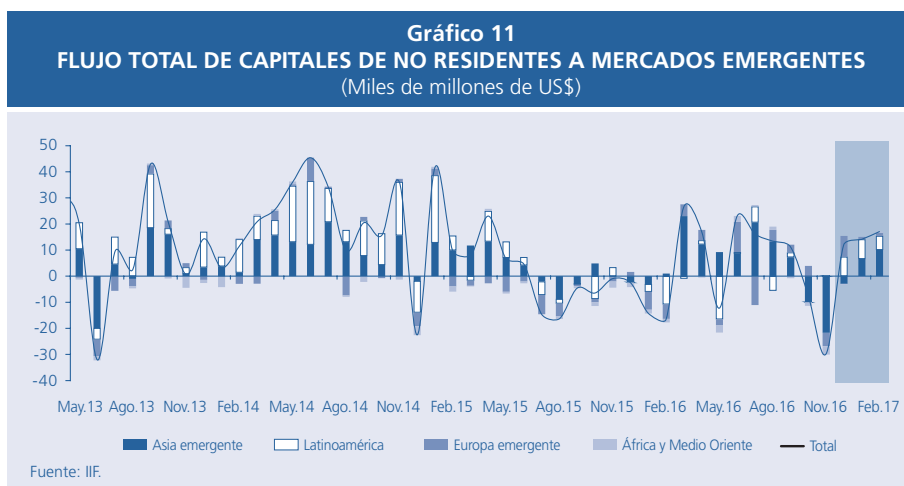


### Mercados financieros

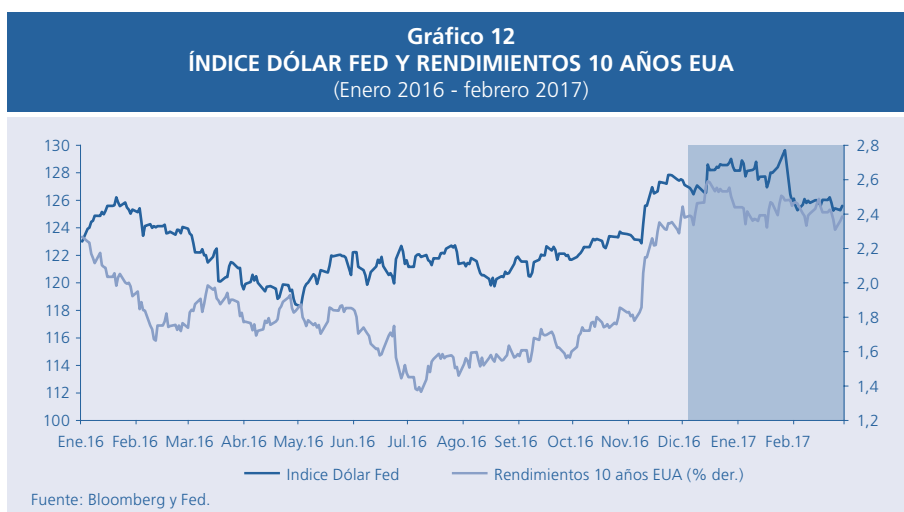
9. En enero y febrero, los mercados financieros internacionales estuvieron influidos por los datos de actividad positivos a nivel global, la incertidumbre sobre las políticas fiscales y monetarias en EUA y el incremento de los precios de los *commodities*, especialmente el petróleo. Ello se reflejó principalmente en una depreciación del dólar frente a la mayoría de monedas y en una recuperación de las bolsas.
10. Los datos positivos de actividad –en particular en EUA, China y Eurozona– mantuvieron la aversión al riesgo en niveles moderados, a diferencia de lo observado en Reportes anteriores donde los mercados tuvieron cambios súbitos asociados a eventos no previstos (*Brexit* y resultado electoral en EUA). Esta baja aversión al riesgo se reflejó en el índice VIX que el día 27 de enero alcanzó su nivel más bajo en tres años.



Este mayor apetito por riesgo se reflejó en una mayor demanda de activos riesgosos. En EUA las bolsas alcanzaron nuevos records históricos, mientras que los flujos de capitales volvieron hacia los países emergentes. En particular, América Latina y Asia emergente fueron las principales regiones favorecidas a través de la compra de mayores títulos de deuda.



11. Entre diciembre y febrero, el dólar se depreció frente a la mayoría de otras divisas debido a la incertidumbre sobre las políticas económicas en EUA. Específicamente, la falta de definición sobre la política fiscal (ausencia de los detalles de los planes de estímulo y la dificultad de implementar la reforma tributaria en el corto plazo) redujo temporalmente la expectativa de que la Fed aplique una política agresiva de alza de tasas. El dólar, medido a través del Índice de la Fed<sup>1</sup>, se depreció 2,3 por ciento en este período.



<sup>1</sup> Nominal Broad Dollar Index.





Dentro de las monedas emergentes, las monedas de la región registraron una apreciación por la recuperación de los precios de la mayoría de *commodities* y, en el caso de México además, por la introducción de subastas para cobertura cambiaria. Por el contrario, la lira turca registró una depreciación significativa ante la persistencia de desequilibrios externos y el mantenimiento de las tasas de interés a pesar de las presiones inflacionarias.

12. En los países desarrollados, las **bolsas** estuvieron impulsadas por las señales de recuperación en las economías desarrolladas y resultados corporativos positivos. Por otro lado, el incremento de la cotización de los metales y el petróleo favorecieron especialmente a las bolsas de la región, así como también contribuyeron los datos de actividad positivos en China.

		Cuadro 6 BOLSAS MUNDIALES				
		Nov.16	Dic.16	Feb.17	Variación (%)	
					Feb./Dic.	Feb./Nov.
VIX*	S&P 500	14,04	13,33	12,92	-0,4	-1,1
EUA	Dow Jones	19 763	19 124	20 812	8,8	5,3
Brasil	Bovespa	60 227	61 906	66 662	7,7	10,7
Argentina	Merval	16 918	17 442	19 117	9,6	13,0
México	IPC	45 643	45 316	46 857	3,4	2,7
Chile	IGP	20 734	21 020	21 811	3,8	5,2
Colombia	IGBC	10 106	9 572	9 889	3,3	-2,2
Perú	Ind. Gral.	15 567	15 415	15 766	2,3	1,3
Reino Unido	FTSE 100	7 143	6 784	7 263	7,1	1,7
Alemania	DAX	11 481	10 640	11 834	11,2	3,1
Francia	CAC 40	4 862	4 578	4 859	6,1	-0,1
España	IBEX 35	9 352	8 688	9 556	10,0	2,2
Italia	FTSE MIB	19 235	16 930	18 913	11,7	-1,7
Grecia	ASE	644	629	646	2,7	0,3
Suiza	SMI	8 220	7 875	8 546	8,5	4,0
Rusia	RTSI\$	1 152	1 029	1 099	6,8	-4,6
Turquia	XU100	78 139	73 995	87 478	18,2	12,0
Sudafrica	JSE	50 654	50 209	51 146	1,9	1,0
Nigeria	NSEAS	26 875	25 242	25 329	0,3	-5,8
Japón	Nikkei 225	19 114	18 308	19 119	4,4	0,0
Indonesia	JCI	5 297	5 149	5 387	4,6	1,7
India	CNX Nifty	8 186	8 225	8 880	8,0	8,5
Hong Kong	HSI	22 001	22 790	23 741	4,2	7,9
China	Shanghai C.	3 104	3 250	3 242	-0,3	4,4

\* La variación se encuentra en unidades.  
Fuente: Bloomberg

13. Los rendimientos de activos de renta fija en Estados Unidos tuvieron un comportamiento a la baja por la incertidumbre en torno al ciclo de alza de la tasa de la Fed y por falta de definición de la política fiscal. En la Eurozona, los rendimientos tuvieron una tendencia al alza debido a la percepción de riesgo político derivado del proceso electoral en Francia y Holanda, y el incremento de la inflación a nivel del bloque.

**Cuadro 7**  
**RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS**

	Dic. 16	Nov. 16	Feb. 17	Variación (pbs)	
				Feb./Nov.	Feb./Dic.
Estados Unidos	2,45	2,38	2,39	1	-5
Alemania	0,20	0,27	0,21	-7	0
Francia	0,68	0,75	0,89	14	21
Italia	1,81	1,99	2,08	9	27
España	1,38	1,55	1,64	9	26
Grecia	7,02	6,52	7,06	54	4
Gran Bretaña	1,24	1,42	1,15	-27	-9
Japón	0,04	0,02	0,05	3	1
Brasil	11,40	11,83	10,24	-160	-117
Colombia	7,11	7,29	7,01	-29	-10
Chile	4,28	4,58	4,14	-44	-14
México	7,42	7,25	7,37	11	-5
<b>Perú</b>	<b>6,36</b>	<b>6,30</b>	<b>6,14</b>	<b>-16</b>	<b>-22</b>
Sudáfrica	8,91	9,02	8,79	-23	-12
Israel	2,06	2,17	2,36	19	30
Turquía	11,08	10,82	10,61	-22	-48
China	3,06	2,95	3,32	37	26
Corea del Sur	2,07	2,15	2,16	1	8
Indonesia	7,91	8,09	7,50	-58	-41
Tailandia	2,65	2,69	2,67	-2	2
Malasia	4,19	4,35	4,05	-29	-14
Filipinas	4,63	4,52	4,37	-15	-26

Fuente: Bloomberg.

### Términos de intercambio

14. En los dos primeros meses de 2017, la mayoría de precios de los *commodities* continuó con la tendencia al alza reseñada en el Reporte anterior. En la mayoría de los casos (metales básicos y alimentos), los precios se vieron favorecidos por restricciones de oferta, en un contexto de cambios poco significativos en la demanda global.

Esta evolución es consecuente con una revisión al alza –de 3,9 a 5,4 por ciento– en los términos de intercambio para 2017. El precio de las exportaciones se incrementaría 10,0 por ciento y el de importaciones 4,4 por ciento. Para el año 2018, se estima una caída en los términos de 1,6 por ciento.

**Gráfico 13**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001 - 2018**  
(Variación porcentual promedio anual)



\* Proyección.  
Fuente: BCRP.





**Cuadro 8**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO 2014 - 2018**  
(Datos promedio anuales)

	Ejecución			2017*		2018*	
	2014	2015	2016	RI Dic.	RI Mar.	RI Dic.	RI Mar.
<b>Términos de intercambio (Var. %)</b>	<b>-5,4</b>	<b>-6,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,9</b>	<b>5,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>
<b>Precios de Exportaciones (Var. %)</b>	<b>-6,9</b>	<b>-14,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>7,3</b>	<b>10,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	311	250	221	244	264	235	264
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	98	88	95	120	126	120	122
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	95	81	85	100	103	100	100
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 266	1 160	1 248	1 191	1217	1 200	1 210
<b>Precios de Importaciones (Var. %)</b>	<b>-1,5</b>	<b>-9,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	93	49	43	49	52	49	53
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	243	186	143	151	171	170	192
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	155	141	135	140	148	145	158
<i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i>	812	667	696	775	728	770	744
<i>Leche entera (US\$ por TM)</i>	3 471	2 396	2 471	3432	3 310	3 418	3 252

\* Proyección.  
Fuente: BCRP.

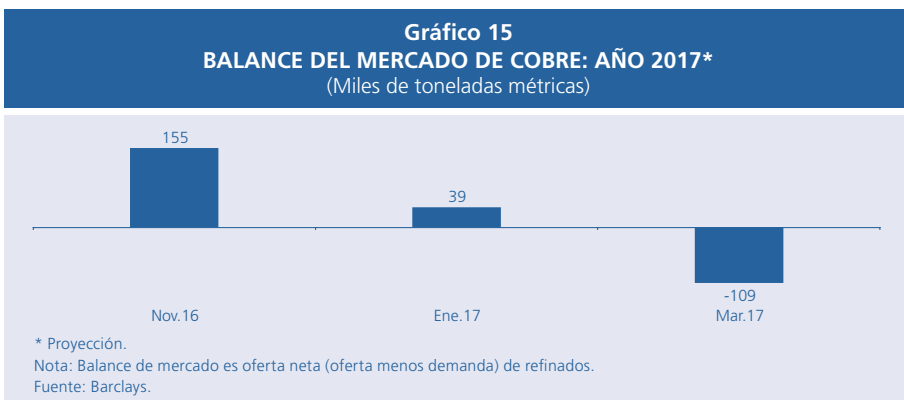
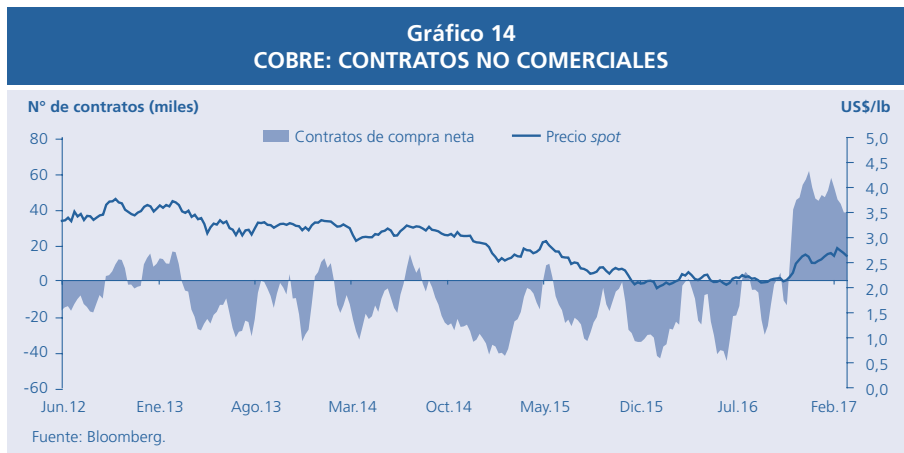
## Cobre

- a. En febrero, la cotización del cobre alcanzó un promedio mensual de US\$ 2,70 por libra, lo que significó un incremento de 5 por ciento respecto a diciembre de 2016. Esta recuperación se produjo luego de que el precio del cobre acumuló un incremento de 22,0 por ciento entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016.

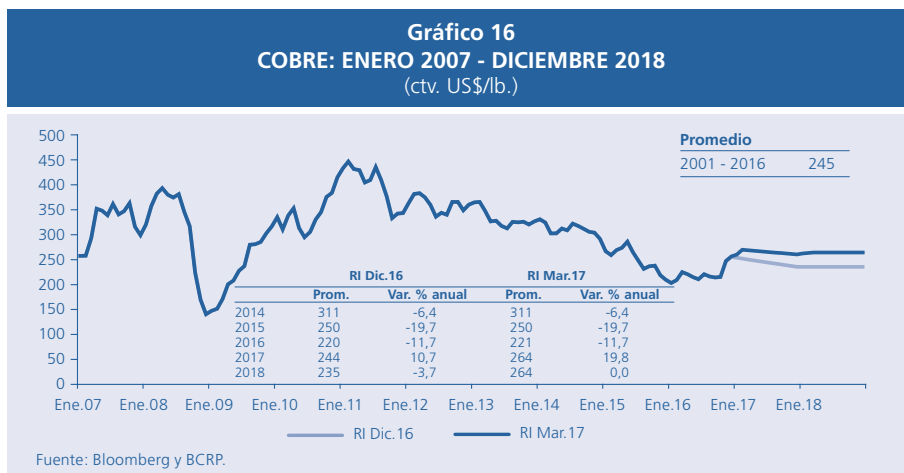
El alza del precio del cobre en lo que va del año se explica por un menor crecimiento esperado de la oferta de cobre para 2017. Esta situación, prevista en el Reporte de Inflación previo, se acentuó con los recortes de producción no planeados en las dos minas más grandes del mundo: Escondida en Chile y Grasberg en Indonesia (según el Grupo de Estudio Internacional del Cobre, la capacidad de producción de ambas minas representa el 8 por ciento de la capacidad mundial).

Las presiones por el lado de la oferta se dan en un contexto en el que la demanda global de cobre se mantiene elevada, en particular por parte de China. A ello se sumó el incremento de las posiciones no comerciales netas que se mantuvieron en niveles elevados, ligeramente por debajo de los máximos registrados en diciembre de 2016, cuando registró un nivel de compras netas no observado desde de 2003.





Con estos acontecimientos, los precios promedios para 2017 y 2018 han sido revisados al alza. Esta revisión asume que el menor crecimiento previsto de la oferta estaría acompañado de una demanda estable. La demanda china continuaría elevada (inversión en infraestructura del sector público e inversión inmobiliaria) y el incremento de la demanda por el mayor gasto en infraestructura en EUA se daría en 2018.





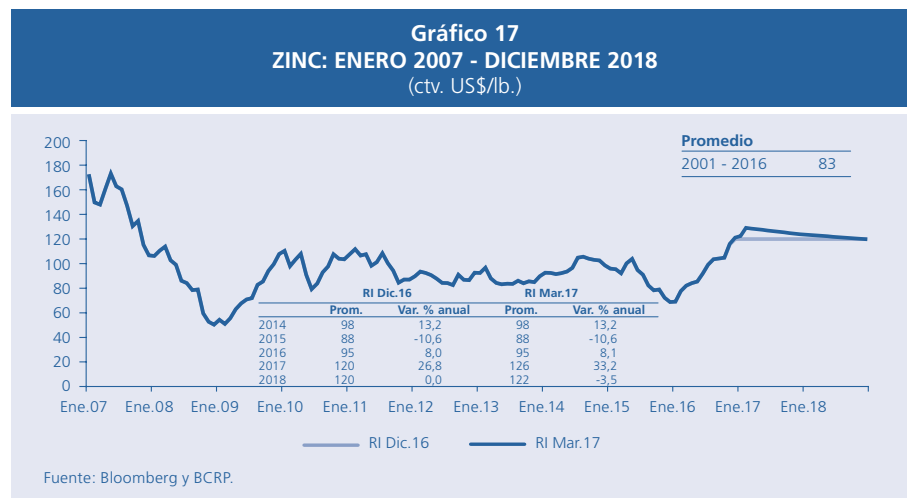
## Zinc

- b. Luego de aumentar 76 por ciento entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016, la cotización del **zinc** se incrementó 6 por ciento en los dos primeros meses del año, alcanzando un promedio mensual de US\$ 1,29 por libra en febrero.

El incremento del precio se sustentó en las expectativas de un mercado deficitario hasta 2019. La escasez de oferta de concentrados prevista en 2017 y 2018 ya viene afectando las operaciones de refinación y postergando los proyectos de nuevas refinерías. Esta escasez de concentrados se asocia al cierre definitivo de las minas Lisheen de Vedanta y Century de MMG y a recortes de producción anunciados por diversos productores que enfrentan márgenes negativos. A ello se han sumado las inspecciones ambientales que ha iniciado el gobierno de China a fines de octubre enfocadas en las fundiciones de zinc y plomo.

Por otro lado, la demanda, al igual que en el caso del cobre, continuó mostrando tasas sólidas de crecimiento, sustentadas en el crecimiento de la demanda de los sectores de construcción y de fabricación de automóviles. Cabe resaltar que Asia mostró el mayor dinamismo: se observó una fuerte demanda no sólo de China sino también de India, Corea del Sur y Japón.

En este contexto, se revisó al alza el precio de zinc en el horizonte de proyección. Sin embargo, las proyecciones del balance oferta-demanda están sujetas a una marcada incertidumbre que introduce un riesgo a la baja. El último balance de oferta y demanda global de zinc<sup>2</sup> mostró, para diciembre de 2016, un mercado inesperadamente equilibrado. Asimismo, los inventarios no registrados en las bolsas han ingresado recientemente al mercado y existe la posibilidad de que varias minas, incentivadas por los altos precios, reinicien operaciones.

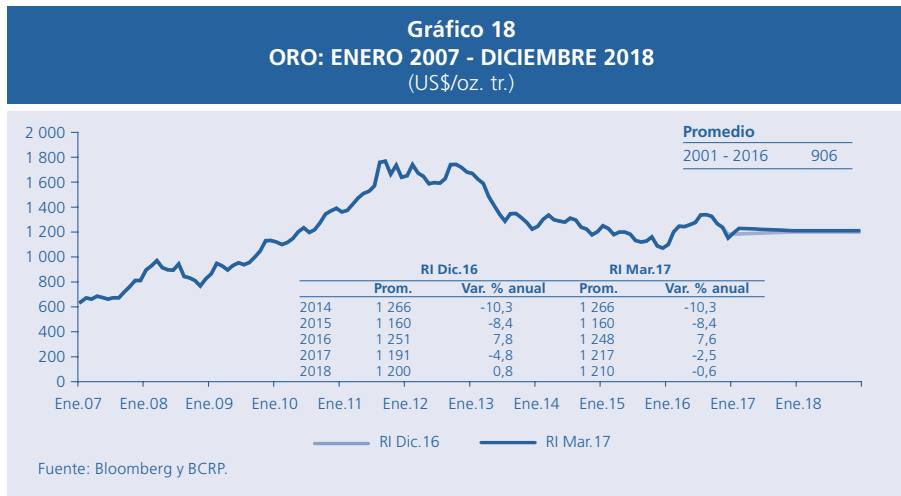


2 Publicado por el Grupo de Estudio Internacional del Zinc y Plomo.

## Oro

- c. La cotización del oro se incrementó 7 por ciento en los dos primeros meses de 2017 y alcanzó una cotización promedio mensual de US\$ 1 234 por onza troy en febrero. La cotización del oro se explica por el incremento en la aversión al riesgo (procesos electorales en Europa e incertidumbre sobre la política comercial en EUA), por la depreciación del dólar y por las mayores tasas de inflación en las economías desarrolladas. La caída de la demanda física de oro (que en 2016 estuvo afectada por caída en la demanda de India) limitó las presiones al alza del dólar.

Para el horizonte de proyección, el precio del oro se ha revisado ligeramente al alza por las mayores presiones inflacionarias globales respecto a lo esperado en el Reporte de diciembre.



## Petróleo

- d. Luego de acumular un incremento de 40 por ciento en 2016, la cotización del **petróleo** WTI se incrementó 3 por ciento en los dos primeros meses de 2017, cerrando con una cotización promedio mensual de US\$ 53 por barril en febrero.

La cotización del petróleo aumentó en los dos primeros meses del año, apoyada principalmente por el elevado cumplimiento de los recortes de producción de crudo acordados por los países miembros de la OPEP y los principales productores no miembros, tras el acuerdo alcanzado en noviembre. Cabe señalar que los bajos precios del petróleo han ocasionado que el gasto de capital en la industria se haya reducido en 40 por ciento, en especial en los países productores de mayores costos como China. La Agencia Internacional de Energía (AIE) estimó que el superávit global de oferta se redujo drásticamente



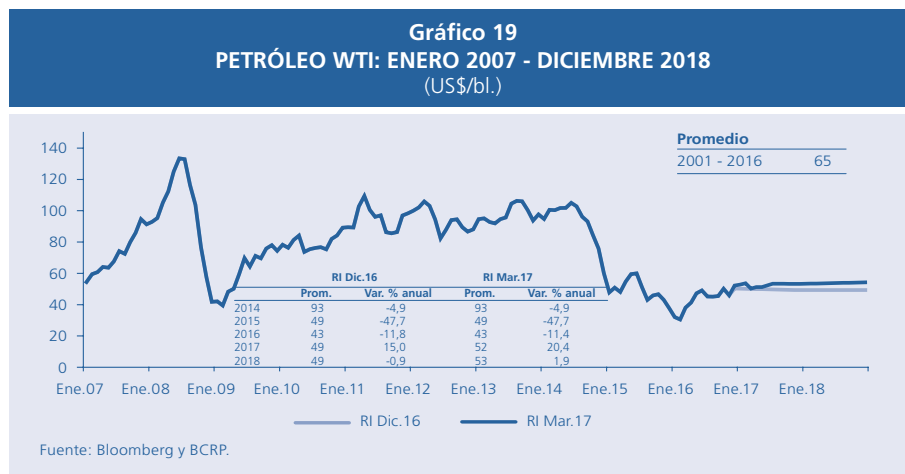


en el último trimestre de 2016, principalmente por un fuerte crecimiento de la demanda global.

El alza del petróleo fue limitada por el incremento en los inventarios de crudo en EUA en los últimos meses y el aumento de la producción de crudo estadounidense que superó los 9 millones de barriles diarios desde mediados de febrero, su mayor nivel desde abril de 2016, en concordancia con el mayor número de plataformas operativas desde octubre de 2015. La recuperación de la producción de crudo en EUA sugiere que los productores están aprovechando ganancias en productividad y la recuperación del precio del WTI durante el último año.

En el horizonte de proyección se revisa al alza el estimado del precio del petróleo WTI, en especial luego del compromiso mostrado por los países miembros de la OPEP en los recortes de producción acordado. Sin embargo, se proyecta un incremento moderado en el precio porque existe incertidumbre sobre la respuesta de la producción de EUA a los mayores precios del WTI. Además, existe la posibilidad de que los países miembros de la OPEP continúen aumentando su producción de crudo (en especial los países no incluidos en el acuerdo como Libia, Nigeria e Irán).

Esta proyección presenta un alto grado de incertidumbre. Por el lado de la oferta, los precios podrían disminuir si no se renueva el acuerdo del recorte de producción por parte de la OPEP y de otros países como Rusia. Este acuerdo vence en junio y encontraría a un mercado equilibrado debido a los recortes de producción. Asimismo, existe incertidumbre sobre cuál será la evolución de la producción del petróleo de esquisto (*shale oil*) que representa aproximadamente el 50 por ciento de la producción de EUA.

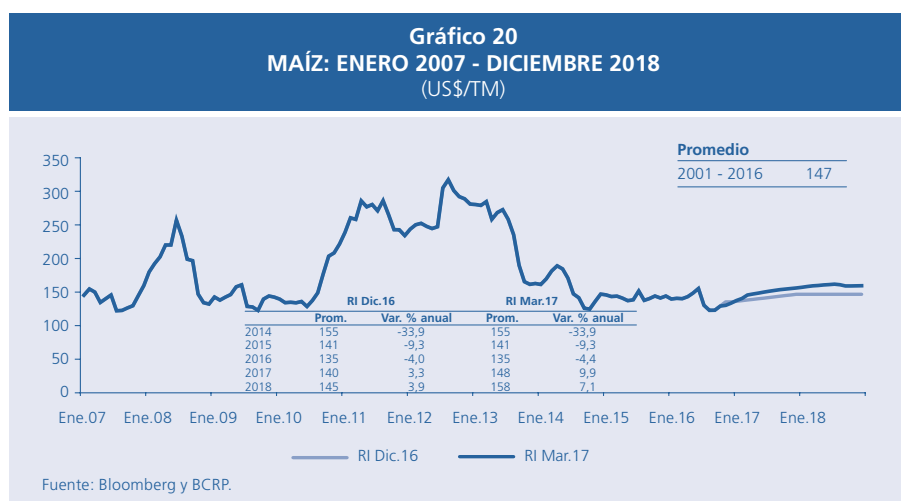


## Maíz

- e. En febrero, la cotización internacional promedio del **maíz** fue US\$ 138 por tonelada, lo que implica un aumento de 5 por ciento respecto a diciembre de 2016.

Los precios del maíz aumentaron en lo que va del año por temores a que el clima adverso de inicios de año en Sudamérica haya impactado en los cultivos de maíz. Ello en un contexto de un consumo global en niveles récord históricos en la temporada actual 2016/17. Fue importante el fuerte crecimiento observado en la demanda por etanol y la mayor demanda como alimento en EUA.

Considerando estos acontecimientos recientes, se estima que el precio promedio del maíz se incremente en 2017. Se estima que la producción global de maíz se reduzca en la siguiente temporada 2017/18, debido principalmente a una menor cosecha en EUA, parcialmente contrarrestada por la creciente producción en el hemisferio sur, en particular en Brasil y Argentina. El riesgo principal es la incertidumbre sobre la nueva política que adoptará EUA en materia de biocombustibles.

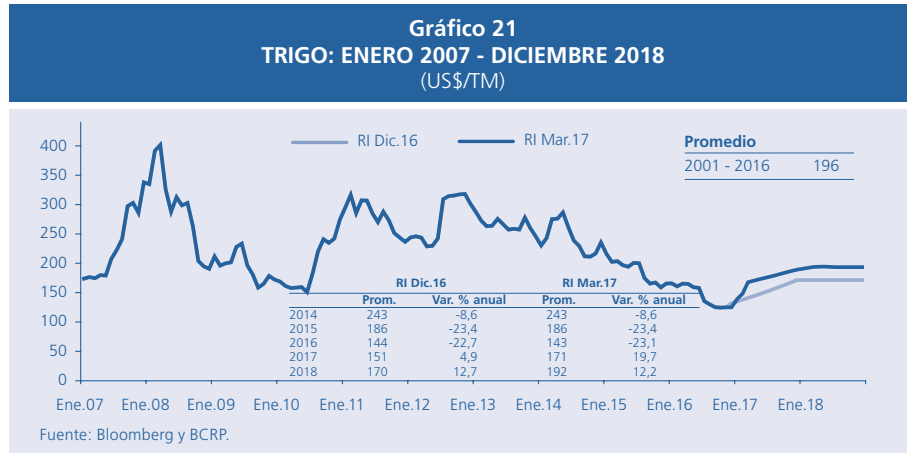


## Trigo

- f. Al mes de febrero, el precio internacional del trigo registró un incremento de 20 por ciento respecto a diciembre de 2016 y cerró con un nivel promedio de US\$ 147 por tonelada. Con ello, revierte parte de la caída de 25,0 por ciento que acumuló en 2016.

La cotización del trigo aumentó ante temores de que la producción se reduzca en EUA (el área destinada a la siembra de trigo de invierno fue la más baja en más de un siglo) y por el impacto que tendría el clima sobre la calidad de la cosecha en otros países (Unión Europea, Canadá, India y Kazajistán).



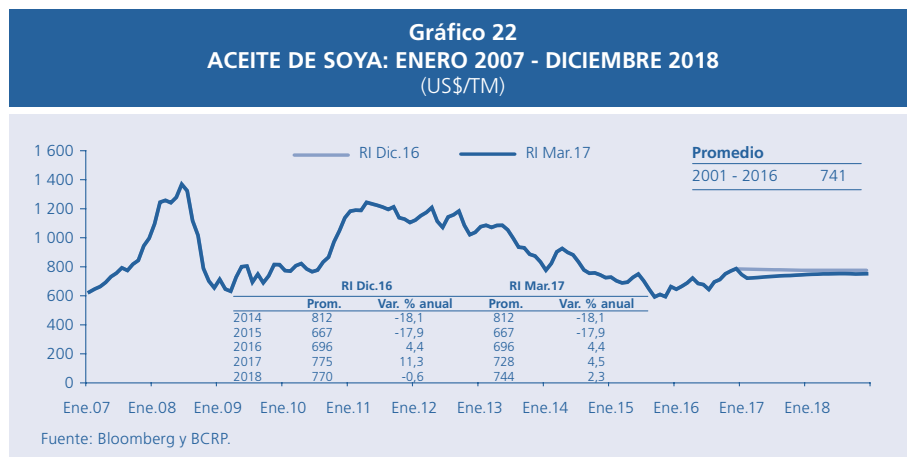


### Aceite de Soya

- g. La cotización promedio de febrero del aceite de soya fue US\$ 706 por tonelada, nivel inferior en 10 por ciento al nivel promedio de diciembre de 2016. Con ello, el precio promedio revierte parte del incremento observado en 2016 año en que experimentó un crecimiento de 19 por ciento.

La caída del precio del aceite de soya se explicó principalmente por la evolución en los mercados de aceite de palma. La normalización de la oferta de este último ha llevado a una corrección a su precio y, por lo tanto, ha reducido la demanda del aceite de soya como producto sustituto. También contribuyó a las menores cotizaciones, las mejores proyecciones de las cosechas de soya en Brasil y Argentina.

Considerando lo anterior, en el horizonte de proyección se espera que los precios se coticen por debajo de la estimación del Reporte de Inflación previo. Esta proyección presenta como riesgo principal las medidas sobre biocombustibles que adopte el gobierno de EUA.

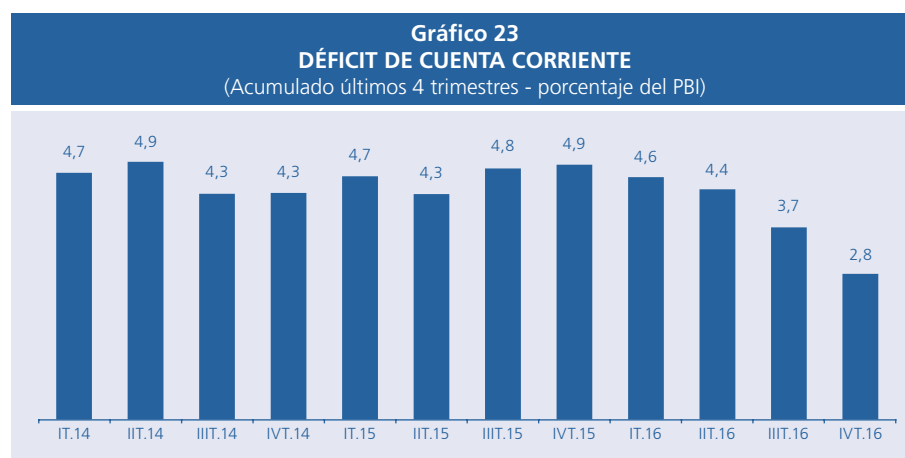


## II. Balanza de pagos

### Cuenta corriente

15. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo durante el año 2016 reflejando, por un lado, el impacto de la menor inversión privada en un contexto de finalización de proyectos mineros de gran envergadura que pasaron a fase de producción; y por otro, la moderación del crecimiento del consumo.

Con ello, el déficit de cuenta corriente se redujo de 4,9 por ciento en el año 2015 a 2,8 por ciento del PBI en 2016 (nivel más bajo desde el tercer trimestre de 2012).



Esta reducción del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se reflejó fundamentalmente en los componentes de la balanza comercial. Por un lado, las importaciones cayeron 6,1 por ciento durante 2016 –en particular las de insumos y bienes de capital–; y por otro lado, las exportaciones crecieron 7,6 por ciento. En el caso de las exportaciones, el volumen creció 11,8 por ciento, impulsado por los mayores embarques del sector tradicional, en especial de café, cobre y oro.

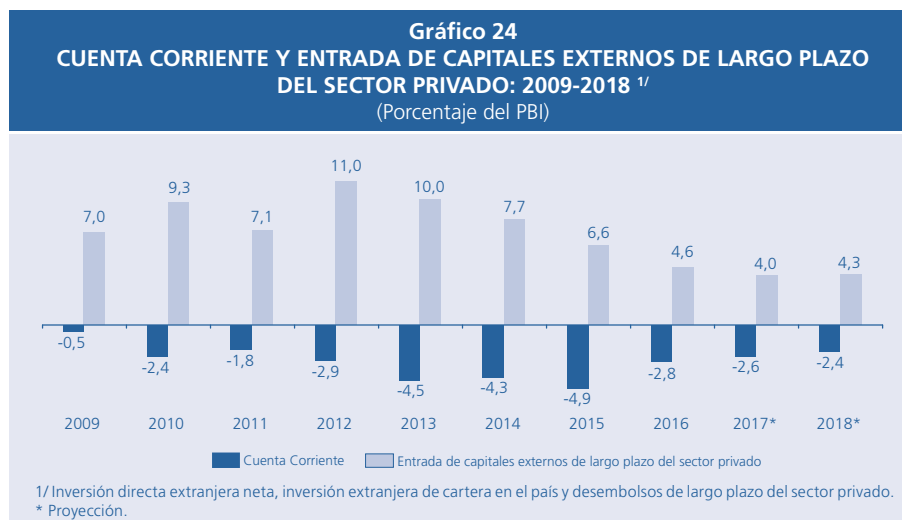
Se proyecta que el déficit en cuenta corriente pasará de 2,8 por ciento del PBI en 2016 a 2,6 por ciento en 2017 y 2,4 por ciento en 2018, lo cual toma en cuenta el incremento esperado de las exportaciones mineras y la recuperación de los precios de exportación. Se espera también que el financiamiento de largo plazo de fuentes privadas en los años 2017 y 2018 continúe siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos (4,0 y 4,3 por ciento del PBI, respectivamente).





Este nivel de financiamiento es menor al observado en los últimos años, lo que se explica por el término de un ciclo de grandes inversiones mineras. No obstante, dicho financiamiento continuará excediendo la brecha de la cuenta corriente, siendo el principal componente, la inversión directa extranjera.

Cuadro 9 BALANZA DE PAGOS (Millones de US\$)						
	2015	2016	2017*		2018*	
			RI Dic.16	RI Mar.17	RI Dic.16	RI Mar.17
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-9 402</b>	<b>-5 461</b>	<b>-5 850</b>	<b>-5 565</b>	<b>-6 185</b>	<b>-5 447</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	-4,9	-2,8	-2,8	-2,6	-2,8	-2,4
1. Balanza comercial	-3 150	1 730	2 454	3 961	2 252	4 268
a. Exportaciones	34 236	36 838	40 252	41 807	41 986	43 930
b. Importaciones	-37 385	-35 107	-37 798	-37 846	-39 734	-39 662
2. Servicios	-2 040	-1 974	-1 320	-1 928	-1 376	-2 124
3. Renta de factores	-7 544	-9 184	-10 623	-11 196	-10 758	-11 264
4. Transferencias corrientes	3 331	3 967	3 639	3 598	3 697	3 672
Del cual: Remesas del exterior	2 725	2 884	3 022	2 981	3 048	3 024
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>9 475</b>	<b>5 630</b>	<b>7 350</b>	<b>6 865</b>	<b>7 685</b>	<b>7 147</b>
Del cual:						
1. Sector privado	6 365	2 973	5 086	3 040	5 576	5 038
a. Largo plazo	8 792	3 709	5 086	3 040	5 576	5 038
b. Corto plazo	-2 427	-736	0	0	0	0
2. Sector público	3 110	2 657	2 264	3 825	2 109	2 109
<b>III. RESULTADO (=I+II)</b>	<b>73</b>	<b>168</b>	<b>1 500</b>	<b>1 300</b>	<b>1 500</b>	<b>1 700</b>
Nota:						
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado (% del PBI)	6,6	4,6	4,6	4,0	4,5	4,3
R.I.: Reporte de Inflación. * Proyección.						





## Balanza comercial

16. Luego de registrar un déficit acumulado de US\$ 3,2 mil millones durante el año 2015, la balanza comercial registró, en el año 2016, un superávit de US\$ 1,7 mil millones. Esta reversión del déficit se explica principalmente por las mayores exportaciones, y en menor medida, por las menores importaciones.

La evolución de los últimos trimestres y la mayor recuperación esperada de precios, en comparación a lo considerado en el Reporte previo, ha llevado a revisar al alza la proyección de la balanza comercial. Para el año 2017, se prevé una mejora de alrededor de US\$ 1,5 mil millones, mientras que para 2018 se estima un superávit mayor en casi US\$ 2,0 mil millones respecto al Reporte de diciembre.

Cuadro 10 BALANZA COMERCIAL (Millones de US\$)						
	2015	2016	2017*		2018*	
			RI Dic.16	RI Mar.17	RI Dic.16	RI Mar.17
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>34 236</b>	<b>36 838</b>	<b>40 252</b>	<b>41 807</b>	<b>41 986</b>	<b>43 930</b>
<i>De las cuales:</i>						
Productos tradicionales	23 291	26 004	29 265	30 657	30 200	32 086
Productos no tradicionales	10 857	10 733	10 902	11 043	11 695	11 731
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>37 385</b>	<b>35 107</b>	<b>37 798</b>	<b>37 846</b>	<b>39 734</b>	<b>39 662</b>
<i>De las cuales:</i>						
Bienes de consumo	8 791	8 612	8 897	9 039	9 233	9 199
Insumos	15 923	15 115	16 350	16 454	17 143	17 330
Bienes de capital	12 007	11 116	12 269	12 068	13 061	12 835
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-3 150</b>	<b>1 730</b>	<b>2 454</b>	<b>3 961</b>	<b>2 252</b>	<b>4 268</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.

La nueva proyección asume que, para el caso de las exportaciones, las ventas provenientes del sector minero en el horizonte de proyección se verían favorecidas por el alza que han tenido las cotizaciones internacionales de algunos minerales desde fines de 2016, lo cual se desaceleraría gradualmente durante 2017 y caería ligeramente en 2018.

En el caso de las importaciones, para 2017 y 2018, se prevé que estas registrarían una recuperación acorde con el crecimiento estimado de la demanda interna.





**Cuadro 11**  
**BALANZA COMERCIAL**  
(Variaciones porcentuales)

	2015	2016	2017*		2018*	
			RI Dic.16	RI Mar.17	RI Dic.16	RI Mar.17
<b>1. Valor:</b>						
Exportaciones	-13,4	7,6	11,6	13,5	4,3	5,1
Productos tradicionales	-15,9	11,6	15,3	17,9	3,2	4,7
Productos no tradicionales	-7,0	-1,1	2,9	2,9	7,3	6,2
Importaciones	-8,9	-6,1	6,8	7,8	5,1	4,8
<b>2. Volumen:</b>						
Exportaciones	1,8	11,8	4,0	3,2	4,4	5,2
Productos tradicionales	5,7	17,1	4,1	3,3	4,8	5,7
Productos no tradicionales	-5,3	0,8	2,9	2,9	4,3	4,3
Importaciones	0,3	-3,2	3,3	3,1	3,5	3,3
<b>3. Precio:</b>						
Exportaciones	-14,9	-3,8	7,3	10,0	-0,1	-0,2
Productos tradicionales	-20,4	-4,7	10,8	14,2	-1,5	-1,1
Productos no tradicionales	-1,8	-1,9	-0,1	0,0	2,9	1,8
Importaciones	-9,2	-3,0	3,2	4,4	1,6	1,5

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

## Financiamiento externo

17. En 2016, el flujo neto de capitales del sector privado ascendió a US\$ 2 973 millones, monto inferior en US\$ 3 392 millones al registrado en el año anterior. Este resultado reflejó el menor financiamiento obtenido en préstamos de largo plazo y en la inversión directa extranjera, luego de la finalización de proyectos mineros, tales como Cerro Verde y Las Bambas.

El flujo de inversión directa extranjera pasó de US\$ 8 272 millones en el año 2015 a US\$ 6 863 millones en el año 2016. Según información del Ministerio de Energía y Minas, las inversiones en el sector minero en el año 2016, ascendieron a US\$ 4 251 millones, lo que representa una reducción de 46 por ciento respecto al año previo. La principal causa de este menor ritmo de inversión estuvo asociada a la culminación de megaproyectos, específicamente, Cerro Verde (- 90,4 por ciento), Las Bambas (- 80,1 por ciento) y Toromocho (- 63,2 por ciento).

En consecuencia, considerando la evolución del año 2016 y las proyecciones de crecimiento de la inversión privada, se revisa a la baja la proyección del flujo de inversión extranjera directa para el año 2017 (US\$ 5,2 mil millones), en tanto que se mantiene la proyección para el año 2018 (US\$ 5,7 mil millones) en comparación al Reporte previo.

**Cuadro 12**  
**CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO**  
(Millones de US\$)

	2015	2016	2017*		2018*	
			RI Dic.16	RI Mar.17	RI Dic.16	RI Mar.17
<b>SECTOR PRIVADO (A + B)</b>	<b>6 365</b>	<b>2 973</b>	<b>5 086</b>	<b>3 040</b>	<b>5 576</b>	<b>5 038</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>3,3</i>	<i>1,5</i>	<i>2,5</i>	<i>1,4</i>	<i>2,6</i>	<i>2,2</i>
<b>A. LARGO PLAZO</b>	<b>8 792</b>	<b>3 709</b>	<b>5 086</b>	<b>3 040</b>	<b>5 576</b>	<b>5 038</b>
<b>1. ACTIVOS</b>	<b>-247</b>	<b>-966</b>	<b>-1 760</b>	<b>-1 760</b>	<b>-1 783</b>	<b>-1 783</b>
<b>2. PASIVOS</b>	<b>9 039</b>	<b>4 675</b>	<b>6 846</b>	<b>4 800</b>	<b>7 359</b>	<b>6 822</b>
Inversión directa extranjera en el país	8 272	6 863	5 593	5 204	5 723	5 723
Sector no financiero	1 895	-417	1 488	846	1 824	1 824
Préstamos de largo plazo	2 491	5	467	235	648	648
Inversión de cartera	-596	-423	1 021	610	1 176	1 176
Sector financiero	-1 127	-1 771	-235	-1 250	-188	-726
Préstamos de largo plazo	-1 127	-1 698	-296	-1 311	-238	-776
Inversión de cartera	0	-73	61	61	50	50
<b>B. CORTO PLAZO 1/</b>	<b>-2 427</b>	<b>-736</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

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

Los flujos de financiamiento de largo plazo para el sector privado están destinados a financiar proyectos de inversión de empresas en diversos sectores de la economía. Se proyecta que en 2017 estos flujos se recuperarían con respecto a 2016 de acuerdo con la proyección de inversión privada, en un contexto de mayores términos de intercambio, recuperación de la confianza empresarial y esfuerzos gubernamentales para destrabar y agilizar proyectos. De acuerdo a información de anuncios de inversión privada, los principales anuncios se ubican en el sector minería (30 por ciento de la muestra), hidrocarburos (11 por ciento), e infraestructura (16 por ciento); los cuales tienen un importante componente de financiamiento externo. La mayor parte del financiamiento provendría de inversión extranjera directa, lo cual sería complementado con flujos de préstamos y emisiones de bonos en los mercados internacionales.

En el **sector minero**, se espera la continuación de proyectos como la ampliación de Toquepala (Southern) de US\$ 1,2 mil millones, la que contará con una nueva concentradora con tecnología avanzada que aumentará la producción anual de 100 mil toneladas a 217 mil toneladas en 2018 y 260 mil toneladas en 2019, incrementando adicionalmente la producción anual de molibdeno en 3,1 mil toneladas. A diciembre de 2016 la empresa invirtió en este proyecto US\$ 550 millones y tiene un avance de 53 por ciento. Se estima que esté terminado en el segundo trimestre de 2018. Asimismo la empresa viene desarrollando proyectos adicionales: Sistema de rodillos de trituración de alta presión de Toquepala, optimización en la gestión de mineral pesado en Cuajone, espesadores de relaves en la concentradora de Cuajone, los que se esperen estén terminados en 2017.





Cuadro 13  
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2017 - 2018

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Southern Perú Cooper Corp.	Ampliación de mina Toquepala
	Aluminium Corp. Of China Ltd.(Chinalco)	Mejoras y ampliación en el sistema productivo de Toromocho
	Shougang Corporation	Ampliación de Mina Marcona
	Angloamerican	Quellaveco
	Jinzhao Mining	Pampa del Pongo
	Marcobre	Mina Justa
HIDROCARBUROS	China National Petroleum Corporation; Repsol YPF S.A.	Lote 57 - Kinteroni
	China National Petroleum Corporation	Exploración lote 58
	Calidda Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
	Karoon Gas Natural	Exploración lote Z-38
ENERGÍA	Isolux	Línea de Transmisión Moyobamba-Iquitos
	Corsan- Corvian	Central Hidroeléctrica Molloco
	Luz del Sur	Central Termoeléctrica Pacífico Sur
	Generación Eléctrica Las Salinas	Parque Eólico Samaca
	Termochilca	Central Térmica Domingo Olleros-Ciclo Combinado
INDUSTRIA	Corporación Lindley	Almacenes, centros de distribución y mejoras en infraestructura
	Repsol YPF	Ampliación de Refinería La Pampilla
	CMPC Tissue	Planta de Tissue
	Grupo Celepsa	Ampliación de planta en Pisco
	Precor	Mega planta en Chilca
INFRAESTRUCTURA	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 del Metro de Lima
	Grupo Volcan	Terminal portuario de Chancay
	Consorcio Consierra II	Longitudinal de la Sierra Tramo 2
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Covisol	Autopista del Sol Trujillo - Sullana
	Covi Perú	Red Vial N° 6 Pucusana-Ica
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	Consorcio Paracas	Terminal Portuario San Martín
OTROS SECTORES	Grupo Telefónica	Infraestructura e implementación del servicio 4G
	Entel	Desarrollo de servicios y redes 4G
	América Móvil	Implementación y expansión de redes 4G
	Grupo Falabella	Expansión y nuevos centros comerciales
	Besalco	Proyecto inmobiliario
	Grupo Interbank	Expansión y nuevos centros comerciales
	Grupo Breca	Expansión y nuevos hoteles, clínicas y centros comerciales
Cencosud	Centro comercial	

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

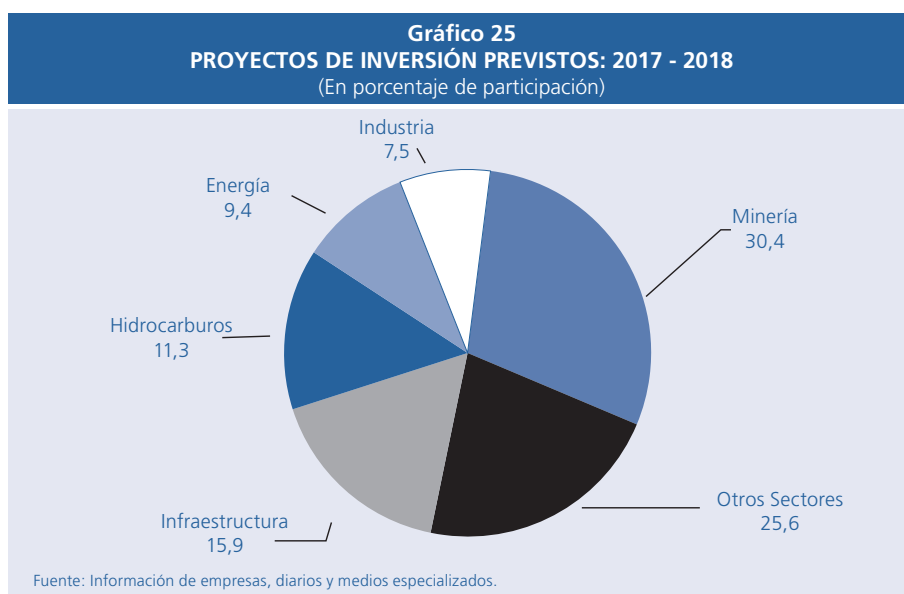
En el **sector hidrocarburos**, se asume que el proyecto Gasoducto Sur Peruano se licitará nuevamente en 2017 y se retomarán las obras en el segundo semestre de 2018.

En el **sector de energía** continúa el desarrollo de proyectos tales como la Central Térmica Santo Domingo de Olleros (Turbina a vapor- ciclo combinado), mientras que la Línea de Transmisión 200 Kv. Moyobamba – Iquitos se encuentra paralizada por conflictos con algunas comunidades. Estos proyectos, al cierre de 2016, tienen un avance de 54 y 17 por ciento, respectivamente. Cabe señalar que durante 2016, según Osinergmin, se pusieron

en operación los proyectos Cerro del Águila, Nodo Energético del Sur y Central Eólica Tres Hermanas, que en conjunto representaron US\$ 1,8 mil millones de inversión total.

En el **sector infraestructura**, proyectos como Vías Nuevas de Lima (Concesionario Rutas de Lima), Vía Expresa Sur, IIRSA Norte Tramo Paita-Yurimaguas y Red Vial N° 5 Ancón-Huacho-Pativilca se encuentran retrasados debido a los últimos escándalos de corrupción que actualmente están en investigación. Se espera que la ejecución de estos proyectos se retome en el año 2018.

Los sectores ligados a la **construcción** como el inmobiliario, hotelero, educación y salud, continúan realizando anuncios de ampliación, remodelación y ejecución de nuevos proyectos, tanto en Lima como en provincias, acorde con la recuperación estimada para la demanda interna en el horizonte de proyección.

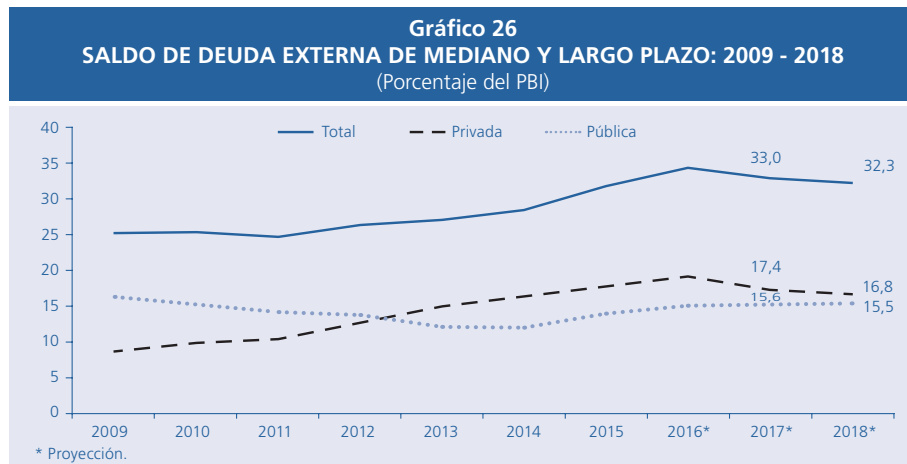


- El flujo positivo que se espera en la **cuenta financiera del sector público** para los siguientes 2 años refleja importantes desembolsos destinados a financiar diversos proyectos de inversión como la ampliación de la Refinería de Talara y el desarrollo de la Línea 2 del Metro de Lima, así como las necesidades de financiamiento del fisco.

El endeudamiento externo total ha venido reflejando recientemente la evolución del componente privado, que al cierre de 2016 se elevó a 19,4 por ciento del PBI, mientras que el componente público fue equivalente a 15,2 por ciento del producto.

Se espera que el endeudamiento privado muestre una tendencia decreciente durante el horizonte de proyección, manteniéndose por encima del 16 por ciento del PBI.





19. 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 influjos de capitales y de altos precios de *commodities*.

**Cuadro 14**  
**INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL**

	2006	2011	2016
<b>RIN como porcentaje de:</b>			
a. PBI	19,6	28,6	31,6
b. Deuda externa de corto plazo <sup>1/</sup>	166	471	505
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	230	360	349
<b>Deuda externa de mediano y largo plazo (como porcentaje del PBI):</b>	<b>28,7</b>	<b>24,4</b>	<b>34,5</b>
a. Privada	4,1	10,2	19,4
b. Pública	24,6	14,2	15,2

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



### III. Actividad económica

#### PBI sectorial

20. Durante el año 2016 el PBI creció 3,9 por ciento impulsado por el crecimiento de los sectores primarios (9,8 por ciento), especialmente por la minería metálica. En particular, este sector creció 21,2 por ciento (1,8 puntos de contribución al crecimiento), teniendo como principal impulso la mayor producción de cobre de minas como Las Bambas y Cerro Verde. En tanto, los sectores no primarios crecieron 2,3 por ciento y continuaron afectados por una débil demanda interna. Ello se tradujo en tasas negativas de crecimiento de sectores como construcción y manufactura no primaria, así como en una desaceleración de los sectores comercio y servicios.
21. El escenario de 2017 considera dos tipos de eventos que producirían un impulso negativo en el crecimiento de la actividad económica del año. Por un lado, la proyección actual incorpora el retraso de algunos importantes proyectos de infraestructura. Por otro lado, se tiene en cuenta los efectos negativos que viene ocasionando, hasta la publicación de este Reporte, el fenómeno El Niño en los sectores agropecuario, pesca, manufactura primaria y servicios, principalmente.

**Cuadro 15**  
**PBI POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2015	2016	2017*		2018*	
			RI Dic.16	RI Mar.17	RI Dic.16	RI Mar.17
<b>Agropecuario</b>	<b>3,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>
Agrícola	2,0	0,6	2,3	1,7	5,5	5,4
Pecuario	5,2	3,6	3,6	3,7	4,2	4,2
<b>Pesca</b>	<b>15,9</b>	<b>-10,1</b>	<b>34,7</b>	<b>13,6</b>	<b>5,7</b>	<b>20,4</b>
<b>Minería e hidrocarburos</b>	<b>9,5</b>	<b>16,3</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>
Minería metálica	15,7	21,2	7,5	6,9	5,0	5,9
Hidrocarburos	-11,5	-5,1	7,1	6,8	6,6	6,4
<b>Manufactura</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>2,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>
Recursos primarios	1,8	-0,5	10,0	6,8	4,1	6,7
Manufactura no primaria	-2,6	-2,0	1,7	0,8	4,0	3,0
<b>Electricidad y agua</b>	<b>5,9</b>	<b>7,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>
<b>Construcción</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>
<b>Comercio</b>	<b>3,9</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>
<b>Servicios</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>
<b>PRODUCTO BRUTO INTERNO</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>
Nota:						
<b>PBI primario</b>	<b>6,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,0</b>
<b>PBI no primario</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>

RI: Reporte de Inflación.  
\* Proyección.





En adición a los eventos temporales mencionados, la proyección de los años 2017-2018 presenta una recomposición del crecimiento sectorial. Se proyecta una menor contribución del sector minero, luego de las tasas extraordinarias de los últimos dos años, y un aumento gradual del crecimiento de los sectores vinculados al mercado interno y a las exportaciones no tradicionales. En este contexto, se estima que el crecimiento se ubique en 3,5 por ciento para 2017 y en 4,1 por ciento para 2018.

- a) El **sector agropecuario** se desaceleró de 3,2 por ciento en 2015 a 1,8 por ciento en el año 2016. Ello se debió a que la campaña asociada a la producción de 2016 se desarrolló en un contexto de déficit hídrico, lo que disminuyó la producción de cultivos andinos como papa, maíz amiláceo y trigo.

En lo que va del año 2017, los huacos y desbordes de ríos a causa de El Niño han perjudicado hectáreas de cultivos, vías de acceso e infraestructura agrícola. Específicamente, se han perdido áreas de arroz y plátano por inundaciones en el norte y la floración del limón se ha visto afectada por las condiciones climáticas, mientras que las inundaciones han dificultado su cosecha. Teniendo en cuenta toda esta información, se revisa a la baja la tasa de crecimiento del sector agropecuario de 2,8 a 2,5 por ciento para 2017.

Para el año 2018, la proyección se revisa ligeramente a la baja con respecto al Reporte de Inflación de diciembre. Se espera que las condiciones climáticas actuales se disipen hacia 2018 y que en dicho año el sector crezca 4,9 por ciento.

- b) En el año 2016, el **sector pesca** se contrajo 10,1 por ciento, a causa de menores desembarques de anchoveta. La menor extracción de esta especie durante el año se debió a las anomalías de salinidad en el mar que afectaron la disponibilidad y desove de la especie y ocasionaron el cierre prematuro de la primera temporada de pesca.

Para 2017, se revisa a la baja la proyección de crecimiento del sector, teniendo en cuenta que los factores climáticos y oceanográficos actuales han afectado el desove y crecimiento de la anchoveta y que la situación continuaría en el próximo trimestre. La nueva proyección supone una menor cuota máxima de captura durante la primera y segunda temporada del año en la zona norte-centro. La menor captura de la especie durante el año 2017 permitiría una mayor biomasa para 2018, por lo que la tasa de crecimiento del sector en dicho año se revisa al alza.

- c) El sector **minería metálica** creció 21,2 por ciento durante 2016, impulsado por la mayor producción de cobre de las Bambas y la ampliación de Cerro Verde. Se prevé que la contribución del cobre al crecimiento del sector se modere en los siguientes años, pues los grandes proyectos estarían alcanzando sus niveles óptimos de producción.



El **cobre** tendría un crecimiento de 10,5 por ciento durante 2017, año en que se producirían 2,5 millones de toneladas. Esta producción difiere de la proyectada en diciembre al considerar los últimos datos disponibles de producción y los anuncios recientes de las empresas. Hacia el segundo semestre de 2018 se prevé que entre en operaciones la expansión de Toquepala, perteneciente a Southern Perú, lo que contribuirá a elevar la producción de cobre en 5,9 por ciento en dicho año.

<b>Cuadro 16</b>			
<b>PRODUCCIÓN DE COBRE</b>			
(Miles de Toneladas Métricas Finas)			
	<b>2016</b>	<b>2017*</b>	<b>2018*</b>
Antamina	444	431	440
Southern	288	311	366
Cerro Verde	473	537	538
Antapaccay	221	226	230
Toromocho	168	201	220
Constancia	133	115	130
Las Bambas	329	460	500
Resto de empresas	223	236	242
<b>TOTAL</b>	<b>2 280</b>	<b>2 519</b>	<b>2 667</b>

\* Proyección.

La **producción de oro** creció 4,6 por ciento en 2016 por la incorporación, desde febrero, de los productores artesanales de Puno, Arequipa y Piura, así como por la mayor producción informal de Madre de Dios y la de la mina Inmaculada. Para 2017 se espera que el impulso al crecimiento provenga de los nuevos proyectos auríferos, como Tambomayo, Invicta y Shahuindo. Asimismo, se espera que el proyecto San Gabriel, de Buenaventura, inicie su fase de producción en el segundo trimestre de 2018.

<b>Cuadro 17</b>			
<b>PRODUCCIÓN DE ORO</b>			
(Miles de Onzas Finas)			
	<b>2016</b>	<b>2017*</b>	<b>2018*</b>
Yanacocha	668	598	500
Barrick Misquichilca	547	513	463
Madre de Dios <sup>1/</sup>	549	509	540
Buenaventura	190	198	208
Inmaculada	163	163	147
Anama	87	87	89
Shahuindo	48	79	85
Invicta	0	42	118
Tambomayo	0	115	130
Resto de empresas	2 672	2 698	2 747
<b>TOTAL</b>	<b>4 924</b>	<b>5 002</b>	<b>5 026</b>

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





La **producción de zinc** se contrajo en 5,9 por ciento durante el año 2016 por la menor producción de Los Quenuales, asociada al cierre de la unidad minera Iscaycruz; y de Antamina, por las menores leyes del mineral. Sin embargo, se proyecta una recuperación de leyes de Antamina en 2017, lo que se reflejaría en un crecimiento de la producción de zinc.

Cuadro 18 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)			
	2016	2017*	2018*
Cobre	40,1	10,5	5,9
Oro	4,6	1,6	0,5
Zinc	-5,9	6,8	1,6

\* Proyección.

- d) La producción del **subsector hidrocarburos** cayó 5,1 por ciento en el año 2016 a causa de la menor producción de petróleo. Ello se debió, en primer lugar, a la rotura del Oleoducto Nor-Peruano que ocasionó el cierre de operaciones de dos lotes petroleros (Lote 192 de Pacific Stratus y Lote 67 de Perenco). En segundo lugar, la paralización, entre setiembre y diciembre, de la producción del lote 8 de Pluspetrol por protestas de las comunidades de la zona.

La menor producción de petróleo del año fue parcialmente compensada por la mayor producción de gas natural en los lotes de Camisea, a cargo de Pluspetrol, y en el lote 57, a cargo de Repsol. La mayor producción se debe tanto al inicio de operaciones de la compresora para el transporte de gas como a un efecto base, pues en el tercer trimestre de 2015 se realizaron labores de mantenimiento en el gasoducto.

Si bien la producción de crudo durante 2017 continuaría por debajo de los niveles observados durante los últimos años, se espera que la producción se recupere hacia el año 2018, asumiendo que la reparación total del oleoducto sucedería a finales de 2017.

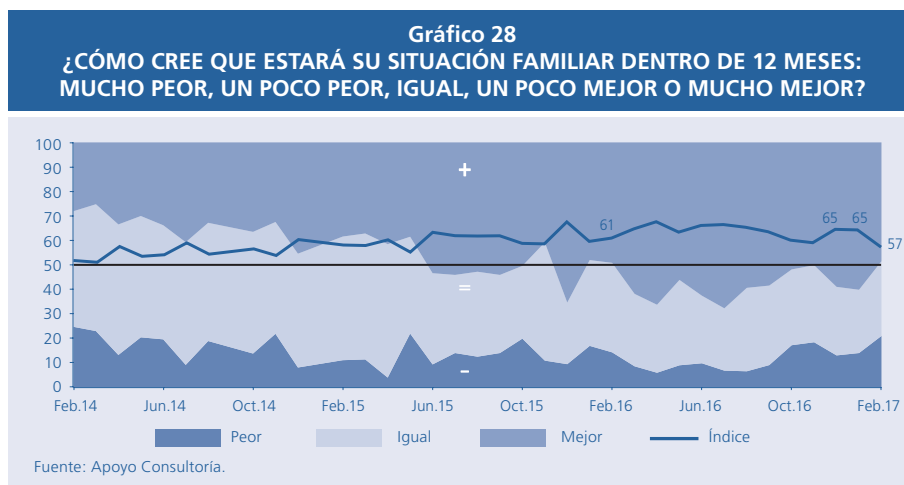
- e) La producción del sector **manufactura no primaria** durante 2016 se redujo 2,0 por ciento por la contracción de las ramas orientadas a la inversión, exportación e insumos. Para 2017 y 2018, se espera una recuperación gradual del sector, consecuente con el crecimiento esperado de la inversión y de las exportaciones no tradicionales.

## PBI gasto

22. El crecimiento del PBI de 2016 de 3,9 por ciento estuvo impulsado principalmente por la evolución de las exportaciones netas, las cuales contribuyeron con 2,8 puntos porcentuales al mayor crecimiento del año. La demanda interna creció 0,9 por ciento, en un entorno de caída de la inversión privada (6,1 por ciento) y del gasto público (0,5 por ciento). La evolución de la inversión fue resultado de la contracción de la inversión minera tras la finalización de grandes proyectos que pasaron a la fase de producción, los problemas asociados a la ejecución de proyectos de infraestructura; y la evolución del gasto público acorde con la política de consolidación fiscal.

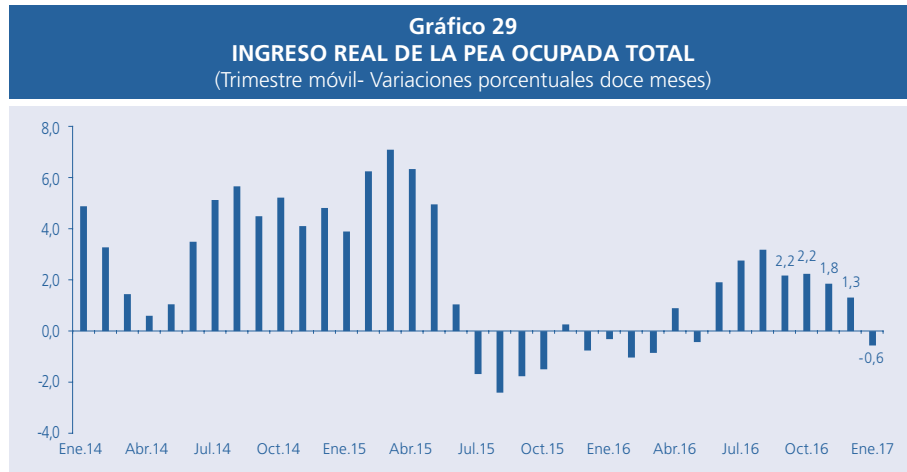
Durante los dos primeros meses de 2017, los indicadores del **consumo privado** presentan tendencias mixtas. De un lado, existen indicadores favorables referidos al crédito a las familias, mientras que por otro lado, se registra una disminución del nivel de confianza del consumidor y una caída en los ingresos de la Población Económicamente Activa (PEA) ocupada, así como también del nivel de empleo. En el caso de la **inversión privada**, los indicadores contemporáneos siguen señalando una evolución negativa.

- a) El Índice de Confianza del Consumidor alcanzó 57 puntos en febrero, nivel inferior al promedio del cuarto trimestre de 2016 (61 puntos) y del año 2016 (64 puntos).

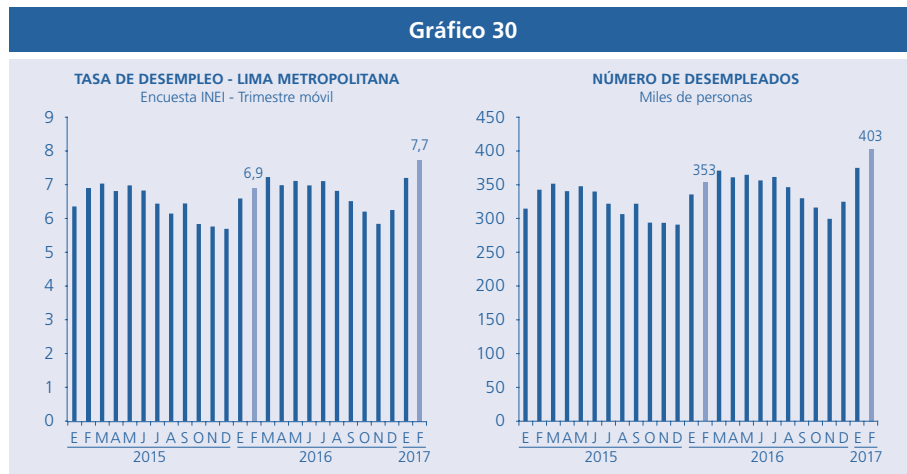


- b) El ingreso real de la Población Económicamente Activa (PEA) ocupada disminuyó 0,6 por ciento en enero de 2017, después de registrar tasas positivas durante siete meses consecutivos.

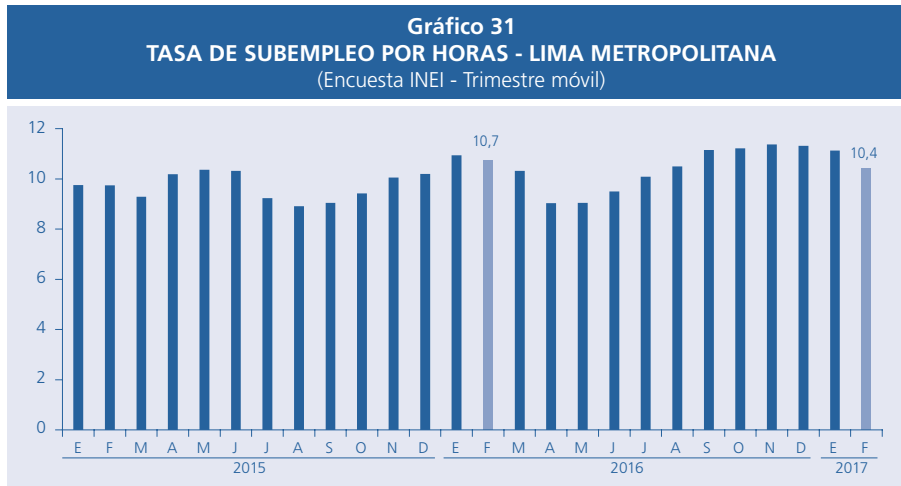




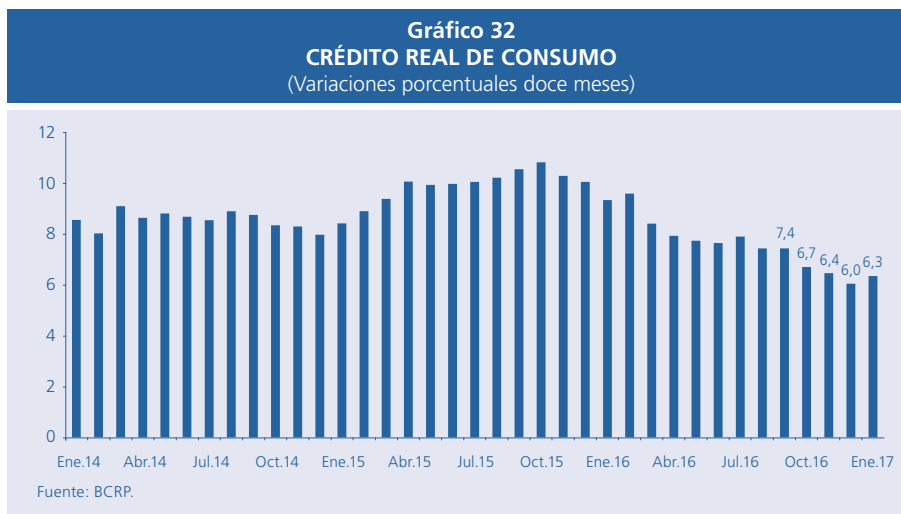
- c) Respecto al mercado laboral, las señales recientes han sido desfavorables. En febrero, se registró una tasa de desempleo de 7,7 por ciento en Lima Metropolitana, tasa mayor al 6,9 por ciento de febrero del año pasado. El número de personas desempleadas pasó de 353 mil en febrero de 2016 a 403 mil en este año, representando un incremento de 14,2 por ciento.



En Lima Metropolitana, la tasa de subempleo por horas, definida como el número de personas que buscan trabajar más de 20 horas pero no lo consiguen (subempleados por horas) como proporción de la PEA, ha disminuido a 10,4 por ciento respecto al 10,7 por ciento registrado en febrero del año pasado, luego de aumentar durante gran parte del año pasado.



- d) El crédito de consumo continuó creciendo en términos reales por encima de los ingresos. Así la tasa de crecimiento real fue de 6,3 por ciento en enero de 2017.

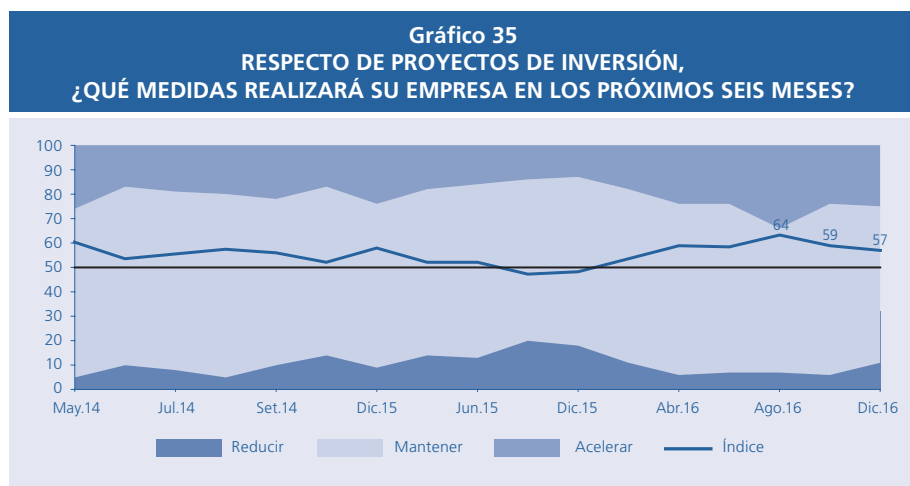
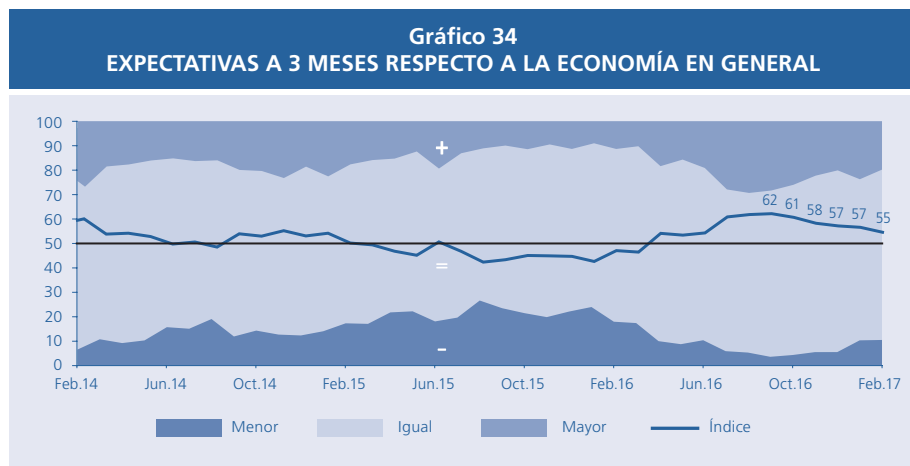
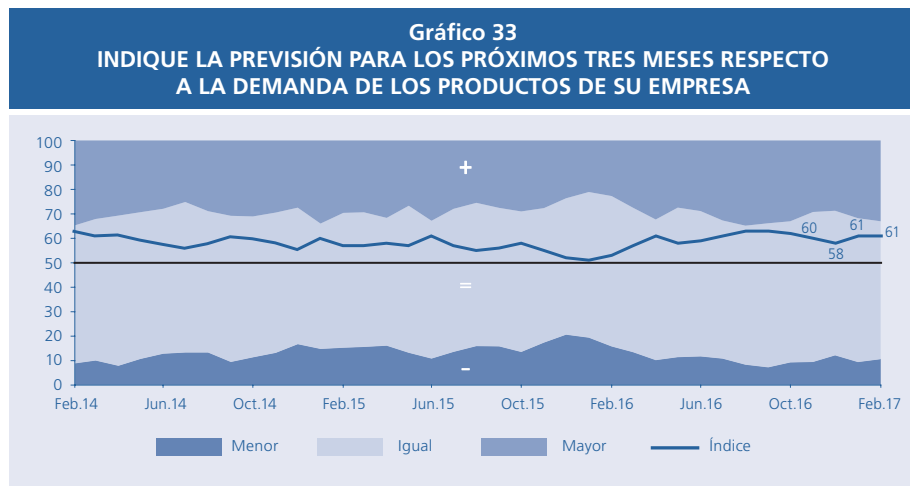


- e) Las expectativas de demanda a tres meses de las empresas se han mantenido en el tramo optimista y alcanzaron los 61 puntos en febrero, nivel similar al del mes previo y mayor al promedio del año 2016 (59 puntos). Por el contrario, las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses muestra una moderación desde el último trimestre de 2016 ubicándose en 55 puntos en febrero de 2017, luego de alcanzar 62 puntos en setiembre de 2016. Asimismo, el indicador de expectativas de inversión a 6 meses muestra

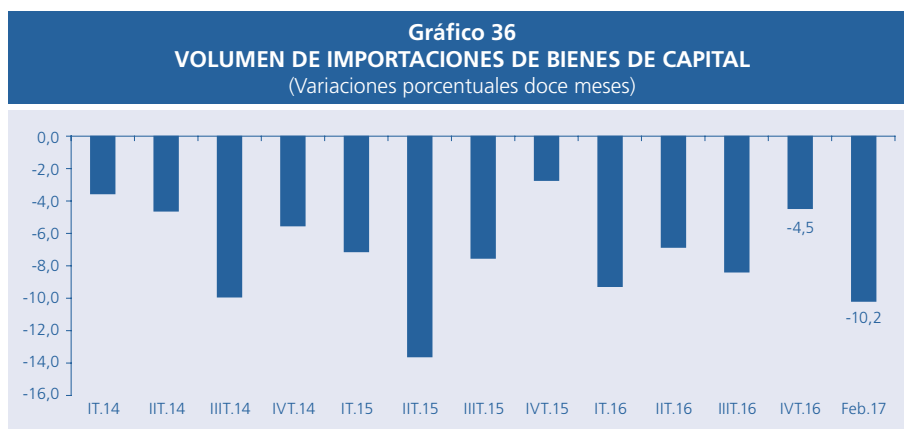




una moderación y descendió a un nivel de 57 puntos en diciembre (menor al promedio de 2016 de 58 puntos).



- f) El volumen de importaciones de bienes de capital, descontando materiales de construcción, indicador de la demanda de inversión, disminuyó 10,2 por ciento anual en febrero de 2017 y acumuló una caída de 11,0 por ciento anual entre enero y febrero de 2017.



**Cuadro 19**  
**DEMANDA INTERNA Y PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2015	2016	2017*		2018*	
			RI Dic.16	RI Mar.17	RI Dic.16	RI Mar.17
<b>I. Demanda interna</b>	<b>3,1</b>	<b>0,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>
<b>1. Gasto privado</b>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>
Consumo	3,4	3,4	3,5	3,1	4,0	3,4
Inversión privada fija	-4,4	-6,1	5,0	2,5	5,0	5,3
Variación de existencias <sup>1/</sup>	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>2. Gasto público</b>	<b>4,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
Consumo	9,8	-0,5	4,2	3,2	2,2	2,2
Inversión	-7,3	-0,4	7,4	11,0	4,5	5,0
<i>Gobierno General</i>	-12,4	-3,4	12,1	15,7	4,6	5,2
<i>Empresas Públicas</i>	64,7	21,6	-19,8	-16,6	3,6	3,4
<b>II. Demanda Externa Neta</b>						
<b>1. Exportaciones</b>	<b>3,5</b>	<b>9,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>
<b>2. Importaciones</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>
<b>III. PBI</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>
<i>Nota:</i>						
Gasto público (contribución)	0,7	-0,1	0,9	0,9	0,5	0,5

R.I.: Reporte de Inflación  
\* Proyección  
1/ Contribución

23. En el año se espera un menor dinamismo en el crecimiento, resultado de retrasos en diferentes megaproyectos de inversión privada y pública asociados a infraestructura, así como por el impacto indirecto que tendría estos eventos sobre la dinámica de la inversión





total. En respuesta a este entorno con menores expectativas de crecimiento, el gobierno ha anunciado una serie de medidas para impulsar la inversión pública e incentivar un mayor dinamismo en la evolución del sector privado. Asimismo, los desastres causados por el fenómeno El Niño implicarán un mayor gasto público, particularmente el asociado al proceso de reconstrucción. En el corto plazo, el crecimiento del gasto de inversión pública permitiría compensar parcialmente parte de la caída esperada del gasto agregado. Por ello, en el presente Reporte se revisa la proyección de crecimiento del PBI para 2017 de 4,3 por ciento a 3,5 por ciento considerando una menor recuperación de la inversión privada respecto a la prevista en el Reporte de diciembre.

24. Para 2018 se espera un mayor dinamismo de la demanda interna (respecto al año previo), dado que la inversión privada retomaría gradualmente un mayor ritmo de crecimiento, sustentado en el reinicio de las operaciones de los principales proyectos en concesión y en los anuncios de proyectos futuros de inversión. Con ello, se espera un crecimiento del PBI de 4,1 por ciento para 2018 (ligeramente menor al 4,2 por ciento proyectado en el Reporte previo).

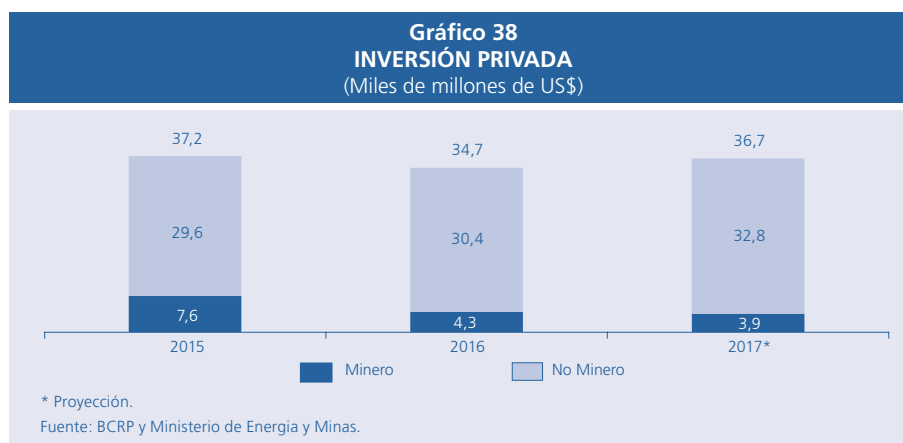
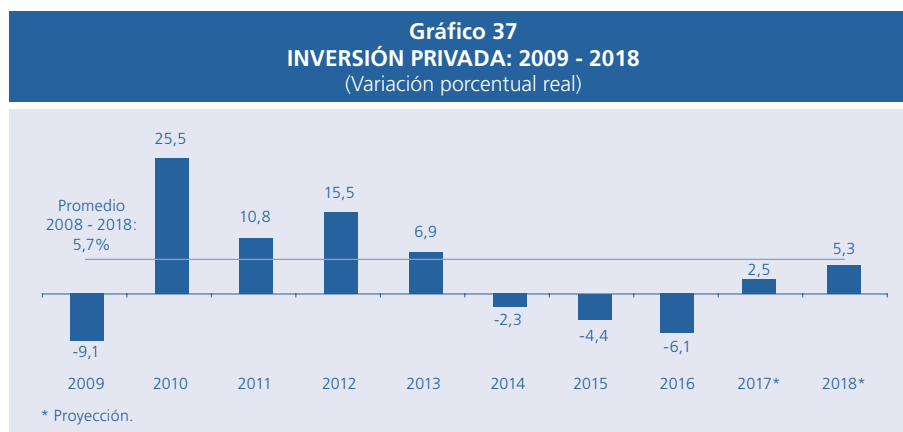
La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI revela ajustes a la baja para el año 2017. Así, en el caso del sistema financiero y analistas económicos se registra una revisión de 4,2 a 3,5 por ciento entre diciembre de 2016 y febrero de 2017; y entre los representantes de empresas no financieras de 4,2 a 3,8 por ciento. Para 2018 los agentes económicos esperan un crecimiento del PBI promedio de 3,9 por ciento.

Cuadro 20 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI (Variaciones porcentuales)				
		RI Set. 16	RI Dic. 16	RI Mar. 17
<b>Sistema Financiero</b>	2017	4,2	4,2	3,5
	2018	4,3	4,0	4,0
<b>Analistas Económicos</b>	2017	4,2	4,2	3,5
	2018	4,2	4,2	3,8
<b>Empresas No Financieras</b>	2017	4,1	4,2	3,8
	2018	4,5	4,5	4,0

25. Para el año 2017, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de la **inversión del sector privado**, de 5,0 a 2,5 por ciento, principalmente por un menor gasto del inicialmente contemplado en el Reporte de diciembre de algunos proyectos de infraestructura tales como Gasoducto Sur Peruano, la Línea 2 del Metro de Lima, Vías Nuevas de Lima y Chavimochic III Etapa, entre los más importantes. A esto se suma una menor inversión en minería por la culminación de megaproyectos que pasaron a la fase de producción, específicamente la ampliación de Cerro Verde, Las Bambas y Toromocho. Asimismo, las expectativas de los inversionistas, aunque se han mantenido en el tramo optimista, han descendido a niveles menores respecto a años previos. Para



el año 2018, se prevé que la inversión privada crecerá 5,3 por ciento, considerando la normalización de las condiciones de inversión reflejadas en la recuperación de la confianza y el avance de los proyectos anunciados y otorgados en concesión.



Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2017-2018 alcanzan US\$ 18,0 mil millones.

**Cuadro 21**  
**ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA 2017 - 2018**  
(Millones de US\$)

	RI Dic.16	RI Mar.17
Minería	6 003	5 480
Hidrocarburos	2 898	2 028
Energía	2 001	1 687
Industria	1 640	1 350
Infraestructura	3 438	2 858
Otros Sectores	4 477	4 610
<b>TOTAL</b>	<b>20 457</b>	<b>18 013</b>

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.





La inversión estimada en proyectos adjudicados en concesión entre 2016-2017 alcanzaría los US\$ 2,1 mil millones, tal como se informó en el Reporte de diciembre. Proinversión ha anunciado proyectos por adjudicar que involucran una inversión de US\$ 4,8 mil millones.

**Cuadro 22**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2016 - 2017**  
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
<b>A. Adjudicados</b>	<b>2 060</b>
Concesiones Únicas para la Prestación de Servicios Públicos de Telecomunicaciones y Asignación de Tres Bloques de la Banda 698-806 MHz a nivel nacional	1 680
Central Hidroeléctrica San Gabán III	371
Vigilancia Electrónica Personal (Grilletes Electrónicos)	9
<b>B. Por Adjudicar</b>	<b>4 769</b>
<b>B.1 Convocados</b>	<b>1 889</b>
Obras de Cabecera y Conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima Longitudinal de la Sierra Tramo 4	600
Sistema de Abastecimiento de GLP para Lima y Callao <sup>1/</sup>	464
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	250
Central Térmica de Quillabamba <sup>1/</sup>	204
Hidrovia Amazónica	180
Línea de Transmisión 220 kV Tintaya - Azángaro	95
Línea de Transmisión Aguaytía-Pucallpa 138 Kv	59
	37
<b>B.2 Por Convocar</b>	<b>2 880</b>
Proyecto Minero Michiquillay	2 016
Enlaces Mantaro-Nueva Yanango-Carapongo y Nueva Yanango - Nueva Huánuco y Sub estaciones eléctricas	568
Instalación de Banda Ancha para Amazonas, Ica y Lima	142
Obras de Regulación del Río Chillón <sup>1/</sup>	80
Repotenciación de Línea de Transmisión Carabaylo - Chimbote -Trujillo	64
Subestación Nueva Carhuaquero 220 kV	10

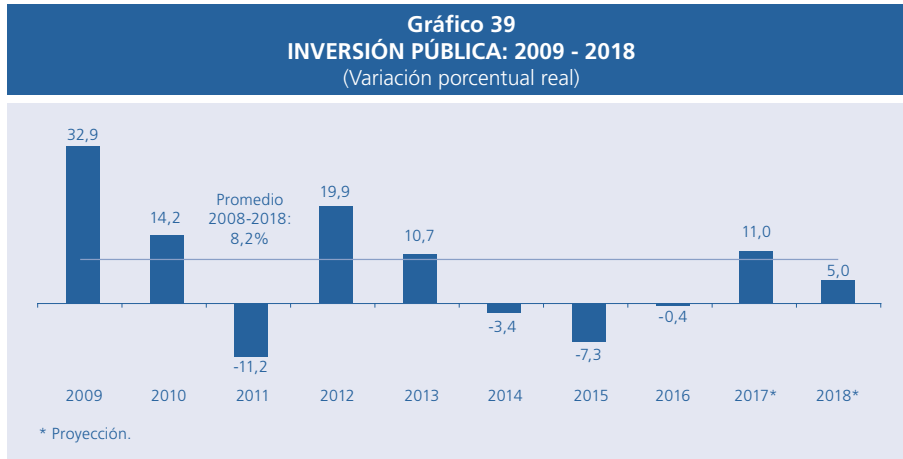
Fuente: Proinversión

1/ Fecha de adjudicación por determinar.

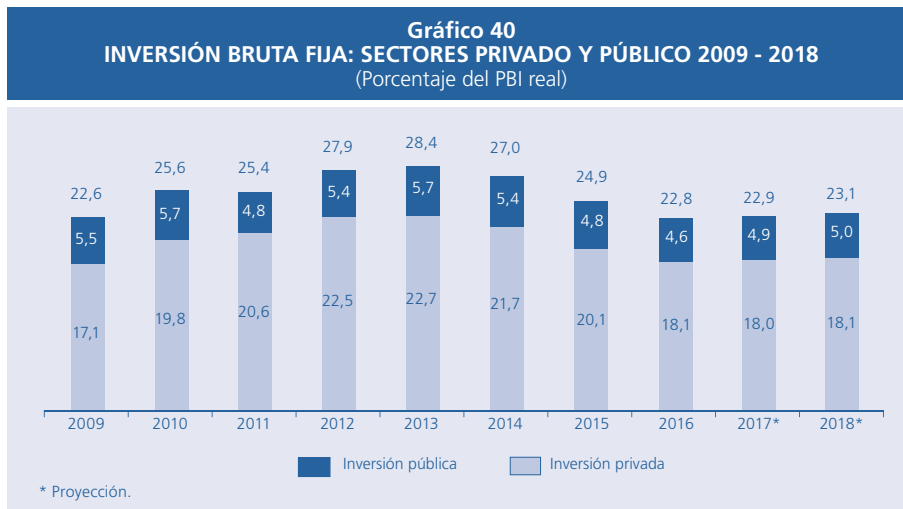
26. La **inversión pública** se contrajo 0,4 por ciento en el año 2016, explicado por la evolución del gasto a nivel del gobierno nacional y gobiernos regionales. Asimismo, la inversión de empresas públicas creció a una tasa significativa (22 por ciento), principalmente por el avance del proyecto de la Refinería de Talara.

Teniendo en cuenta el plan de estímulo anunciado en marzo por el gobierno, se espera que se produzca un mayor nivel de gasto por parte de las unidades ejecutoras, particularmente en los sectores Transporte y Comunicaciones, Educación, Agricultura, Interior, Trabajo y en los gobiernos subnacionales. Ello implicaría una reversión de la ejecución observada hasta el primer trimestre y una recomposición del gasto en los trimestres restantes. Se estima que el crecimiento de la inversión pública se eleve de 7,4 por ciento que se tenía en el Reporte previo a 11,0 por ciento en el presente Reporte. Para el año 2018 se revisa al alza la tasa de crecimiento

de 4,5 por ciento proyectada en el Reporte de diciembre a 5,0 por ciento en el presente Reporte.



27. Considerando la evolución de la inversión privada y de la inversión pública, el ratio de inversión bruta fija a PBI se mantendría alrededor de 23 por ciento entre 2017 y 2018. Estos menores niveles de inversión conllevarían un crecimiento del PBI potencial (3,8 por ciento) algo menor a lo previsto para el horizonte de proyección del Reporte previo.

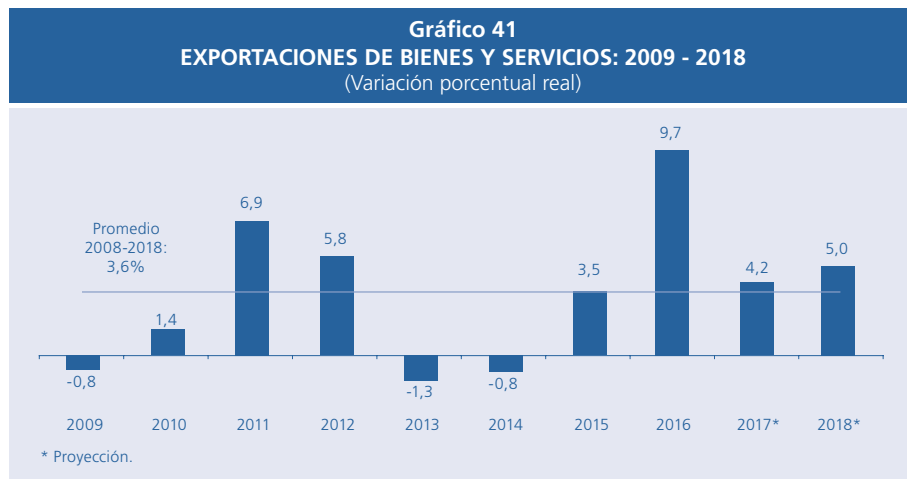


28. Las **exportaciones** crecieron 9,7 por ciento en el año 2016, tasa superior en 6,2 puntos porcentuales a las de 2015, debido al fuerte dinamismo de las exportaciones de productos tradicionales (cobre, oro, café y derivados del petróleo). Por su parte, las ventas al exterior de productos no tradicionales registraron una recuperación debido al mayor dinamismo observado desde el segundo trimestre en los envíos de

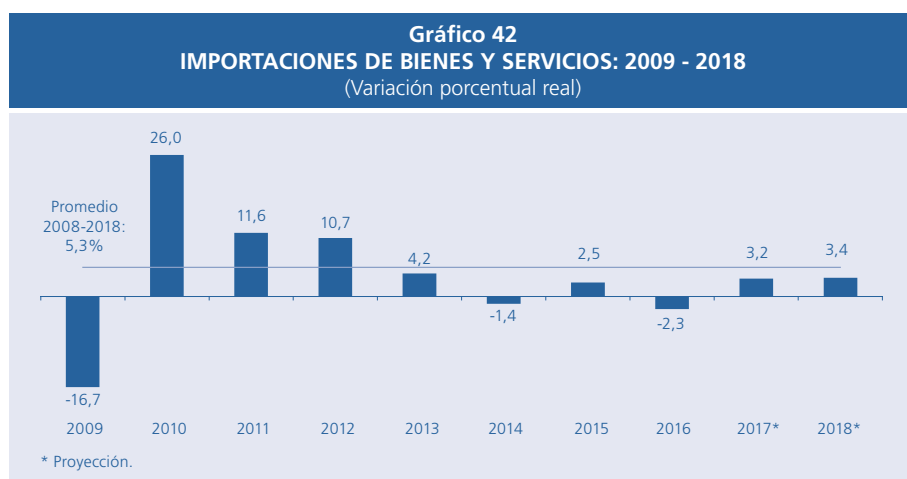




productos agropecuarios y pesqueros. Para el periodo comprendido entre 2017 y 2018 se estima una moderación en el dinamismo de las exportaciones, consecuente con la menor producción esperada en el sector pesquero.



29. Las **importaciones** registraron tasas negativas en el año 2016 por la caída de las importaciones de bienes y el menor crecimiento de las importaciones de servicios, reflejo del menor flujo de transporte (básicamente asociado a la caída de las importaciones de bienes). Para 2017 y 2018 se espera una recuperación gradual de las importaciones que sería compatible con los anuncios de proyectos de inversión privada y al mayor crecimiento del producto. No obstante, para el año 2017, el menor crecimiento respecto al Reporte previo refleja la revisión a la baja de la proyección de la inversión privada (de 5,0 a 2,5 por ciento).



### Recuadro 1 FENÓMENO EL NIÑO

A partir de la segunda quincena de enero, la temperatura superficial del mar frente a la costa de Paita empezó a aumentar sostenidamente y las anomalías, medidas como la diferencia entre la temperatura observada y el promedio histórico, registraron valores inusualmente altos. Ante esta situación, el Comité ENFEN<sup>3</sup> emitió un comunicado anunciando que las probabilidades de un evento El Niño habían aumentado.

#### EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE VIGILANCIA DEL FENÓMENO EL NIÑO DEL COMITÉ ENFEN

Fecha	Estado	Condiciones
17 de Enero	<b>Condiciones Neutras</b>	Predominaba la probabilidad de no ocurrencia de un Fenomeno El Niño, pero las probabilidades de un Niño débil aumentaron a 30 por ciento.
24 de Enero	<b>Vigilancia del Niño Costero</b>	Las probabilidades de ocurrencia de un Niño débil superaron el 50 por ciento.
2 de Febrero	<b>Alerta de Niño Costero</b>	Se presentan las condiciones necesarias para declarar que el Niño débil ha iniciado.
15 de Febrero	<b>Alerta de Niño Costero</b>	Se prevé la continuación del evento al menos hasta el mes de marzo.
2 de Marzo	<b>Alerta de Niño Costero</b>	Se prevé la continuación del evento al menos hasta el mes de abril con una magnitud entre débil y moderada.
16 de Marzo	<b>Alerta de Niño Costero</b>	Se prevé la continuación del <b>evento al menos hasta el mes de abril con una magnitud moderada</b> .

\* El evento es considerado de magnitud "moderada" cuando el Índice Costero El Niño (ICEN) alcanza valores entre 1 y 1,7 °C. El ICEN es el promedio móvil a tres meses de las anomalías mensuales de la temperatura superficial del mar (TSM) en la región 1+2.

Fuente: Comunicados Oficiales.

A diferencia de un típico Fenómeno El Niño, el cual se origina por el desplazamiento de las ondas cálidas Kelvin proveniente del Pacífico Central y muestra un aumento en la temperatura sub-superficial del mar, este Fenómeno El Niño se originó como resultado del desplazamiento de aguas del Ecuador hacia el sur y de condiciones atmosféricas atípicas. Ello hizo que el agua del mar empezara a calentarse súbitamente.

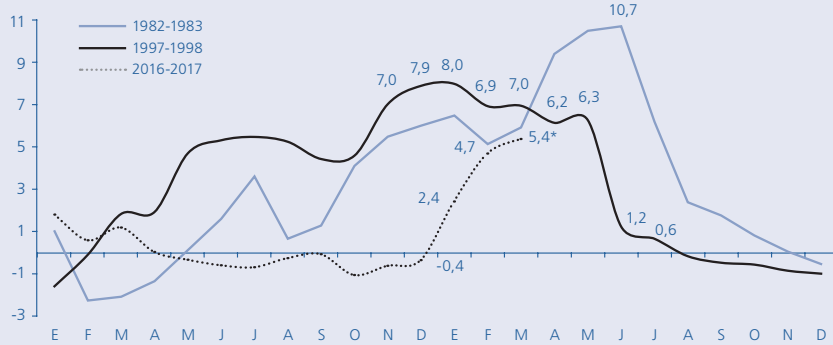
Por otro lado, el impacto que este evento ha tenido sobre el nivel de precipitaciones ha sido mucho mayor que el del evento El Niño 2015-2016, el cual fue de categoría fuerte. Esta diferencia se explica por la fecha de ocurrencia del evento: El Niño 2015-2016 alcanzó su máxima anomalía en diciembre de 2015, antes de la temporada de lluvias; por el contrario, este evento ha mostrado mayor calentamiento en el pico de la temporada de lluvias. Por otro lado, las anomalías de la temperatura superficial del mar y las lluvias acumuladas se encuentran por debajo de los eventos de 82-83 y 97-98, aunque las precipitaciones en la semana del 12 al 19 de Marzo han superado las de El Niño 97-98 y 82-83 en algunas regiones como Piura.

3 El Comité ENFEN es el ente científico y técnico multisectorial encargado de monitorear y alertar sobre las condiciones océano-atmosféricas que permitan diseñar medidas de prevención oportunas para reducir los impactos del Fenómeno El Niño.



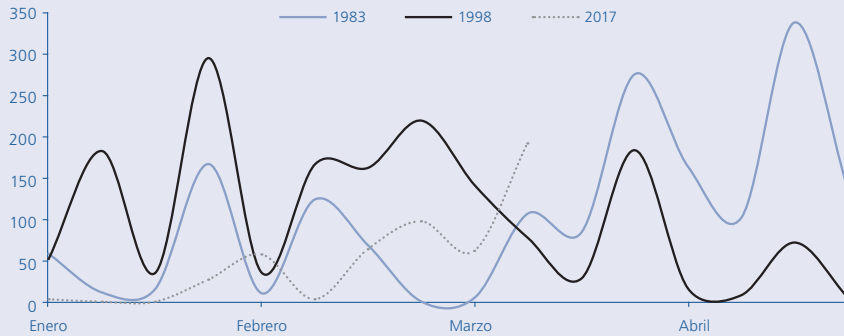


### ANOMALÍAS DE LA TEMPERATURA SUPERFICIAL DEL MAR - PUERTO DE PAITA (En grados Celsius)



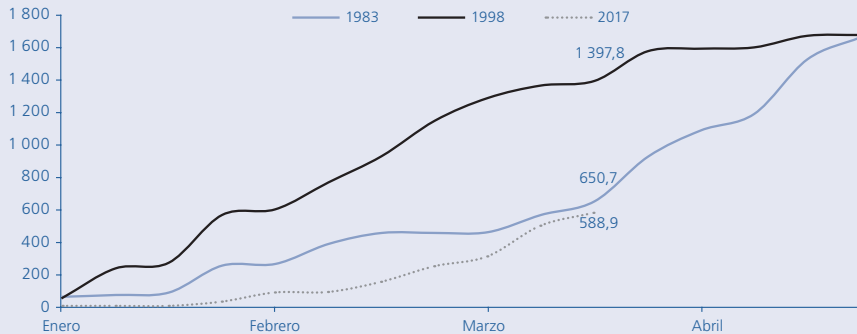
\*Información al 23 de marzo.  
Fuente: IMARPE.

### PRECIPITACIONES SEMANALES - PIURA (Litros por metro cuadrado)



Fuente: Global Summary of the Day (GSOD) - NOAA.

### PRECIPITACIONES SEMANALES ACUMULADAS - PIURA (Litros por metro cuadrado)



Fuente: Global Summary of the Day (GSOD) - NOAA.

## Impactos sobre la economía

Este tipo de eventos (i) afecta la producción de bienes y servicios de la economía, lo que reduce el Producto Bruto Interno, y (ii) destruye el stock de capital de la economía, lo que afecta una sola vez el nivel del PBI potencial.

### a. Sector agrícola

#### PRINCIPALES CULTIVOS DE LA COSTA NORTE

	Cultivos	Periodo de siembra	Picos de exportación	Miles de Has. cosechadas Campaña 2015-2016
Piura	Arroz	Ene.-Mar. y Jul.-Set.	-	57,6
	Banano	Permanente	Todo el año	14,0
	Limón	Permanente	-	11,7
	Mango	Permanente	Nov.-Feb.	19,9
	Palta	Permanente	Abr.-Jul.	0,7
	Uva	Permanente	Oct.-Feb.	5,6
Lambayeque	Arroz	Ene.-Mar. y Jul.-Set.	-	49,5
	Uva	Permanente	Oct.-Feb.	1,3
	Espárragos	Todo el año	Todo el año	1,0
	Palta	Permanente	Abr.-Jul.	0,8
	Caña de azúcar	Semipermanente	-	23,4
La Libertad	Espárragos	Todo el año	Todo el año	14,2
	Caña de azúcar	Semipermanente	-	40,9
	Palta	Todo el año	Abr.-Jul.	10,2

De los principales cultivos de la Costa Norte, los más afectados hasta ahora han sido el limón, el banano y la caña de azúcar. En el caso del limón, el exceso de lluvia ha afectado su proceso de maduración y la calidad del producto. En el caso del banano, existen dificultades en los procesos de cosecha y transporte hacia los centros de empaque, lo que afectaría principalmente las exportaciones de banano orgánico. Más de mil hectáreas de caña de azúcar se han inundado en La Libertad y existen dificultades en el transporte de este cultivo desde Olmos.

Por el contrario, el arroz se vería favorecido por el exceso de calor y de agua; así, la Asociación Peruana de Productores de Arroz estima un incremento de 6 por ciento en el área sembrada.

De los productos de agro exportación, durante los meses de marzo y abril se producen espárragos y palta, y se perderían hectáreas por inundaciones. Para ambos productos, problemas con el acceso a los campos de cultivo podrían dificultar el envío a los centros de empaque y puerto, y el acceso de los trabajadores para las actividades de cosecha. En el caso del espárrago, algunas empresas han empezado a sustituir espárragos frescos por espárragos en conservas con el fin de evitar mermas en sus productos finales. Otros productos como el mango no presentan daños en estos momentos, pero pueden ser afectados si el calor se prolonga hasta junio y julio, pues necesitan un golpe de frío de 18° C en esos meses. La uva no se vería afectada significativamente pues los campos ya fueron cosechados y la próxima campaña inicia en el segundo semestre del año.



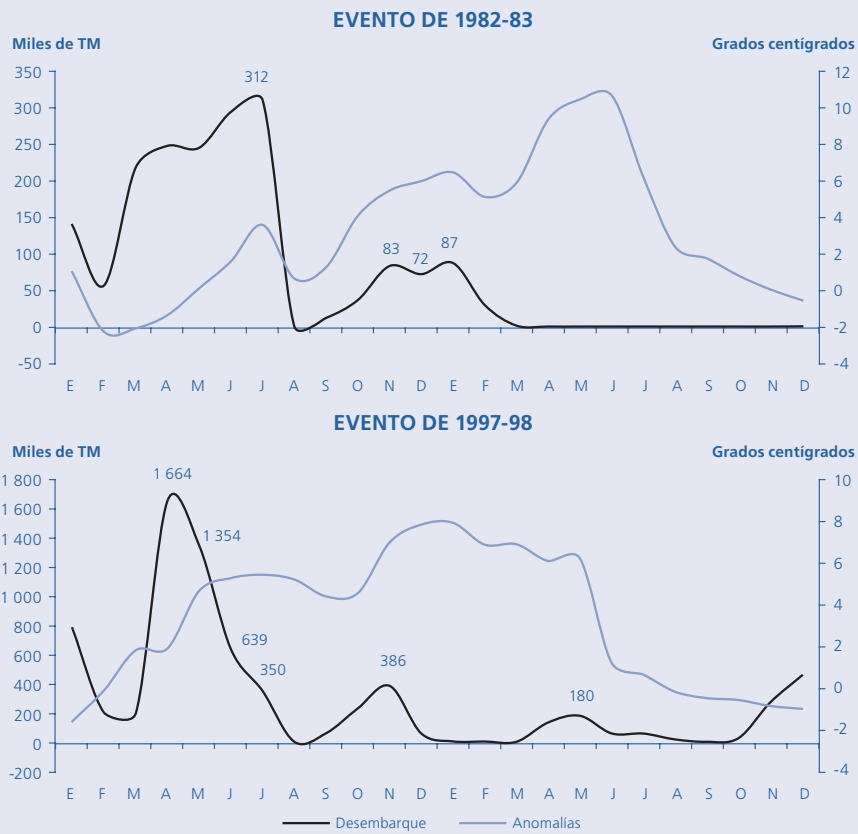


### b. Sector pesquero

El calentamiento del mar reduce la biomasa a través de dos canales: (i) disminuye la disponibilidad de fitoplancton, base de la cadena alimenticia en el mar, y (ii) afecta el desove de la anchoveta. Si bien algunas especies como el perico y la caballa se ven favorecidas por el aumento en la temperatura, la reducción en las capturas de anchoveta afecta negativamente el crecimiento del sector.

De acuerdo al último comunicado del comité ENFEN, el desove de la anchoveta ya se ha visto afectado en la zona Norte-Centro<sup>4</sup>, lo que reduciría la disponibilidad de esta especie durante la primera temporada y principalmente durante la segunda temporada de pesca. Si el calentamiento se prolongase más allá de abril, y dependiendo de la intensidad del mismo, el impacto sobre la segunda temporada sería más severo.

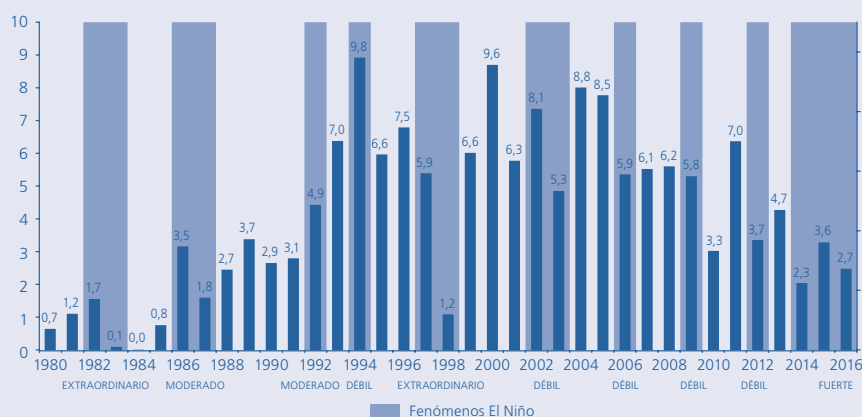
A manera de referencia, las anomalías de El Niño 82-83 empezaron en julio de 1982, lo que afectó directamente el resultado de la segunda temporada de pesca de ese año y todas las capturas del 83. De similar manera, en el evento del 97-98, que se inició en el primer semestre del 97 tuvo similares consecuencias. Por el contrario, El Niño 2017 es resultado de un calentamiento súbito a partir de la segunda quincena de enero, por lo cual la primera temporada no se vería tan severamente afectada.



4 La anchoveta llega a su tamaño adulto entre los 7 y 9 meses.



**EXTRACCIÓN DE ANCHOVETA PARA CONSUMO INDUSTRIAL 1980-2016**  
(Millones de TM)



Fuente: IMARPE.

**c. Sector comercio y transportes**

La Costa Norte ha sido la región más afectada en este evento El Niño 2017 y una parte significativa de su infraestructura vial ha colapsado, lo que impacta la actividad comercial y de servicios de los departamentos de esta región. Tumbes, Piura, Lambayeque y La Libertad representan alrededor del 18 por ciento del total nacional de comercio y servicios de transporte. En el caso de comercio, que representa 11 por ciento del PBI, el mayor impacto se registraría en los meses de febrero a abril. En el caso de transportes, el componente más afectado es el de carga, que representa 1 por ciento del PBI. A diferencia de la actividad comercial, la actividad de transporte de otras regiones también se vería afectada por la falta de acceso a la costa Norte. Si bien la instalación de puentes Bailey permitiría conectar zonas que han quedado aisladas, el flujo de transporte sería más lento por lo menos hasta abril. Tanto para comercio como para servicios de transporte se asume que hacia abril los efectos de El Niño 2017 se atenúan. De no ocurrir esto, el impacto podría extenderse al segundo trimestre.

**PARTICIPACIÓN DE LOS DEPARTAMENTOS DE LA COSTA NORTE EN COMERCIO Y TRANSPORTE**

	Tumbes	Piura	Lambayeque	La Libertad	Total
<b>Comercio</b>	1,1	6,3	5,2	5,7	18,2
<b>Transporte y Almacenamiento</b>	0,6	6,4	4,2	6,5	17,8

Fuente: INEI.

**d. Reducción en el stock de capital**

El evento El Niño 2017 ha destruido y afectado infraestructura como puentes, carreteras, centros educativos y de salud, y viviendas; además de unidades productivas como hectáreas





de cultivo. De acuerdo al Instituto de Defensa Civil, al 23 de marzo hay 105 832 damnificados, de los cuales 91 356 se concentran en la Costa Norte. A manera de referencia, este número es alrededor del 28 por ciento de damnificados del evento del 97-98. Asimismo, se han reportado 28 552 hectáreas destruidas y afectadas (30 por ciento de las hectáreas destruidas y afectadas en el 97-98). Por el contrario el número de viviendas afectadas y colapsadas (144 572) es superior en 19 por ciento al registrado en El Niño 97-98. Cabe señalar que el evento actual sólo tiene dos meses de desarrollo, en tanto que El Niño 97-98 duró casi un año.

### EVALUACIÓN DE DAÑOS POR EL FENÓMENO EL NIÑO

	Personas				Infraestructura				Agricultura (Has. de cultivo)			
	Damnificadas		Fallecidas		Puentes colapsados		Carreteras destruidas (Km.)		Destruídas		Afectadas	
Fenómeno El Niño	97-98	2017*	97-98	2017*	97-98	2017*	97-98	2017*	97-98	2017*	97-98	2017*
<b>Región:</b>												
Lima	21 783	5 896	10	6	34	55	55	823	680	259	1 680	2 722
Costa Norte	293 542	91 356	182	25	198	79	552	863	30 505	2 511	53 770	10 321
Costa Sur	64 924	6 919	47	18	16	22	13	352	2 835	3 497	3 650	6 150
Sierra Norte-Centro	4 124	1 661	31	16	10	12	100	51	1 245	1 270	1 260	1 822
<b>Total</b>	<b>384 373</b>	<b>105 832</b>	<b>270</b>	<b>65</b>	<b>258</b>	<b>168</b>	<b>720</b>	<b>2 089</b>	<b>35 265</b>	<b>7 537</b>	<b>60 360</b>	<b>21 015</b>
	Viviendas y locales públicos											
	Viviendas				Centros educativos				Centros de Salud			
	Colapsadas		Afectadas		Colapsados		Afectados		Colapsados		Afectados	
Fenómeno El Niño	97-98	2017*	97-98	2017*	97-98	2017*	97-98	2017*	97-98	2017*	97-98	2017*
<b>Región:</b>												
Lima	704	1 257	2 966	7 584	0	11	1	44	2	2	15	2
Costa Norte	41 690	10 026	62 449	91 887	207	15	441	787	38	6	323	54
Costa Sur	1 796	1 045	10 040	30 470	0	4	18	196	2	0	31	4
Sierra Norte-Centro	156	261	1 617	2 042	1	0	46	66	22	0	53	0
<b>Total</b>	<b>44 346</b>	<b>12 589</b>	<b>77 072</b>	<b>131 983</b>	<b>208</b>	<b>30</b>	<b>506</b>	<b>1 093</b>	<b>64</b>	<b>8</b>	<b>422</b>	<b>60</b>

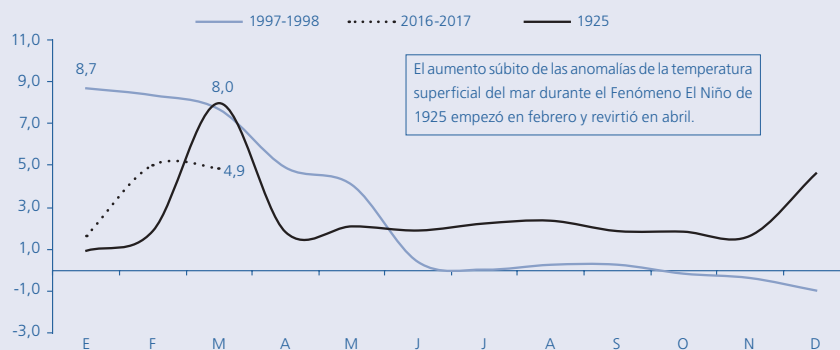
Fuente: Sistema Nacional de Información para la Prevención y Atención de Desastres - INDECI.  
\* Con información al 23 de marzo de 2017.

En conclusión, el evento El Niño actual es diferente por su origen y características a los eventos El Niño anteriores, y su comportamiento se asemeja al de los patrones meteorológicos observados en El Niño 1925, el primer evento El Niño del siglo XX de intensidad muy fuerte. Cabe resaltar que los factores externos adversos fueron importantes para explicar la menor producción en los tres eventos de El Niño extraordinario anteriores. Los efectos estimados sobre la actividad productiva y el stock de capital suponen que el evento se atenúa a partir de abril, coincidiendo con el fin de la temporada de lluvias, pero este escenario sigue siendo incierto.

## EVENTOS EL NIÑO DE INTENSIDAD MUY FUERTE

Año	Fuente	Gobernante
1578	Acosta (1590), Cabo (1639), Labarthe (1914), Portocarrero (1926) y García Rosell (1903)	Francisco Álvarez de Toledo
1728	Feijóo (1763), Bueno (1763), Alcedo (1786), Paz Soldán (1882), Eguiguren (1894) y Palma (1894)	José de Armendáriz
1791	Unanue (1806), Ruschenberger (1834), Paz Soldán (1862), Eguiguren (1894) y Labarthe (1914)	Francisco Gil de Taboada y Lemos
1828	Ruschenberger (1834), Paz Soldán (1862), Spruce (1864), Hutchinson (1873), Eguiguren (1894) y Portocarrero (1926)	José de la Mar
1877-1878	Eguiguren (1894), Palma (1894), Melo (1913), Sievers (1914), Labarthe (1914), Bachmann (1921) y Portocarrero (1926)	Mariano Ignacio Prado
1891	Carranza (1891), Eguiguren (1894), Labarthe (1914), Sievers (1914) y Murphy (1926)	Remigio Morales Bermúdez
1925	Murphy (1926), Zegarra (1926), Berry (1927), Petersen (1935), Vogt (1940) y Mugica (1944)	Augusto B. Leguía
1982-83	-	Fernando Belaúnde
1997-98	-	Alberto Fujimori

Fuente: Quinn, William, Victor T. Neal, Santiago E. Antunez De Mayolo (1987). El Niño Occurrences Over the Past Four and a Half Centuries.

 ANOMALÍAS DE LA TEMPERATURA SUPERFICIAL DEL MAR - CHICAMA  
 (En grados Celsius)


Fuente: IMARPE y Quispe (1993).

## VARIABLES MACROECONÓMICAS DURANTE EVENTOS EL NIÑO

	1925*			1983			1998			2017**		
	t-1	t	t+1	t-1	t	t+1	t-1	t	t+1	t-1	t	t+1
1. PBI Perú (Var. %)	9,5	2,4	9,7	-0,2	-10,4	3,6	6,5	-0,4	1,5	3,9	3,5	4,1
2. Inversión pública (Var. %)	17,6	9,7	20,0	3,6	-12,0	0,8	14,4	7,0	10,5	-0,4	11,0	5,0
3. PBI Estados Unidos (Var. %)	2,7	2,5	7,8	-1,9	4,6	7,3	4,5	4,5	4,7	1,6	2,2	2,1
4. Tasa de interés de Estados Unidos	3,7	3,4	3,8	12,0	9,2	10,2	5,4	5,4	5,0	0,5	1,1	1,9

\* Considera el gasto público total para dichos años.

\*\* Proyección.

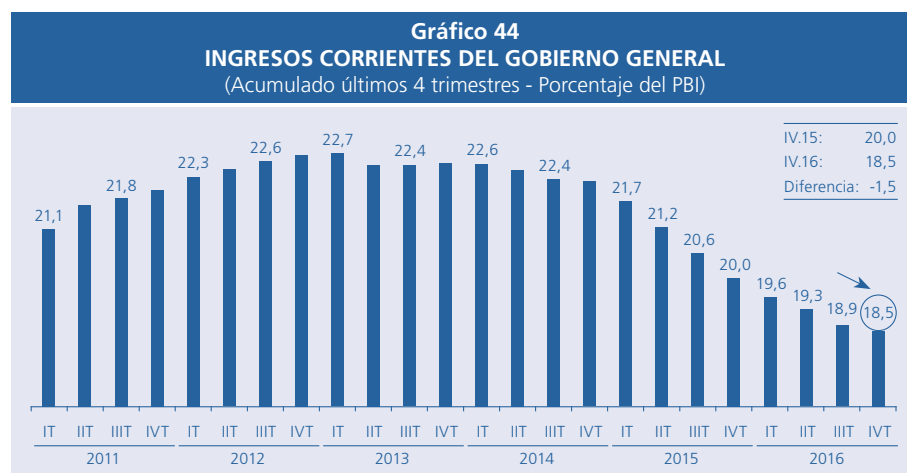
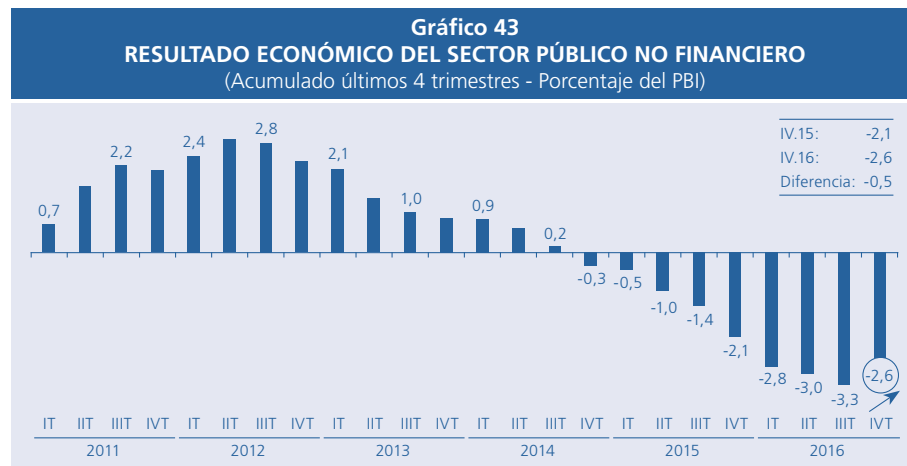
Fuente: BCRP y Seminario (2016).

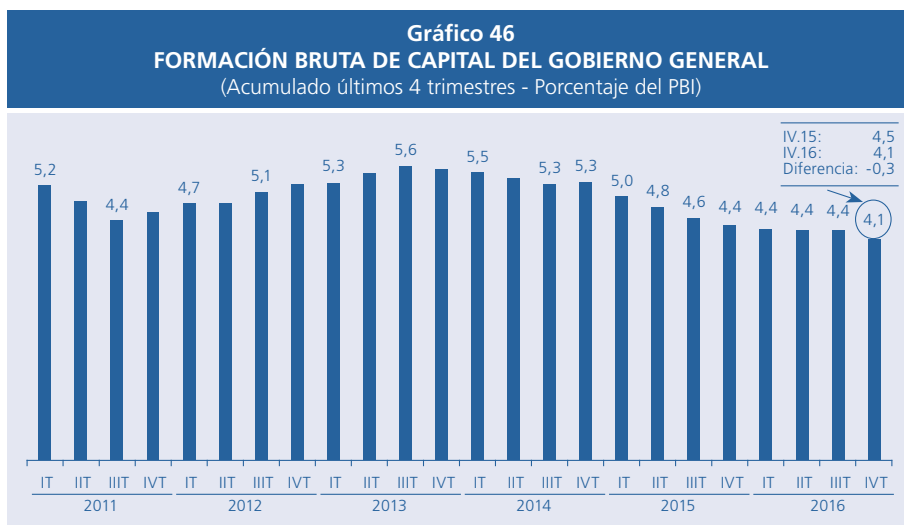
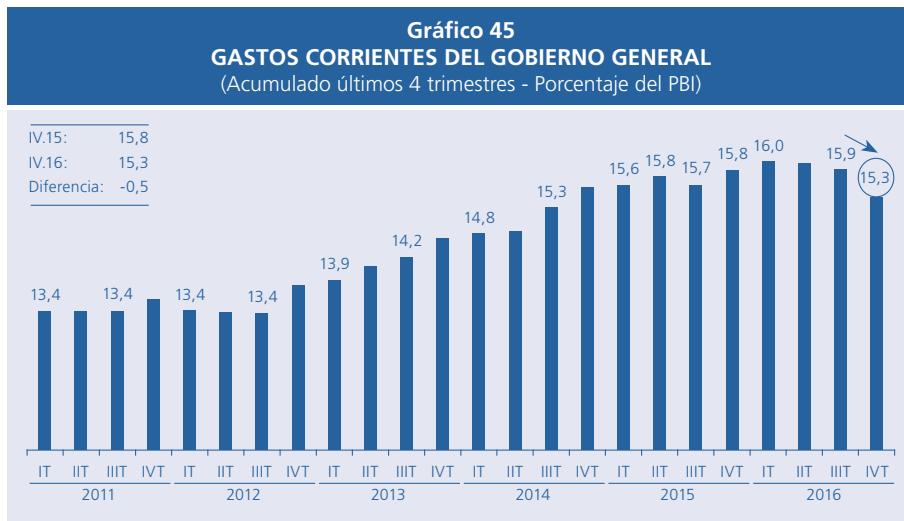




## IV. Finanzas públicas

30. El **sector público no financiero** registró en el año 2016 un déficit económico de 2,6 por ciento del PBI, menor a la meta anunciada de déficit fiscal para dicho año de 3,0 por ciento, básicamente por el ajuste del gasto en todas las instancias del gobierno que se realizó durante el último trimestre como consecuencia de las medidas que se implementaron para lograr la consolidación fiscal. También contribuyó a este resultado los ingresos extraordinarios que se recibieron al final del año por concepto de ingresos de no domiciliados, principalmente por la venta de las acciones de la concesionaria del proyecto Línea Amarilla, del grupo brasileño Invepar al grupo francés Vinci.





31. El escenario de 2017, además de incorporar el impacto de las medidas tributarias aprobadas a través de las facultades legislativas otorgadas por el Congreso (que estaba considerado en el Reporte previo), incluye el impacto de las nuevas medidas anunciadas recientemente en el marco de un plan de estímulo para acelerar el crecimiento que estaría dirigido en gran medida a destinar mayores recursos a gastos de inversión y mantenimiento. Parte de estos recursos se estarían asignando también a atender las necesidades transitorias que enfrenta actualmente el gobierno como consecuencia del fenómeno El Niño, que ha afectado principalmente la zona norte del país. En la medida que este es un evento que se encuentra en curso, no se conoce el impacto final de los efectos ni de los requerimientos de recursos públicos involucrados. Considerando estos factores, se estima que los niveles de déficit se incrementarían respecto al Reporte





de diciembre, de 2,5 por ciento a 2,8 por ciento del producto en 2017; y de 2,3 por ciento a 2,6 por ciento del PBI en 2018.

La proyección de gasto fiscal para 2017 eleva los recursos asignados a inversión del gobierno nacional (en particular el pliego de Transportes y Comunicaciones) y de los gobiernos sub-nacionales, pero también a gastos de mantenimiento. Algunos de estos recursos se originaron en reasignaciones de partidas donde habría sub-ejecución (por ejemplo proyectos retrasados), en otros casos por ampliación de recursos, así como también a través de la vía de fondos concursables.

**Cuadro 23**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

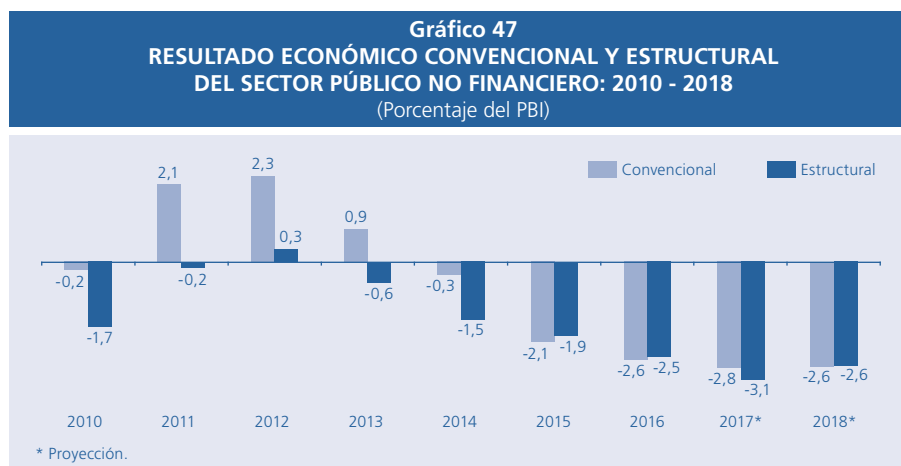
	2015	2016	2017*		2018*	
			RI Dic.16	RI Mar.17	RI Dic.16	RI Mar.17
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general <sup>1/</sup></b>	<b>20,0</b>	<b>18,5</b>	<b>19,0</b>	<b>18,9</b>	<b>18,7</b>	<b>18,6</b>
<i>Variación % real</i>	-7,1%	-4,1%	8,8%	6,1%	2,0%	2,2%
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general</b>	<b>21,2</b>	<b>20,0</b>	<b>20,3</b>	<b>20,5</b>	<b>19,7</b>	<b>20,1</b>
<i>Variación % real</i>	1,4%	-2,4%	5,8%	7,0%	1,0%	1,4%
<i>Del cual:</i>						
Gasto corriente	15,8	15,3	15,2	15,3	14,7	14,9
<i>Variación % real</i>	4,7%	0,3%	3,8%	3,9%	0,0%	1,4%
Formación bruta de capital	4,4	4,1	4,7	4,5	4,7	4,6
<i>Variación % real</i>	-14,6%	-3,3%	11,9%	15,0%	4,4%	5,2%
<b>3. Otros</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
<b>4. Resultado primario (1-2+3)</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,4</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<b>6. Resultado económico</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,6</b>

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.

R.I.: Reporte de Inflación

\* Proyección

32. El **resultado económico estructural** es un indicador que se diferencia del resultado económico convencional porque deduce de este último los efectos transitorios tales como los vinculados al ciclo económico y los efectos de los precios de *commodities* relevantes para nuestra economía. El resultado económico estructural fue deficitario en 2,5 por ciento del PBI en 2016, en tanto que para 2017 y 2018 se proyecta un déficit estructural de 3,1 y 2,6 por ciento, respectivamente.



Para determinar el efecto de cambios en los ingresos y gastos del fisco en el ciclo económico se toma en cuenta el efecto multiplicador de estos. Con ello, el impulso fiscal ponderado de 2016 fue ligeramente más contractivo, mientras que para 2017 se espera que la posición fiscal sea, por el contrario, ligeramente más expansiva del orden de 0,6 por ciento del PBI. Este resultado obedecería al mayor efecto multiplicador de la inversión pública.

**Cuadro 24**  
**IMPULSO FISCAL**  
(Porcentaje del PBI)

	2015	2016	2017*	2018*
<b>Impulso Fiscal</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>
Por Ingresos	0,9	1,7	-0,5	0,2
Por Gastos <sup>1/</sup>	-0,3	-0,8	0,5	-0,4
Corrientes (incluye EEPP)	0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Capital	-0,4	-0,7	0,6	-0,1
<b>Impulso Ponderado<sup>2/</sup></b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,3</b>
Impulso Ponderado (RI Dic.16)	-0,5	-0,5	0,1	-0,4

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

## Ingresos fiscales

33. Los ingresos corrientes del gobierno general en 2016 cayeron 4,1 por ciento en términos reales, y fueron equivalentes a 18,5 por ciento del PBI. El deterioro de los ingresos fiscales durante el año (en 1,5 puntos porcentuales del PBI), reflejó el impacto que tuvo la desaceleración de la demanda interna, particularmente sobre el Impuesto General a las Ventas (IGV), y el incremento en las devoluciones de impuestos





por exportaciones, recuperación anticipada del IGV, y la caída de los ingresos no tributarios asociados a regalías y canon petrolero, principalmente.

Para 2017 la proyección de ingresos corrientes disminuye ligeramente de 19,0 por ciento del PBI a 18,9 por ciento del producto, y para 2018 se reduce de 18,7 por ciento del PBI a 18,6 por ciento del producto. Como se mencionó previamente, estas proyecciones toman en cuenta el efecto del paquete de medidas aprobadas entre diciembre de 2016 y enero de 2017. Entre el conjunto de medidas destacan: (i) las referidas al impuesto a la renta, (ii) las destinadas a incentivar la declaración y repatriación de activos en el exterior, (iii) la modificación del pago de IGV de pequeñas empresas; y (iv) el nuevo régimen de formalización para pequeñas empresas.

Respecto a las medidas relacionadas al impuesto a la renta, a partir de enero de este año, se implementó el incremento de la tasa impositiva del régimen general de 28,0 a 29,5 por ciento. De igual modo, se consideró el efecto del aumento de la deducción de hasta 3 UIT (adicionales a las 7 UIT actuales) para el cálculo del impuesto a la renta a las personas naturales, medida que reduciría la recaudación de este impuesto. Respecto al Impuesto General a las Ventas (IGV), a partir de marzo de 2017, se introduce la prórroga de hasta 90 días en el pago del IGV por parte de las MYPE con ventas de hasta 1 700 UIT anuales (S/. 6,9 millones) mediante Ley N° 30524 (IGV Justo). Esta modificación del pago para las pequeñas empresas, reduciría temporalmente la recaudación de este impuesto.

Respecto a las medidas para incentivar la declaración de activos en el exterior, a partir de 2017, se aplicará una tasa de 7 por ciento para la repatriación y una de 10 por ciento para aquellos activos que solo sean declarados, pero no repatriados. Asimismo, se ha anunciado para 2017 una amnistía y fraccionamiento tributario.

Estas medidas implicarían un impacto positivo de 0,3 y 0,1 puntos porcentuales del PBI para 2017 y 2018, respectivamente.

Los ingresos no tributarios aumentan respecto al Reporte de diciembre debido a la transferencia de las utilidades acumuladas al 2016 del Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad del Estado (FONAFE) al Tesoro Público por S/ 700 millones en enero de 2017, ello en virtud a lo dispuesto por la séptima disposición complementaria final de la Ley N° 30519, Ley de Equilibrio Financiero del Presupuesto del Sector Público para el Año Fiscal 2017.

Adicionalmente, el aumento de los ingresos no tributarios se explica por la ejecución de la garantía al consorcio Gasoducto Sur Peruano (US\$ 262,5 millones) debido al incumplimiento por parte de la empresa, lo que determinó la terminación del contrato.

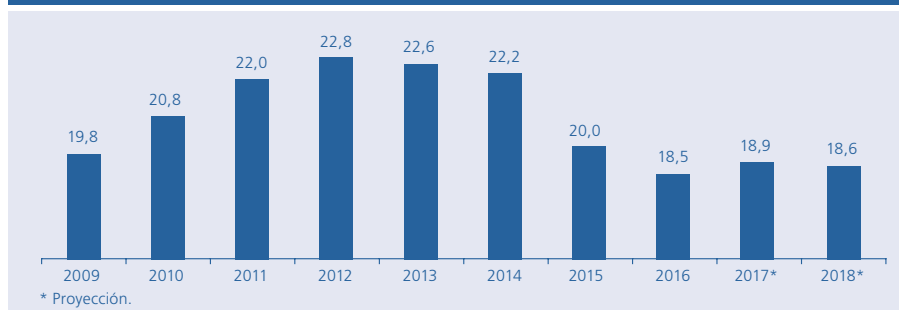


**Cuadro 25**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)

	2015	2016	2017*		2018*	
			RI Dic.16	RI Mar.17	RI Dic.16	RI Mar.17
<b>INGRESOS TRIBUTARIOS</b>	<b>15,1</b>	<b>14,0</b>	<b>14,6</b>	<b>14,1</b>	<b>14,2</b>	<b>14,0</b>
Impuesto a la Renta	5,7	5,6	5,5	5,3	5,3	5,4
Impuesto General a las Ventas	8,4	8,0	7,8	7,8	7,9	7,9
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,8	1,7	2,3	2,1	1,8	1,8
Devoluciones de impuestos	-1,9	-2,5	-2,2	-2,2	-2,0	-2,2
<b>INGRESOS NO TRIBUTARIOS</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>
<b>TOTAL</b>	<b>20,0</b>	<b>18,5</b>	<b>19,0</b>	<b>18,9</b>	<b>18,7</b>	<b>18,6</b>

\* Proyección  
R.I.: Reporte de Inflación.

**Gráfico 48**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2009 - 2018**  
(Porcentaje del PBI)



### Evolución del gasto público

34. En 2016, los gastos no financieros del gobierno general se redujeron en 2,4 por ciento, resultado que se explica principalmente por una caída en el gasto del gobierno nacional (caída de 5,9 por ciento en términos reales), tanto en su componente de gasto corriente en 1,8 por ciento cuanto de capital en 22,7 por ciento en términos reales. Destaca que en el último trimestre del año se redujo el gasto público en todas las instancias de gobierno, tanto en su componente de gasto corriente como de gasto de capital, conforme con las medidas de consolidación fiscal (según D.S. N° 272-2016-EF publicado el 5 de octubre).

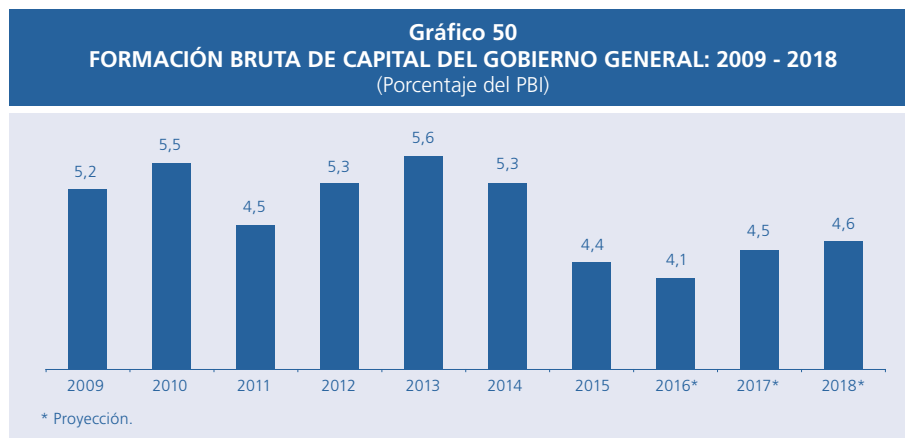
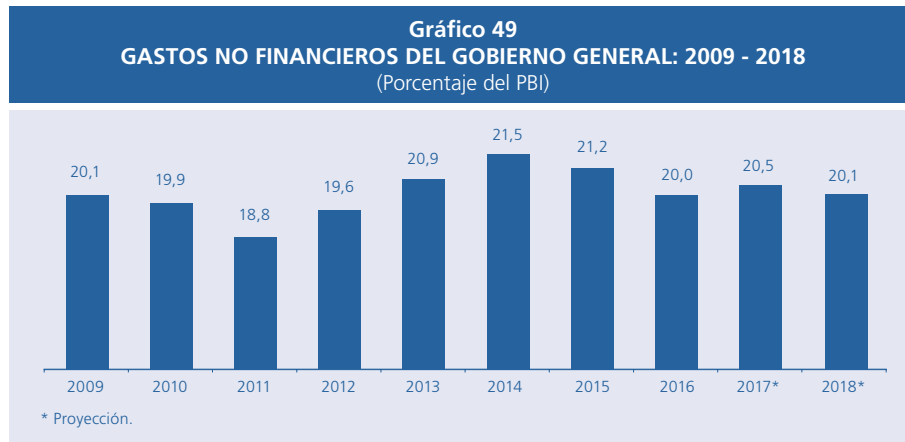
Para el año 2017, la proyección del gasto no financiero en términos del PBI se recompone hacia un mayor gasto de inversión considerando las prioridades anunciadas por el gobierno. Con ello, el gasto de inversión del gobierno general crecería 15,0 por ciento en términos reales.





Esta recomposición del gasto respecto al Reporte previo responde a las últimas medidas del Gobierno anunciadas en marzo último. Entre las medidas impulsadas por el ejecutivo, destacan:

- Gastos identificados por S/ 5,5 mil millones (0,7 por ciento del PBI), financiado con mayores ingresos fiscales y fondos no utilizados. De estos, aproximadamente unos S/ 1,5 mil millones estarían destinados a atender los efectos causados por fenómenos climatológicos.
- Exoneración a las empresas del pago de Essalud, para el empleo formal juvenil, que será asumido por el Estado. La medida tendría un costo fiscal de alrededor de S/ 60 millones por año.
- Promoción del crédito Mype con fideicomiso de más de S/ 1,1 mil millones para financiar adquisición y renovación de activos fijos.
- Aceleración de Obras por Impuestos con una cartera de 62 proyectos a nivel nacional (entre S/ 1,0 y S/ 1,5 mil millones).



**Cuadro 26**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
 (Porcentaje del PBI)

	2015	2016	2017*		2018*	
			RI Dic.16	RI Mar.17	RI Dic.16	RI Mar.17
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>15,8</b>	<b>15,3</b>	<b>15,2</b>	<b>15,3</b>	<b>14,7</b>	<b>14,9</b>
Gobierno Nacional	11,1	10,5	10,6	10,5	10,1	10,3
Gobiernos Regionales	3,0	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0
Gobiernos Locales	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
<b>GASTO DE CAPITAL</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>
Gobierno Nacional	1,7	1,4	1,9	1,6	1,9	1,6
Gobiernos Regionales	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	1,0
Gobiernos Locales	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0
<b>Otros</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>
<b>TOTAL</b>	<b>21,2</b>	<b>20,0</b>	<b>20,3</b>	<b>20,5</b>	<b>19,7</b>	<b>20,1</b>
Gobierno Nacional	13,8	12,5	12,8	12,9	12,2	12,5
Gobiernos Regionales	4,0	4,0	3,9	4,0	3,9	4,0
Gobiernos Locales	3,4	3,5	3,5	3,6	3,5	3,6

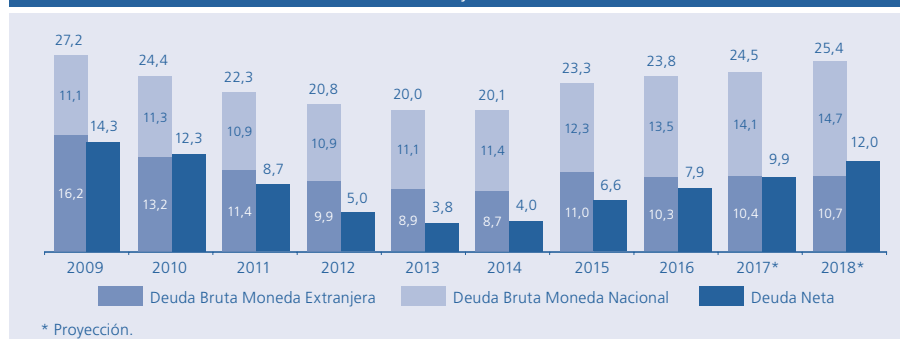
R.I.: Reporte de Inflación  
 \* Proyección.

## Deuda pública

35. El financiamiento requerido para cubrir el déficit fiscal y la amortización de la deuda pública pasa de S/ 32 mil millones en 2016 a S/ 25 mil millones en 2017, y a S/ 26 mil millones en 2018. En términos de PBI, este requerimiento financiero va de 4,8 por ciento del PBI en 2016 a 3,5 por ciento del producto en 2017 y 2018.

La deuda bruta del Sector Público No Financiero se ubicaría en 25,4 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, en tanto que la deuda neta aumentaría a 12,0 por ciento del producto hacia 2018.

**Gráfico 51**  
**DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2009 - 2018**  
 (Porcentaje del PBI)





**Cuadro 27**  
**REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de soles)

	2015	2016	2017*		2018*	
			RI Dic.16	RI Mar.17	RI Dic.16	RI Mar.17
<b>I. USOS</b>	<b>20 607</b>	<b>31 751</b>	<b>22 339</b>	<b>24 597</b>	<b>23 533</b>	<b>26 080</b>
1. Amortización	7 963	14 830	4 937	4 872	6 478	6 269
a. Externa	3 859	5 636	3 106	2 951	4 276	4 067
b. Interna	4 103	9 195	1 832	1 921	2 202	2 202
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	666	629	792	822	814	814
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	12 644	16 920	17 402	19 725	17 055	19 811
<b>II. FUENTES</b>	<b>20 607</b>	<b>31 751</b>	<b>22 339</b>	<b>24 597</b>	<b>23 533</b>	<b>26 080</b>
1. Desembolsos y otros	21 178	30 050	14 661	21 405	23 422	21 429
2. Variación de Depósitos y Otros <sup>1/</sup>	-571	1 701	7 679	3 192	112	4 651
Nota:						
Porcentaje del PBI						
Saldo de deuda pública bruta	23,3	23,8	24,9	24,5	26,2	25,4
Saldo de deuda pública neta <sup>2/</sup>	6,6	7,9	11,6	9,9	13,6	12,0

1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

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

R.I.: Reporte de Inflación

\* Proyección.

## Recuadro 2 PLAN DE IMPULSO ECONÓMICO

A principios de marzo el gobierno anunció un nuevo conjunto de medidas de política económica orientada a fomentar el dinamismo de la actividad económica en el corto plazo, y a mejorar el crecimiento potencial.

En este sentido ya se ha aprobado un grupo de medidas orientadas a que la inversión pública (que se ha reducido en 2014, 2015 y 2016) aumente en 15 por ciento en términos reales, lo que permitiría que la tasa de crecimiento del PBI real en 2017 se aproxime a 4 por ciento.

a) Medidas Presupuestales: Mediante Decreto de Urgencia 004-2017 (del 17 de marzo y vigente hasta el 31 de diciembre) se dispuso una serie de cambios en el Presupuesto 2017:

- Crédito Suplementario por S/. 4 400 millones destinados a inversiones (S/ 1 782 millones), mantenimiento (S/. 1 047 millones), Fondo de Intervenciones en caso de desastres (S/ 1 310 millones), Bono Familiar Habitacional (S/ 130 millones), módulos temporales de vivienda (S/ 30 millones) y al Programa Sierra Azul de manejo de agua y riego tecnificado (S/ 100 millones).

El Fondo para intervenciones en caso de desastre a cargo del MEF se creó en junio de 2016 por la Ley N° 30458 con el fin de financiar proyectos de mitigación, rehabilitación y reconstrucción en caso de desastres. Dicha ley dotó inicialmente a este fondo con S/. 300 millones. Además de los S/ 1 310 millones asignados, esta norma autoriza a los pliegos del gobierno nacional y regional a hacer transferencias financieras a dicho Fondo con cargo a sus presupuestos de recursos ordinarios, mientras que el MEF podrá hacer transferencias de recursos de la Reserva de Contingencia a dicho Fondo.

En el caso del Bono Familiar Habitacional, se dispone dar prioridad a las familias afectadas por los desastres para lo cual se reubicará a los damnificados que vivan en zonas de riesgo no mitigable otorgándoles el Bono para Adquisición de vivienda nueva. En el caso de familias que vivan en zonas de riesgo mitigable se les dará el Bono en modalidad Construcción en Sitio Propio.

- FONIPREL: Se incluyen S/ 1 100 millones en el Fondo de Promoción a la Inversión Pública Regional y Local (FONIPREL). Se autoriza al FONIPREL a levantar la suspensión de fondos a los proyectos no ejecutados de la Convocatoria 2014 y se autoriza a usar estos recursos para proyectos aprobados en el marco de las declaratorias de emergencia relacionadas con los desastres naturales.
- Mantenimiento: Se autoriza a las entidades de los tres niveles de gobierno a realizar modificaciones en sus presupuestos para financiar acciones de mantenimiento, permitiéndose reasignar gasto de capital al mantenimiento. También se autorizan acciones de mantenimiento del Ministerio de Educación (S/ 200 millones) y Salud (S/ 200 millones) para mejorar los colegios y servicios de salud en las zonas afectadas por las lluvias.





- Gastos de emergencia: La vigencia de las medidas destinadas a canalizar recursos a la atención de desastres que se aprobaron mediante Decreto de Urgencia N° 002-2017 se extiende del 30 de abril hasta el momento en que la autoridad competente señale como término del periodo de lluvias. Se incorporan S/ 100 mil al presupuesto de cada gobierno local declarado en emergencia, los que se financiarán con el Fondo para intervenciones en caso de desastre (ello incluye a los que hubieran recibido los recursos del Decreto de Urgencia N° 002-2017), cuyo costo total asciende a S/. 81,8 millones.

b) Obras por Impuestos (OXI): El gobierno anunció que en el presente año ejecutará una cartera de proyectos valorizados entre S/ 1 000 y S/ 1 500 millones con el mecanismo llamado Obras por Impuestos (OXI). Se ha identificado un total de 62 proyectos de colegios, centros de salud, comisarías, obras de agua y saneamiento, canales de riego, entre otros.

Cabe mencionar que recientemente se ha simplificado el régimen de OXI. Entre los cambios destaca que se ha precisado que en OXI no cabe la aplicación, ni supletoriamente, de la Ley de Contrataciones del Estado. Se ha eliminado el límite de 15 mil UIT al valor de los proyectos de gobiernos regionales y locales. Además se permite la co-ejecución de proyectos entre gobiernos sub nacionales, así como la ampliación de OXI a nuevos sectores del Gobierno Nacional.

c) Fondo de Adelanto Social: El gobierno ha anunciado también la asignación de recursos a través del Fondo de Adelanto Social. Este mecanismo se creó mediante el Decreto legislativo N° 1341 con la finalidad de financiar proyectos orientados a cerrar o reducir brechas sociales en espacios geográficos donde se desarrollarán diversas actividades económicas. Con ello se espera mejorar las condiciones de aceptación social de una cartera de proyectos mineros priorizados para 2017-2021 por US\$ 18 700 millones.

**Recuadro 3**  
**NUEVO SISTEMA DE INVERSIÓN PÚBLICA INVIERTE.PE<sup>5</sup>**

El gobierno ha creado el Sistema Nacional de Programación Multianual y Gestión de Inversiones “Invierte.pe”, en reemplazo del Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP) que fue introducido en el año 2000. Este cambio busca orientar la inversión pública a la efectiva prestación de servicios y la provisión de la infraestructura necesaria para el país y evitar el dispendio de recursos en proyectos de baja rentabilidad social.

En el nuevo sistema la inversión pública se basará en la planificación multianual de proyectos según las necesidades de la población (medidas mediante brechas de infraestructura), y se usarán estudios de pre inversión para el correcto dimensionamiento de los proyectos y sus costos. Otro elemento del nuevo sistema es la estandarización de proyectos, que permitirá reducir los tiempos de formulación y evaluación. Finalmente, se espera garantizar la operación y el mantenimiento del proyecto mediante la programación presupuestal, y la evaluación del proyecto ejecutado para aprender y mejorar el sistema.

El sistema comprende un ciclo del proyecto de Inversión Pública (PIP) de cuatro fases:



*Fase 1: Programación Multianual*

Esta etapa es dirigida por los sectores del gobierno nacional, pues estos elaboran el diagnóstico de brechas de infraestructura y acceso a servicios públicos que cada entidad debe cerrar y también establecen los objetivos a ser alcanzados y los criterios de priorización de los proyectos. Asimismo, comunican dicha información a los gobiernos regionales y locales para la elaboración de su Programación Multianual de Inversiones (PMI).

La Programación Multianual de Inversiones (PMI) incorpora inversiones para un horizonte de 3 años contados desde el año siguiente de la programación y debe estar basada en la brecha de infraestructura y de servicios públicos definida por los sectores del gobierno nacional.

5 Este nuevo sistema se crea mediante el Decreto Legislativo N° 1252 del 01 de diciembre de 2016, el mismo que deroga la Ley N° 27293, Ley del Sistema Nacional de Inversión Pública (SNIP). Entró en vigencia desde el 24 de febrero del año 2017, luego de la publicación del respectivo Reglamento.





El MEF, a través de la Dirección General de Programación Multianual de Inversiones, consolida y elabora el Programa Multianual de Inversiones del Estado (PMIE) en base a la PMI presentada por las entidades públicas.

#### *Fase 2: Formulación y Evaluación*

Los proyectos que se encuentran en el PMI se formulan y evalúan en función de su grado de complejidad y valor. En el caso de proyectos de baja complejidad se utilizará una ficha técnica (instrumento que contiene la descripción del proyecto y estimados de sus costos y beneficios), cuyo contenido dependerá del valor de proyecto. En el caso de proyectos de alta complejidad se utilizará el perfil y el perfil reforzado, de acuerdo al valor del PIP. El siguiente cuadro resume los niveles de estudio previstos en Invierte.pe y los que se usaban en el SNIP:

ESTUDIOS DE PRE INVERSION PARA PROYECTOS DE INVERSION PUBLICA (PIP)	
	Valor
<b>Invierte.pe</b>	
PIP de baja complejidad	
Ficha tecnica simplificada	< S/ 3 Mills.
Ficha tecnica estandar	< S/ 60,7 Mills.
PIP de alta complejidad	
Perfil	> S/ 60,7 Mills.
Perfil Reforzado	< S/1 648 Mills.
<b>SNIP</b>	
Perfil Simplificado	<S/1,2 Mills.
Perfil	< S/ 20 Mills.
Perfil y Factibilidad	> S/ 20 Mills.

#### *Fase 3: Ejecución*

La fase de ejecución empieza con la elaboración del expediente técnico del proyecto y en la realización del proceso de contratación de la empresa encargada de llevar a cabo las obras, lo que se rige por la Ley de Contrataciones del Estado. Invierte.pe hará el seguimiento físico y financiero de la ejecución a través de sistemas informáticos. Culminada la ejecución física, se debe realizar la liquidación física y financiera y el cierre del registro en el Banco de Inversiones. Cuando se ejecuten proyectos mediante Asociaciones Público Privadas, la fase de ejecución se sujetará a lo establecido en el contrato respectivo.

#### *Fase 4: Funcionamiento*

Se introduce la obligación a las entidades titulares de los activos de programar el gasto necesario para asegurar la operación y mantenimiento de los mismos. Asimismo, deben realizar reportes anuales sobre el estado de los activos. El MEF establecerá anualmente la relación de los PIP culminados que cumplen con los criterios de evaluación ex post.

En la medida que el nuevo sistema asegure que los proyectos están ligados al cierre de brechas de infraestructura, ello debe mejorar la asignación de los recursos públicos de modo que la inversión del Estado contribuya en mayor medida al crecimiento de la economía.

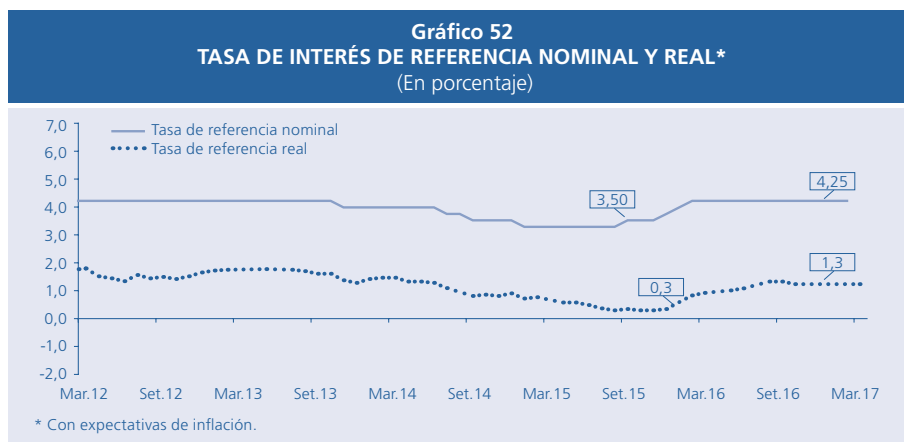


## V. Política monetaria y mercados financieros

### Acciones de política monetaria

36. Desde setiembre 2016, la inflación se ha ubicado por encima del límite superior del rango meta, reflejando el efecto del estrés hídrico del cuarto trimestre de 2016, y alteraciones climáticas (lluvias extremas) que afectaron el precio de algunos alimentos perecibles, cuyos efectos en la inflación son transitorios. Por su parte, la inflación sin alimentos y energía ha venido moderándose (tasa interanual de 2,6 por ciento), favorecida por un tipo de cambio estable y un ciclo económico algo más débil al anticipado, por menor inversión pública y privada.

La tasa de referencia se ha mantenido en 4,25 por ciento desde marzo de 2016, luego de los tres ajustes en diciembre de 2015; y enero y febrero de 2016, y el BCRP reiteró que se encuentra atento a nueva información sobre la inflación y sus determinantes para considerar posibles ajustes en la tasa de referencia.

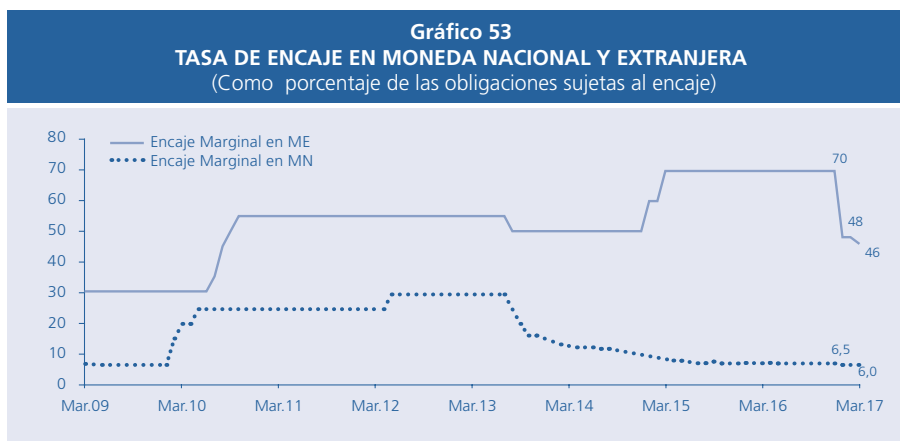


Preventivamente, entre diciembre y marzo, el BCRP redujo la tasa de encaje marginal en dólares de 70 a 46 por ciento y el tope máximo a la tasa de encaje media de 65 a 46 por ciento. De esta manera, se busca compensar parcialmente el efecto que sobre las condiciones monetarias en dólares podría tener el aumento previsto de las tasas de interés internacionales. También, en diciembre, el BCRP redujo la tasa de encaje





en soles de 6,5 a 6,0 por ciento, con lo que se inyectó alrededor de S/ 300 millones en un contexto de menor crecimiento del crédito al sector privado.



## Operaciones Monetarias

37. Entre diciembre y febrero, las operaciones monetarias del Banco Central se orientaron a mantener niveles adecuados de liquidez en moneda nacional, en un contexto de mayor disponibilidad de fondos principalmente por los vencimientos de CDBCRP (S/ 6 128 millones) y de CDRBCRP (S/ 1 505 millones), por la reducción de los depósitos del Sector Público en el BCRP (S/ 2 968 millones) y el retorno de billetes a la cuenta corriente de la Banca (S/ 683 millones). Esta inyección de fondos fue parcialmente compensada por el vencimiento de operaciones de Repo Valores<sup>6</sup> (S/ 600 millones), el vencimiento de operaciones de Repo de Monedas Expansión (S/ 1 400 millones) y de fondos subastados del Tesoro Público (S/ 500 millones).

En dicho contexto, el Banco Central realizó principalmente operaciones de esterilización, logrando que la tasa de interés interbancaria se mantenga alrededor de su nivel de referencia. Así, la liquidez inicial de la banca fue mayor a la liquidez después de operaciones monetarias.

El saldo de CDBCRP pasó de representar el 9,9 a 12,6 por ciento de los activos netos del BCRP, mientras que las Repos lo hicieron de 12,9 a 11,7 por ciento. Los depósitos del sector público se mantuvieron como el pasivo más importante del BCRP, a pesar de disminuir su participación en los activos netos del BCRP de 34,0 por ciento a 32,9 por ciento.

6 Solo se consideran aquellas operaciones repos que fueron colocadas antes del 01 de diciembre 2016.

Cuadro 28 BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP (Como porcentaje de los Activos Netos)				
	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Feb.17
<b>I. Activos netos</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Reservas Internacionales Netas</b>	<b>94,9%</b>	<b>87,4%</b>	<b>88,1%</b>	<b>88,3%</b>
	(US\$ 62 307 mills.)	(US\$ 61 485 mills.)	(US\$ 61 364 mills.)	(US\$ 62 291 mills.)
<b>Repos</b>	<b>5,1%</b>	<b>12,6%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,7%</b>
<b>II. Pasivos netos</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>1. Depósitos totales del Sector Público</b>	<b>36,9%</b>	<b>32,7%</b>	<b>34,0%</b>	<b>32,9%</b>
En moneda nacional	18,7%	13,0%	12,5%	11,6%
En moneda extranjera	18,2%	19,7%	21,4%	21,3%
<b>2. Depósitos totales del sistema financiero</b>	<b>27,0%</b>	<b>37,1%</b>	<b>33,2%</b>	<b>32,7%</b>
En moneda nacional	7,7%	4,5%	4,1%	3,9%
En moneda extranjera	19,4%	32,6%	29,1%	28,8%
<b>3. Instrumentos del BCRP</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,0%</b>	<b>11,9%</b>	<b>14,0%</b>
CD BCRP	8,0%	6,5%	10,7%	12,6%
CDR BCRP	1,3%	3,0%	0,6%	0,1%
Depósitos a Plazo	0,0%	0,4%	0,2%	1,1%
Depósitos <i>overnight</i>	0,5%	0,1%	0,3%	0,2%
<b>4. Circulante</b>	<b>19,7%</b>	<b>15,7%</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,1%</b>
<b>5. Otros</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,3%</b>

De otro lado, el BCRP también continuó realizando subastas regulares de CDBCRP, tres veces por semana, a los plazos de 6, 12 y 18 meses, ello con la finalidad de incrementar los volúmenes de negociación de estos certificados y darle más liquidez a su mercado secundario, lo que contribuye al desarrollo de la curva de rendimiento de corto plazo en soles. La curva de rendimiento de CDBCRP aumentó en promedio 11 puntos básicos, entre diciembre de 2016 y febrero de 2017.

Cuadro 29 TASA DE INTERÉS DE SUBASTA DE CD BCRP (Porcentaje)					
	Meses				
	1	3	6	12	18
22 Feb.	4,28	4,38			4,78
23 Feb.	4,29	4,38		4,57	
24 Feb.	4,28	4,38			
27 Feb.	4,28	4,37	4,48		
28 Feb.		4,38	4,54		
1 Mar.					4,8
2 Mar.				4,62	
3 Mar.					
6 Mar.			4,45		
7 Mar.					
8 Mar.		4,37			4,79
9 Mar.	4,26	4,33		4,61	
10 Mar.		4,32			4,73
13 Mar.		4,31	4,44		4,75
14 Mar.			4,43	4,55	
15 Mar.			4,43	4,54	4,72
16 Mar.			4,43	4,54	
17 Mar.	4,26		4,43		
20 Mar.			4,43	4,56	
21 Mar.					
22 Mar.					4,71





## Tasas de interés

38. La mayoría de tasas de interés activas en moneda nacional se mantuvieron estables, con ligeros aumentos respecto a sus niveles observados en el cuarto trimestre de 2016.

De otro lado, las tasas de dólares en el mercado monetario se incrementaron menos que las tasas de interés internacionales, reflejando el efecto de las medidas de encaje adoptadas por el BCRP. Sin embargo, en el segmento de créditos de consumo se observó un mayor incremento de tasas de interés en dólares, (128 puntos básicos) por el mayor riesgo de crédito.

Cuadro 30 TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL (En porcentajes)						
		Set.15	Dic.15	Set.16	Dic.16	Feb.17
<b>Pasivas</b>	Depósitos hasta 30 días	4,12	4,01	4,03	4,29	4,27
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,41	4,67	4,98	4,77	4,81
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,41	4,74	5,20	5,04	5,01
<b>Activas</b>	Corporativos	5,87	6,18	6,07	5,88	6,04
	Grandes Empresas	7,16	7,12	7,23	7,12	7,39
	Medianas Empresas	10,19	10,23	10,74	10,39	10,54
	Pequeñas Empresas	20,36	20,45	21,59	21,65	21,60
	Consumo	42,4	44,03	44,01	46,77	44,84
	Hipotecario	8,59	8,95	8,82	8,52	8,71

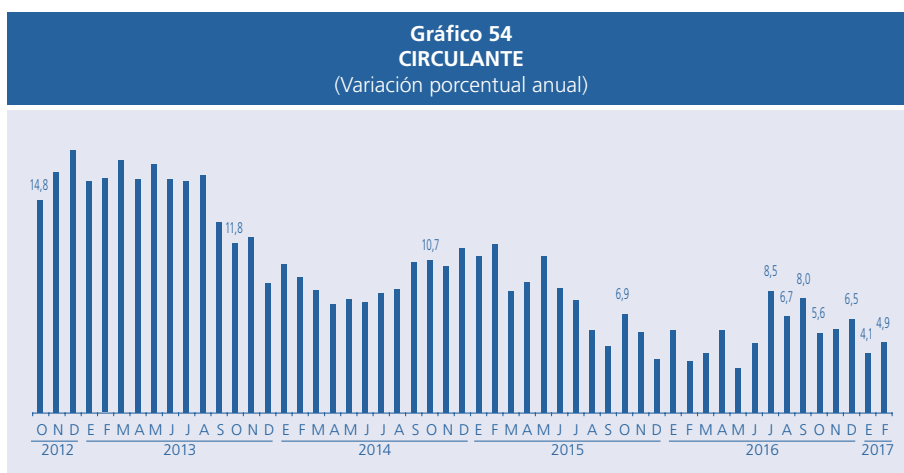
Fuente: BCRP y SBS.

Cuadro 31 TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA (En porcentajes)						
		Set.15	Dic.15	Set.16	Dic.16	Feb.17
<b>Pasivas</b>	Depósitos hasta 30 días	0,15	0,23	0,28	0,29	0,49
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	0,31	0,45	0,56	0,55	0,60
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	0,60	0,57	0,55	0,55	0,65
<b>Activas</b>	Corporativos	1,94	2,33	3,00	2,47	2,30
	Grandes Empresas	5,55	5,54	5,18	5,02	5,16
	Medianas Empresas	8,48	8,06	7,37	6,91	7,21
	Pequeñas Empresas	12,82	11,26	10,00	10,67	10,85
	Consumo	32,4	32,07	32,38	32,08	33,36
	Hipotecario	6,81	6,71	6,46	6,14	6,33

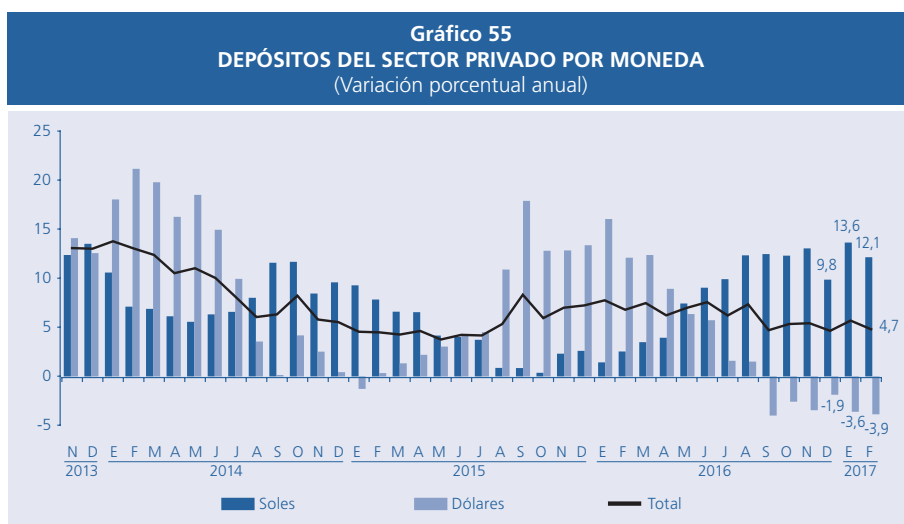
Fuente: BCRP y SBS.

## Liquidez

39. El circulante registró un crecimiento interanual de 4,9 por ciento en febrero, mayor a lo registrado en enero (4,1 por ciento), consecuente con el menor ritmo de actividad económica en dicho mes.



La tasa de crecimiento interanual de los depósitos al sector privado se incrementó de 4,6 por ciento en diciembre a 4,7 por ciento en febrero. Por monedas, el crecimiento de los depósitos en soles se recuperó al aumentar de 9,8 por ciento en diciembre a 12,1 por ciento en febrero, mientras que el de los depósitos en dólares disminuyó de -1,9 a -3,9 por ciento, en el mismo período. Este resultado fue consecuente con una mayor preferencia del público por ahorrar en moneda local en respuesta a menores expectativas de depreciación, que hacen más atractivo el ahorro en moneda doméstica.





**Cuadro 32**  
**AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO (FIN DE PERIODO)**  
(Variaciones porcentuales anuales)

	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Set.16	Dic.16	Ene.17	Feb.17
1. Circulante	3,8	4,1	4,9	8,0	6,5	4,1	4,9
2. Depósitos en moneda nacional	2,6	3,5	9,0	12,4	9,8	13,6	12,1
3. Depósitos totales <sup>1/</sup>	7,2	7,4	7,5	4,6	4,6	5,6	4,7
4. Liquidez en moneda nacional	3,0	4,1	8,4	11,1	9,0	10,9	10,1
5. Liquidez total <sup>1/</sup>	6,5	7,1	7,5	5,1	5,0	5,2	4,6
6. Crédito al sector privado en moneda nacional	28,0	23,1	17,0	9,5	7,2	6,5	6,2
7. Crédito al sector privado total <sup>1/</sup>	8,0	7,7	7,1	5,0	5,6	5,5	5,9

1/ Los saldos en moneda extranjera están valuados a tipo de cambio constante de diciembre de 2016.

Como resultado de lo anterior, el coeficiente de dolarización de los depósitos disminuyó de 49,1 por ciento en diciembre a 49,0 por ciento en febrero. Por tipo de depósitos, se ha observado una menor dolarización de los depósitos de personas (principalmente de vista y a plazo). Por su parte la dolarización de los depósitos de empresas disminuyó entre setiembre y febrero, en particular en el caso de los depósitos a plazo.

**Cuadro 33**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO**  
(En porcentajes)

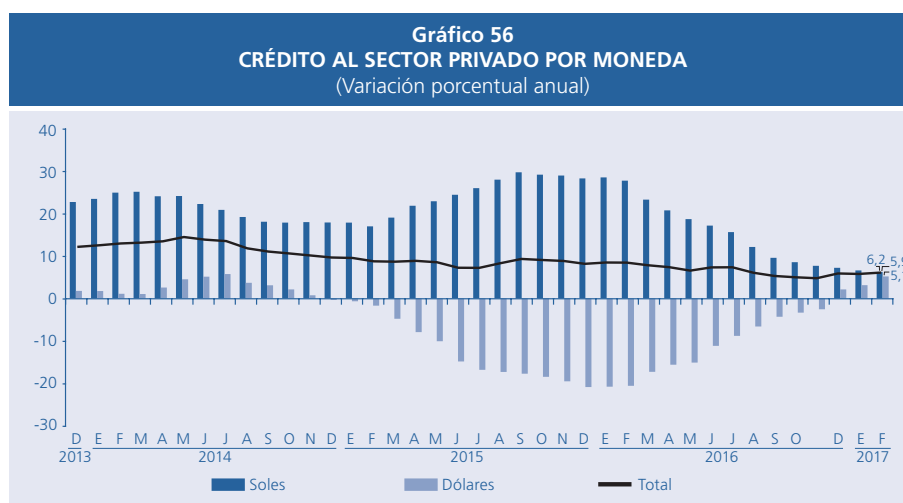
	Dic.14	Dic.15	Set.16	Dic.16	Ene.17	Feb.17
<b>Empresas</b>	<b>50,7</b>	<b>55,5</b>	<b>56,1</b>	<b>54,3</b>	<b>52,4</b>	<b>53,2</b>
Vista	47,1	50,6	53,5	52,2	53,1	50,4
Ahorro	63,6	68,9	61,0	57,6	61,8	63,0
Plazo	61,8	71,7	64,6	62,7	47,3	61,9
<b>Personas</b>	<b>33,7</b>	<b>40,3</b>	<b>37,6</b>	<b>36,3</b>	<b>36,3</b>	<b>36,0</b>
Vista	48,0	50,6	53,5	52,2	53,1	50,4
Ahorro	35,2	40,7	41,4	40,0	40,0	40,2
Plazo	30,8	38,5	31,9	30,7	30,6	30,1
CTS	33,9	33,6	32,4	30,1	29,8	29,8
Otros a plazo	29,5	40,3	31,7	31,0	30,9	30,2
<b>Fondo de pensiones</b>	<b>62,0</b>	<b>68,3</b>	<b>58,9</b>	<b>56,9</b>	<b>57,6</b>	<b>57,4</b>
<b>Fondos Mutuos</b>	<b>60,5</b>	<b>67,4</b>	<b>62,5</b>	<b>63,4</b>	<b>63,2</b>	<b>64,1</b>
<b>TOTAL</b>	<b>49,2</b>	<b>54,9</b>	<b>50,8</b>	<b>49,1</b>	<b>49,0</b>	<b>49,0</b>

Para el período 2017-2018 se prevé que el proceso de desdolarización de la liquidez se acelere en la medida que las menores expectativas de depreciación juntamente con tasas en soles mayores que en dólares contribuyan a hacer más atractivo el ahorro

en moneda doméstica. Consecuente con ello, se prevé un mayor dinamismo de los depósitos en moneda nacional, con tasas de crecimiento superiores al 10,0 por ciento para los siguientes dos años.

## Crédito

- El crédito al sector privado creció 5,9 por ciento interanual en febrero, tasa ligeramente superior a la observada al cierre de 2016 (5,6 por ciento) y mayor a la registrada en octubre (4,7 por ciento). Esta evolución del crédito responde a la moderación de la demanda interna y la inversión privada, lo que se ha reflejado en menor crecimiento del financiamiento al segmento corporativo y a la gran empresa y, en menor proporción, en el crecimiento del crédito a personas.



El saldo del crédito en moneda nacional continuó creciendo pero a tasas menores, con una expansión interanual de 6,2 por ciento en febrero (17,0 por ciento en junio de 2016), mientras que el crédito en moneda extranjera ha mostrado una recuperación con tasas de crecimiento positivas por dos meses consecutivos, de -11,1 por ciento en junio a 5,1 por ciento en febrero, debido a una recuperación del financiamiento en dólares al sector corporativo. Para el cierre del año, se prevé un crecimiento del crédito total alrededor de 5,5 por ciento, lo que es consecuente con la evolución esperada de la actividad económica.

El crédito otorgado a empresas mostró un menor dinamismo que el crédito a personas al cierre de febrero. Esta moderación correspondió a un menor financiamiento al segmento de mediana empresa, el cual disminuyó de 2,6 a 1,0 por ciento entre diciembre y febrero del presente año. Por el contrario, el segmento de corporativo y gran empresa se recuperó pasando de 4,7 a 6,0 por ciento entre los mismos periodos. Los préstamos a personas naturales continuaron creciendo a un ritmo moderado como





lo ha sido a lo largo del año. El segmento más dinámico fue el orientado a consumo, que creció 8,0 por ciento interanual en febrero (8,7 por ciento en diciembre), en tanto que el crédito hipotecario creció a 4,9 por ciento (4,9 por ciento en diciembre).

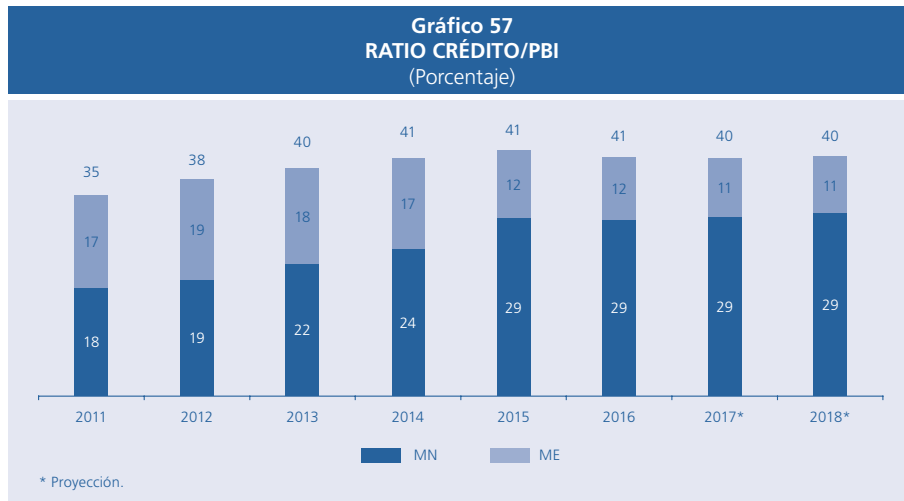
<b>Cuadro 34</b> <b>CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO</b> (Variación porcentual anual)					
	<b>Dic.14</b>	<b>Dic.15</b>	<b>Dic.16</b>	<b>Ene.17</b>	<b>Feb.17</b>
<b>Empresas</b>	<b>8,6</b>	<b>6,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>
Corporativo y Gran Empresa	9,6	12,7	4,7	5,0	6,0
Mediana Empresa	13,1	-2,5	2,6	1,0	1,0
Pequeña y Micro Empresa	1,5	2,7	7,7	8,2	9,0
<b>Personas</b>	<b>11,4</b>	<b>11,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>
Consumo	11,3	14,5	8,7	8,6	8,0
Vehicular	5,8	-8,0	-7,4	-7,9	-8,0
Tarjeta	14,9	23,7	8,2	7,9	2,9
Resto	9,9	11,6	10,2	10,4	12,3
Hipotecario	11,6	7,3	4,9	4,8	4,9
<b>TOTAL</b>	<b>9,6</b>	<b>8,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>

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

<b>Cuadro 35</b> <b>CORRELACIÓN DINÁMICA MÁXIMA</b>			
	<b>Crédito al sector privado</b>	<b>Crédito a empresas</b>	<b>Crédito a personas</b>
PBI	0,44	0,32	0,52
Demanda Interna	0,50	0,52	0,47
Inversión privada	0,54	0,50	0,64

Para el horizonte de proyección 2017-2018, se prevé que las tasas de crecimiento del crédito al sector privado y la liquidez evolucionen de acuerdo con el ritmo de crecimiento del PBI nominal, siendo los créditos y depósitos en moneda nacional los de mayor dinamismo. En particular, se prevé para 2017 un crecimiento del crédito total de 5,5 por ciento con un crecimiento del crédito en soles de 6,9 por ciento y 2,2 por ciento en dólares, que corresponde principalmente a créditos para comercio exterior. Asimismo, este crecimiento del crédito se sustenta en la recuperación de los sectores no primarios de la economía. Con ello, se prevé que el ratio de crédito sobre PBI se mantendrá durante el año 2017 en 40 por ciento.





### Avances en la desdolarización del crédito

41. A fines de 2014, el BCRP estableció el Programa de Desdolarización del Crédito buscando reducir los riesgos asociados a una alta dolarización de los créditos de los agentes económicos. El programa establece encajes adicionales en moneda extranjera con el fin de encarecer el financiamiento en esta moneda. En particular, se buscó que los bancos reduzcan sus saldos de créditos en dólares: (i) para el caso de los créditos totales, el saldo requerido a diciembre de 2015 era de 90 por ciento del mismo saldo de setiembre de 2013, mientras que para el cierre de 2016 se ajustó dicho requerimiento a 80 por ciento del saldo de setiembre de 2013, el cual se mantiene para el cierre de 2017; y (ii) para los créditos vehiculares e hipotecarios, el saldo requerido a diciembre de 2015 fue de 85 por ciento del saldo de febrero de 2013, en tanto que para el cierre de 2016 el saldo requerido se ajustó a 70 por ciento del saldo de febrero de 2013 y para el cierre de 2017 se ajusta a 60 por ciento.

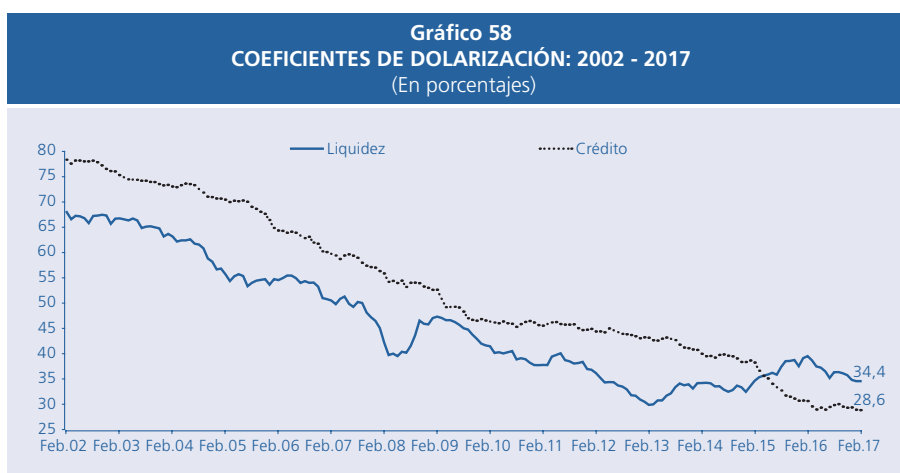
Como efecto de tales medidas y la depreciación registrada hasta inicios de 2016, se redujo el saldo de créditos en dólares, sustituyéndolos por créditos en soles. En el caso de los créditos totales, estos se redujeron de un saldo de US\$ 23 904 millones en diciembre de 2014 a US\$ 16 692 millones en enero de 2017 (US\$ 7 211 millones de contracción). Dicho saldo equivale al 70,2 por ciento del saldo de crédito de las empresas bancarias de setiembre de 2013 (cumpliendo el requerimiento a diciembre de 2015 y 2016). Cabe resaltar que dado que la banca, al haber ya cumplido con su requerimiento y ante la menor depreciación del sol desde marzo, el saldo total se ha mantenido alrededor del 70 por ciento del saldo de setiembre de 2013; y el saldo del crédito vehicular e hipotecario en moneda extranjera se ha reducido a 57,8 por ciento del saldo de febrero de 2013, al ser 60,0 por ciento del saldo de febrero de 2013 la nueva meta para el cierre de 2017.

El ratio de dolarización del crédito se ha reducido de 38,2 por ciento en diciembre de 2014 a 28,6 por ciento en febrero de 2017. Se prevé que la dolarización del crédito





continúe reduciéndose en los próximos años, con mayor intensidad para el caso de los créditos vehicular e hipotecario, en la medida en que para este concepto los niveles de crédito que gatillan encajes adicionales continuarán reduciéndose hasta que el monto de estos créditos en dólares alcancen el 5 por ciento del patrimonio neto de la banca.



Por tipo de crédito, se puede apreciar una menor dolarización en todas las categorías. En el caso del crédito hipotecario, la dolarización pasó de 33,9 en diciembre 2014 a 21,4 por ciento en febrero de 2017 y para los créditos vehiculares, la desdolarización disminuyó de 68,9 a 24,8 por ciento (más de 40 puntos porcentuales de reducción) en el mismo período. La dolarización de los créditos a empresas corporativas y grandes empresas disminuyó 27,6 puntos porcentuales desde diciembre de 2014, en el caso de los créditos a medianas empresas, el coeficiente de dolarización se redujo 27,1 puntos porcentuales para el mismo periodo.

**Cuadro 36**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**  
(En porcentajes)

	Dic. 14	Dic. 15	Dic. 16	Ene. 17	Feb. 17
<b>Empresas</b>	<b>48,4</b>	<b>38,7</b>	<b>38,3</b>	<b>37,9</b>	<b>37,9</b>
Corporativo y Gran Empresa	59,8	46,5	49,3	48,7	49,0
Mediana Empresa	59,3	47,6	42,9	42,3	42,2
Pequeña y Micro Empresa	11,5	8,8	7,0	6,8	6,6
<b>Personas</b>	<b>20,0</b>	<b>15,9</b>	<b>13,3</b>	<b>12,9</b>	<b>12,7</b>
Consumo	9,5	7,9	6,9	6,7	6,7
Vehiculares	68,9	44,6	26,8	25,8	24,8
Tarjetas de crédito	6,6	6,4	6,4	6,4	6,7
Resto	5,9	6,0	5,9	5,7	5,5
Hipotecario	33,9	26,8	22,4	21,8	21,4
<b>TOTAL</b>	<b>38,2</b>	<b>30,5</b>	<b>29,2</b>	<b>28,7</b>	<b>28,6</b>
<i>A tipo de cambio constante</i>	<i>41,1</i>	<i>30,2</i>	<i>29,2</i>	<i>29,2</i>	<i>29,2</i>

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

## Morosidad

42. El ratio de morosidad del crédito fue de 3,31 por ciento en febrero, observándose una ligera tendencia al alza respecto de diciembre (3,09 por ciento). En el caso del crédito a empresas, este ratio se ubicó en 5,29 por ciento, mayor al observado en setiembre (5,16 por ciento) y diciembre de 2016 (5,04 por ciento). En el caso del crédito a personas, el ratio de morosidad fue de 3,19 por ciento, también superior con respecto de setiembre y a diciembre de 2016 (3,05 por ciento en ambos meses). En los últimos dos meses, resalta la mayor morosidad del segmento a medianas empresas y de tarjetas de crédito en 72 y 40 puntos básicos respectivamente.

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

	Porcentajes				
	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Ene.17	Feb.17
<b>Crédito a empresas</b>	<b>3,14</b>	<b>4,65</b>	<b>5,04</b>	<b>5,24</b>	<b>5,29</b>
Corporativo y grandes empresas	0,37	0,47	0,41	0,48	0,47
Medianas empresas	4,79	5,28	6,10	6,76	6,82
Micro y pequeñas empresas	7,82	7,46	7,16	7,31	7,53
<b>Crédito a personas</b>	<b>2,46</b>	<b>2,65</b>	<b>3,05</b>	<b>3,17</b>	<b>3,19</b>
Consumo	3,34	3,32	3,66	3,84	3,84
Tarjetas de crédito	4,23	4,10	4,86	5,16	5,26
Vehicular	4,25	4,41	5,60	5,75	5,71
Hipotecario	1,44	1,84	2,28	2,33	2,39
<b>PROMEDIO</b>	<b>2,91</b>	<b>2,87</b>	<b>3,09</b>	<b>3,26</b>	<b>3,31</b>

Por su parte, para los créditos en dólares se observa un mayor nivel de morosidad en los segmentos que tiene menor capacidad de generar ingresos en esta moneda, como es el caso de las pequeñas y micro empresas y de los créditos a personas. Así, el nivel de morosidad en dólares de los créditos a personas se incrementó de 4,08 en diciembre a 4,17 por ciento en febrero de 2017, principalmente por el segmento de crédito vehicular que aumentó 35 puntos básicos. Esta mayor morosidad del segmento de personas es explicada por el mayor riesgo cambiario asumido respecto al segmento de empresas, las cuales cuentan con mejor acceso a instrumentos de cobertura del riesgo cambiario.



**Cuadro 38**  
**ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA NACIONAL**

	Porcentajes				
	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Ene.17	Feb.17
<b>Crédito a empresas</b>	<b>4,03</b>	<b>5,11</b>	<b>5,78</b>	<b>5,97</b>	<b>6,09</b>
Corporativo y grandes empresas	0,24	0,22	0,20	0,24	0,28
Medianas empresas	5,63	5,04	6,07	6,69	6,80
Micro y pequeñas empresas	7,65	6,90	6,63	6,77	7,01
<b>Crédito a personas</b>	<b>2,57</b>	<b>2,53</b>	<b>2,90</b>	<b>3,02</b>	<b>3,05</b>
Consumo	3,33	3,23	3,57	3,74	3,75
Tarjetas de crédito	4,31	4,20	5,03	5,34	5,45
Vehicular	4,61	1,91	2,58	2,76	2,90
Hipotecario	1,33	1,46	1,87	1,93	2,00
<b>PROMEDIO</b>	<b>3,40</b>	<b>2,87</b>	<b>3,18</b>	<b>3,34</b>	<b>3,43</b>

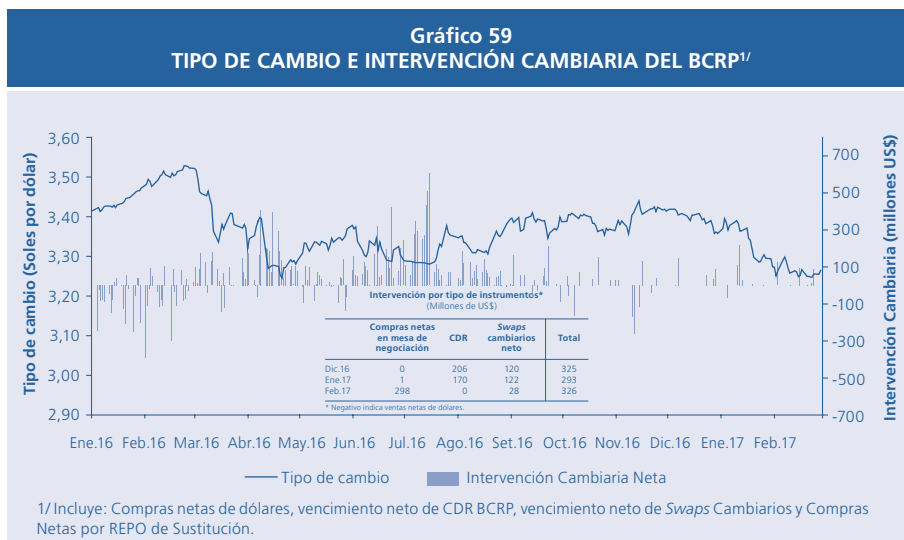
**Cuadro 39**  
**ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA EXTRANJERA**

	Porcentajes				
	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Ene.17	Feb.17
<b>Crédito a empresas</b>	<b>2,14</b>	<b>3,89</b>	<b>3,77</b>	<b>3,97</b>	<b>3,91</b>
Corporativo y grandes empresas	0,45	0,78	0,64	0,74	0,68
Medianas empresas	4,22	5,55	6,15	6,87	6,85
Micro y pequeñas empresas	9,39	15,70	19,58	20,18	20,92
<b>Crédito a personas</b>	<b>2,06</b>	<b>3,28</b>	<b>4,08</b>	<b>4,18</b>	<b>4,17</b>
Consumo	3,42	4,58	5,29	5,46	5,33
Tarjetas de crédito	3,07	2,62	2,59	2,66	2,72
Vehicular	4,09	7,52	13,86	14,34	14,21
Hipotecario	1,64	2,88	3,70	3,79	3,81
<b>PROMEDIO</b>	<b>2,13</b>	<b>2,87</b>	<b>2,84</b>	<b>3,06</b>	<b>3,00</b>

### Tipo de cambio e intervención cambiaria

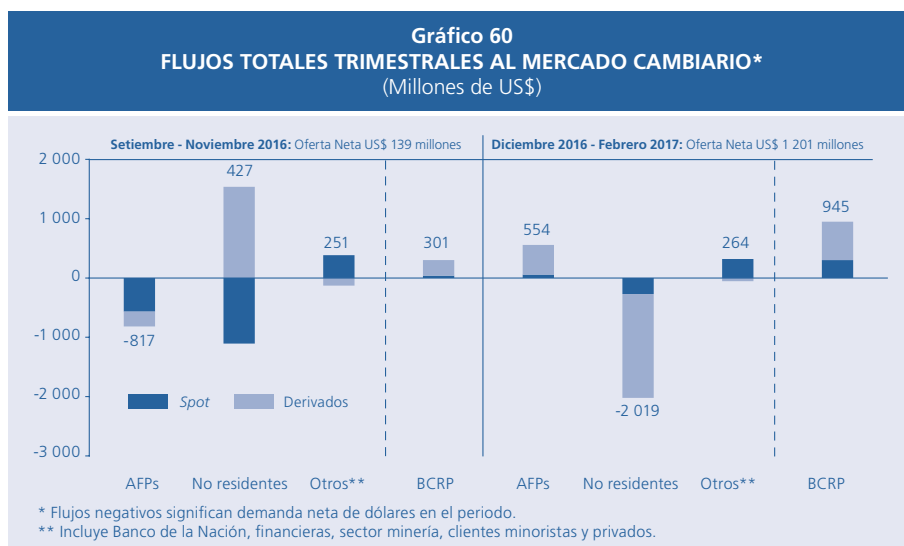
43. Entre diciembre de 2016 y el 10 de marzo de 2017, el tipo de cambio registró una apreciación de 2,0 por ciento, pasando de S/ 3,357 a S/ 3,291 por dólar, influido por mayores precios de los *commodities*, en particular del cobre, y por la depreciación del dólar a nivel global, dada la incertidumbre en torno a la nueva postura de política de comercial de EUA y las señales en contra de un dólar apreciado.

En dicho contexto de apreciación del sol, el BCRP dejó vencer en neto sus instrumentos de intervención cambiaria (*Swaps* Cambiarios Venta y CDRBCRP) por un monto total de US\$ 645 millones y compró dólares en la mesa de negociación por US\$ 299 millones.



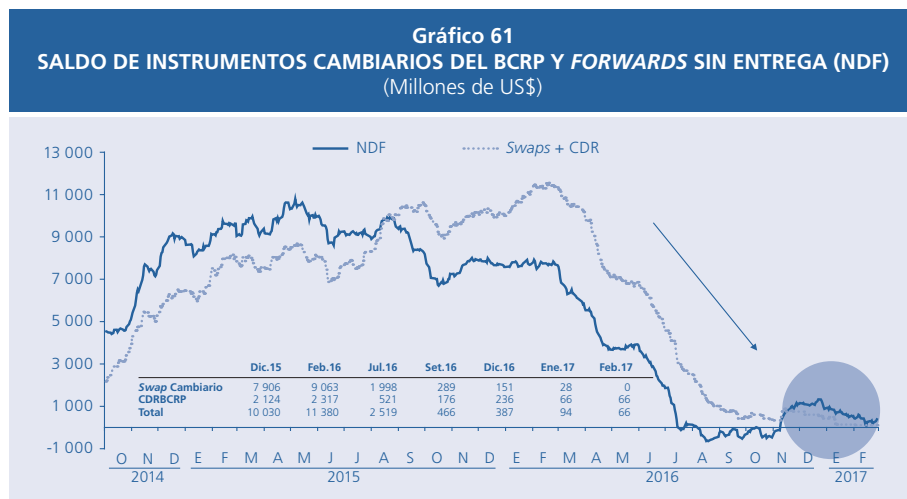
Con respecto a los flujos en el mercado cambiario local, entre diciembre de 2016 y febrero de 2017 se registró una oferta neta de dólares por US\$ 1 201 millones (en el periodo de setiembre a noviembre de 2016 se registró oferta neta por US\$ 139 millones), de los cuales la oferta de inversionistas no residentes correspondió a US\$ 568 millones, US\$ 336 millones y US\$ 298 millones en los meses de diciembre, enero y febrero, respectivamente.

Por su parte, el Banco Central, en el mismo periodo, demandó dólares por US\$ 945 millones, principalmente a través de vencimientos netos de sus instrumentos cambiarios por US\$ 646 millones y compras en la mesa de negociación por US\$ 299 millones.





Cabe resaltar que los saldos de los instrumentos cambiarios del BCRP se han mantenido en sus niveles mínimos. Al 10 de marzo, el saldo de Swaps Cambiarios Venta fue nulo y el de CDRBCRP fue US\$ 66 millones, acorde con una menor demanda por dólares a futuro en el mercado *forward*.

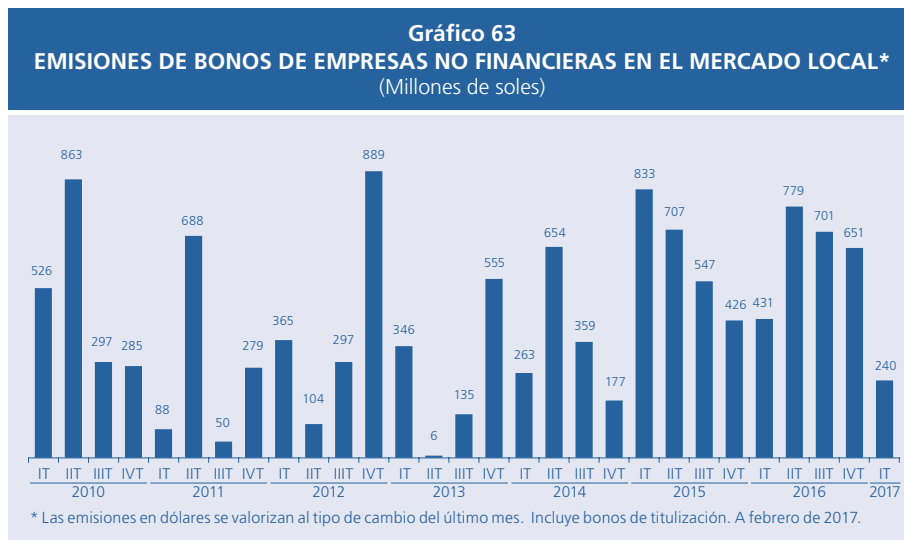


El índice de tipo de cambio real multilateral se ubicó en un nivel de 92,9 en febrero en relación al periodo base de 2009, nivel menor en 5,8 por ciento al promedio de los últimos 21 años, y menor en 7,5 por ciento al de febrero 2016. La disminución durante los últimos 12 meses se ha debido a la caída del tipo de cambio real con respecto a países de Asia Oriental (11,1 por ciento) y países desarrollados (8,9 por ciento), compensado parcialmente por el incremento con respecto a Latinoamérica (2,8 por ciento).



## Mercado de capitales

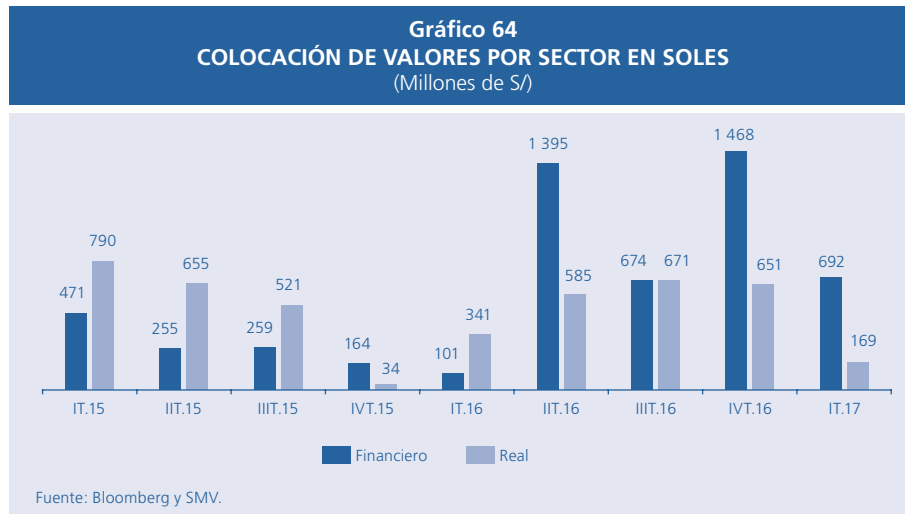
44. En enero y febrero de 2017, las emisiones de valores de empresas no financieras en el mercado local fueron de S/ 240 millones. La tendencia de preferencia por endeudamiento en soles continúa en el presente año (71 por ciento del total colocado). La demanda por deuda local continuó en niveles elevados, el ratio *bid to cover* promedio asciende a 1,29 en soles y a 1,73 en dólares.



En el caso de las empresas del sector financiero, éstas vendieron valores en el mercado de capitales por S/ 721 millones (86 por ciento en soles y 14 por ciento en dólares). Por plazos, las empresas bancarias y financieras emitieron bonos al plazo promedio de 9 años en soles y a 8 años en dólares, ello asociado a la volatilidad en el mercado cambiario que tiende a incrementar el costo de cobertura en el mercado de derivados para el pago de interés de cupones y capital.

En el año 2016, las colocaciones de valores en soles crecieron en 217 por ciento para el caso de las empresas del sector financiero, lo cual evidenciaría la mayor preferencia por las empresas bancarias por obtener financiamiento en el mercado de capitales. Para las empresas del sector real (transable y no transable), el crecimiento fue moderado (12 por ciento).





En el mercado internacional, el Fondo Mivivienda fue la primera entidad peruana en emitir valores en lo que va del primer trimestre de 2017. La operación se realizó el 7 de febrero de 2017 y se dividió en dos emisiones: i) apertura de la emisión del bono con vencimiento en el año 2023 por US\$ 150 millones, la tasa cupón ascendió a 3,50 por ciento, se emitió bajo la par y el *spread* asignado fue de 170 puntos sobre el Bono del Tesoro Americano *benchmark*; y ii) una nueva emisión del bono con vencimiento en el año 2024 por S/. 1 500 millones con denominación de *Global Depositary Notes* (GDN), la demanda por los valores fue elevada (*ratio bid to cover* de 1,52), los inversionistas no residentes participaron con alrededor de 67 por ciento a la tasa cupón de 7 por ciento, y el *spread* sobre el bono del Tesoro Americano ascendió a 143 puntos básicos. Cabe destacar que, los GDN son considerados instrumentos con alta demanda por los inversionistas no residentes porque permite que éstos reciban los pagos de intereses y capital en dólares americanos.

A febrero de 2017, el saldo de los bonos emitidos por empresas peruanas en el mercado internacional asciende a US\$ 19 636 millones. En los próximos dos años, el total de vencimientos de bonos en el exterior asciende a US\$ 1 330 millones, de los cuales US\$ 1 030 millones corresponden a bonos del sector financiero y US\$ 300 millones al sector transable.

El mercado de bonos gubernamentales en la región presentó un desempeño positivo entre diciembre de 2016 y febrero de 2017. Así, las tasas de interés de los bonos



**Cuadro 40**  
**EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL**

Empresa	Fecha de Emisión	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
<b>AÑO 2014</b>		<b>5 510</b>		
<b>Sector no Financiero</b>		<b>3 306</b>		
Compañía Minera Ares	15 Ene.	350	7	7,75%
Minsur	31 Ene.	450	10	6,25%
Abengoa Transmisión Sur	8 Abr.	432	29	6,88%
Camposol	24 Abr.	75	3	9,88%
Rutas de Lima**	27 Jun.	370	22	8,38%
Rutas de Lima***	27 Jun.	150	25	5,25%
InRetail Shopping Mall	1 Jul.	350	7	6,50%
InRetail Consumer	7 Oct.	300	7	5,25%
Unión Andina de Cementos	28 Oct.	625	7	5,88%
Energía Eólica	15 Dic.	204	20	6,00%
<b>Sector Financiero</b>		<b>2 204</b>		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>1 025</u>		
Banco de Crédito	15 Ene.	200	13	6,13%
Interbank	11 Mar.	300	15	6,63%
Banco de Crédito	1 Jul.	225	4	2,75%
BBVA Banco Continental	15 Set.	300	15	5,25%
<u>Sector Financiero Público</u>		<u>1 179</u>		
Fondo Mivivienda	26 Mar.	300	5	3,38%
Fondo Mivivienda*	15 May.	279	4	1,25%
COFIDE	8 Jul.	300	5	3,25%
COFIDE	8 Jul.	300	15	5,25%
<b>AÑO 2015</b>		<b>4 510</b>		
<b>Sector no Financiero</b>		<b>3 361</b>		
GyM Ferrovias***	3 Feb.	206	25	4,75%
Southern Copper Corporation	17 Abr.	500	10	3,88%
Southern Copper Corporation	17 Abr.	1 500	30	5,88%
Consortio Nuevo Metro de Lima	10 Jun.	1 155	19	5,88%
<b>Sector Financiero</b>		<b>1 149</b>		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>349</u>		
Intercorp	3 Feb.	250	10	5,88%
Interbank**	3 Feb.	99	15	7,66%
<b>Sector Financiero Público</b>		<b>800</b>		
COFIDE	7 Jul.	200	4	3,25%
COFIDE	7 Jul.	600	10	4,75%
<b>AÑO 2016</b>		<b>797</b>		
<b>Sector no Financiero</b>		<b>497</b>		
Kallpa Generación	19 May.	350	10	4,88%
Camposol	20 May.	147	5	10,50%
<b>Sector Financiero</b>		<b>300</b>		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>300</u>		
Banco de Crédito del Perú	20 Oct.	300	3	2,25%
<b>AÑO 2017</b>		<b>605</b>		
<u>Sector Financiero Público</u>		<u>605</u>		
Fondo Mivivienda**	7 Feb.	455	6	7,00%
Fondo Mivivienda	7 Feb.	150	7	3,50%

Fuente: Bloomberg y SMV.

\* Emisión en Francos suizos.

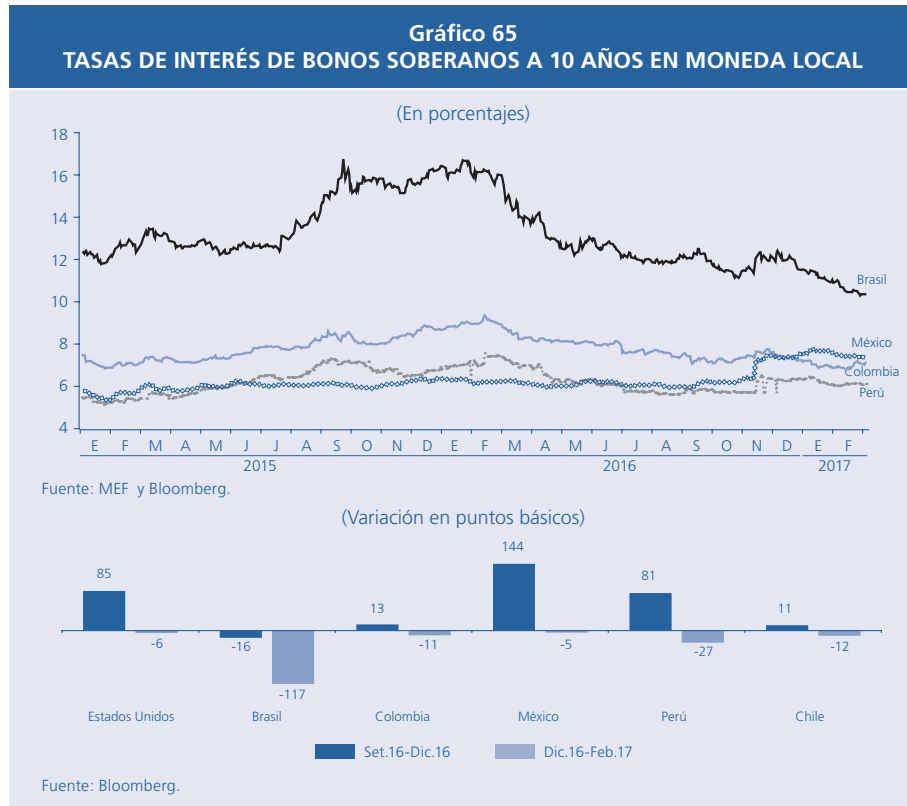
\*\* Emisión en Soles.

\*\*\* Emisión en Soles VAC.





de gobierno en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú disminuyeron en promedio 30 puntos básicos. La tasa del bono peruano descendió 27 puntos básicos. La valorización de los bonos latinoamericanos reflejó una recuperación en el precio de los *commodities* que ha mejorado la percepción de crecimiento económico en la región y los indicadores de riesgo país, así como por el favorable diferencial de tasas de interés respecto a la de los mercados desarrollados.



## Recuadro 4

**DETERMINANTES ESTRUCTURALES DE LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO**

La evolución del crédito es un tema de suma importancia para el diseño de política monetaria. En este recuadro se cuantifica la contribución de los factores externos a dicha evolución. Dado lo anterior, es importante notar que el crédito al sector privado ha venido mostrando, en los últimos meses, tasas de crecimiento menores a las observadas en años previos. Así, para el caso de las empresas bancarias, el ritmo de expansión del crédito total se ha reducido de 9,9 por ciento en marzo de 2016 a 5,5 por ciento en enero de este año. ¿Qué explica esta desaceleración? En este recuadro se responde a esta pregunta utilizando un modelo de vectores autorregresivos y un ejercicio de descomposición histórica que cuantifica la contribución de los factores estructurales en la evolución del crédito.

La desaceleración del crédito no ha sido homogénea entre sectores, y tal como se muestra en el siguiente cuadro, ha sido más intensa en aquellos sectores en los que se ha observado un menor nivel de inversión, por ejemplo el sector minería, o en los sectores en los que la actividad económica ha perdido dinamismo, como es el caso del sector construcción y comercio. Sin embargo, en otros sectores, como transporte, enseñanza y servicios de salud, el crédito no sólo mantiene tasas de crecimiento de dos dígitos, sino que en algunos casos se ha acelerado.

**EMPRESAS BANCARIAS: CRÉDITO TOTAL POR SECTOR ECONÓMICO**

	Tasas de crecimiento anual (%)		
	Dic.14	Dic.15	Dic.16
<b>1. EMPRESAS</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>3,7</b>
1.1.TRANSABLES	-5,5	12,3	-7,2
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	8,0	15,5	4,6
Pesca	-24,3	-4,7	1,0
Minería	-9,7	13,0	-17,5
1.2.NO TRANSABLES	11,1	10,0	4,9
Industria Manufacturera	10,9	3,9	3,6
Electricidad, Gas y Agua	12,6	6,7	6,3
Construcción	26,4	2,2	-1,7
Comercio	8,6	11,2	3,4
Hoteles y Restaurantes	12,8	19,9	3,0
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	8,6	4,2	10,1
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	15,8	10,5	10,3
Enseñanza	12,4	35,9	15,6
Servicios Sociales y Salud	10,8	8,3	11,7
<b>2. CRÉDITOS HIPOTECARIOS PARA VIVIENDA</b>	<b>11,1</b>	<b>7,5</b>	<b>4,4</b>
<b>3. CRÉDITOS DE CONSUMO</b>	<b>11,1</b>	<b>16,3</b>	<b>7,4</b>
<b>TOTAL</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>	<b>4,4</b>

Nota: Los saldos en moneda extranjera están valuados a tipo de cambio constante de diciembre 2016.  
Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

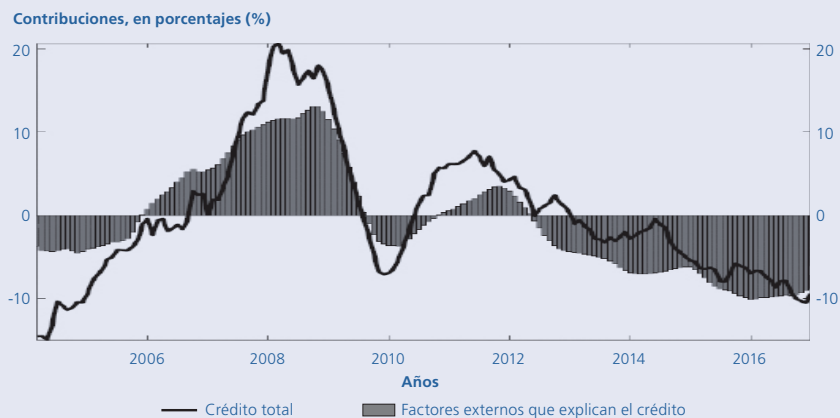
Se debe tomar en cuenta que el crédito observado es una variable que refleja factores tanto de oferta como de demanda, por lo que para identificar aquellos factores que explican su evolución se requiere





estimar estos determinantes. Con este objetivo, se estima un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) y se sigue a la literatura empírica para la identificación de los choques estructurales. Así, se tiene como variable principal al crecimiento anual del crédito total. De otro lado, se identifican choques de demanda a través del crecimiento del PBI, choques de oferta a través de la inflación, del encaje en soles y dólares, choques de política monetaria a través de la tasa de interés y choques cambiarios. Adicionalmente se incluye un bloque de variables externas, el cual considera la tasa de interés internacional y los precios de los *commodities* y del petróleo. Al respecto, estas variables externas capturan tanto factores de oferta como de demanda, así como también la política monetaria de los Estados Unidos. Finalmente, el choque asociado al crédito es interpretado como un choque financiero. La identificación del modelo se realiza a través de la descomposición de *Cholesky* y los datos utilizados cubren el periodo comprendido entre enero de 2004 y diciembre de 2016.

### CONTRIBUCIÓN DE VARIABLES EXTERNAS Y EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO TOTAL



Utilizando el modelo estimado, se realizó la descomposición histórica de la tasa de crecimiento anual del crédito total (línea sólida negra), la que se puede apreciar en el gráfico anterior<sup>7</sup>. Dado que el modelo VAR es una ecuación en diferencia, este cuenta con una solución que depende de la observación inicial, la cual tiene una contribución decreciente. Luego, es bastante notoria la contribución de las variables externas o exógenas, tanto en las etapas de expansión como las de contracción del crédito.

Considerando los eventos ocasionados por la crisis financiera internacional, podemos observar dos ciclos crediticios durante el periodo 2004-2016. El primero se inicia en el año 2006, siguiendo el ciclo del precio de los metales, lo que se refleja en una fuerte contribución positiva del componente externo. Esta primera etapa dura hasta 2008, momento en el que estalla la crisis financiera internacional. Por otro lado, el segundo ciclo se inicia a fines del año 2010, donde se observa que las fuentes domésticas tales como los impulsos de demanda, monetario y financiero sostienen la recuperación del ritmo de crecimiento del crédito al sector privado. Posteriormente, las condiciones

7 La tasa de crecimiento del crédito fue normalizada y centrada en cero, de forma tal que se puede apreciar el signo de las contribuciones (positivo y negativo).

externas se vuelven negativas hacia 2013, momento que coincide con el anuncio del retiro del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (*Tapering Tantrum*).

Adicionalmente los choques monetarios, los cuales comprenden tanto acciones de la tasa de interés como las medidas de encaje, cobraron mayor importancia desde el lanzamiento de las medidas de desdolarización en 2014. De otro lado, los choques de demanda asociados al crecimiento del PBI juegan también un papel importante. Así, se observa que estos contribuyeron de manera significativa durante el periodo 2013-14 y en el último año.

Posteriormente, durante 2014 los factores domésticos de política monetaria, así como el factor cambiario, moderaron el impacto negativo de los choques externos, el cual se acentuó durante el periodo 2015-2016. Lo anterior se reflejó en una evolución modesta del crédito. Luego, hacia fines de 2016 puede apreciarse una reversión en la tendencia de los factores externos, lo que denota que la evolución del crédito no seguirá siendo afectada negativamente por factores externos en el mediano plazo.

En conclusión, este análisis muestra que el crédito al sector privado, es altamente dependiente de los factores externos, tanto porque el ciclo económico en Perú está influenciado por estos factores, como porque las condiciones crediticias en dólares se determinan por las tasas de interés internacionales. Sin embargo, el análisis también muestra que la política monetaria, tanto a través de la tasa de interés, como del uso activo de los encajes en soles y dólares, han limitado el efecto de estos factores externos sobre las condiciones crediticias domésticas, lo que ha permitido que el crédito total no experimente una desaceleración brusca en los últimos cinco años. En esta línea las recientes reducciones de la tasa de encaje en dólares, están permitiendo limitar el impacto sobre las tasas de interés domésticas del incremento en las tasas de interés internacionales, asociadas a la reversión del estímulo monetario de la Reserva Federal de los EE.UU.

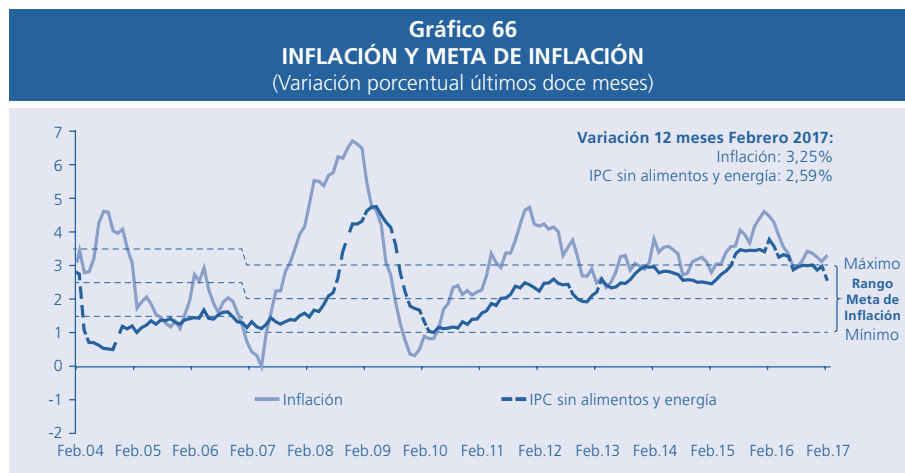




## VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos

### Ejecución a febrero de 2017

45. En febrero de 2017, la inflación ascendió a 3,25 por ciento interanual. La inflación sin alimentos y energía pasó de 3,02 por ciento en noviembre 2016 a 2,59 por ciento en febrero de este año, caída asociada a la apreciación del tipo de cambio, cuya variación anual pasó de 2 por ciento a -7 por ciento en el mismo lapso. Por su parte, la inflación de alimentos y energía pasó de 3,73 por ciento en noviembre 2016 a 4,01 por ciento en febrero. Esto se dio por aumentos en los precios de los alimentos perecibles, debido a condiciones climáticas adversas, así como al repunte de la gasolina, cuya variación de precio pasó de -4,8 a 12,2 por ciento en el mismo periodo.



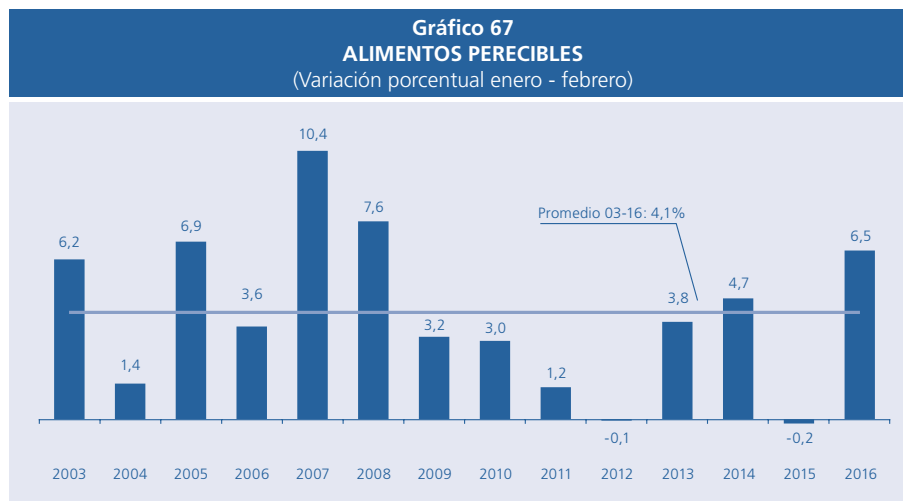
**Cuadro 41**  
**INFLACIÓN**  
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
							Ene.-Feb.	12 meses
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>2,65</b>	<b>2,86</b>	<b>3,22</b>	<b>4,40</b>	<b>3,23</b>	<b>0,56</b>	<b>3,25</b>
<b>1. IPC sin alimentos y energía</b>	<b>56,4</b>	<b>1,91</b>	<b>2,97</b>	<b>2,51</b>	<b>3,49</b>	<b>2,87</b>	<b>0,18</b>	<b>2,59</b>
a. Bienes	21,7	1,60	2,62	2,43	3,57	3,41	0,19	3,00
b. Servicios	34,8	2,10	3,18	2,55	3,44	2,54	0,18	2,34
<b>2. Alimentos y energía</b>	<b>43,6</b>	<b>3,55</b>	<b>2,73</b>	<b>4,08</b>	<b>5,47</b>	<b>3,66</b>	<b>1,00</b>	<b>4,01</b>
a. Alimentos y bebidas	37,8	4,06	2,24	4,83	5,37	3,54	1,29	4,07
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,22	6,09	-0,85	6,20	4,48	-0,99	3,63
Combustibles	2,8	-1,48	5,95	-5,59	-6,33	0,61	1,71	6,51
Electricidad	2,9	2,19	6,23	4,37	18,71	7,53	-2,97	1,51

Cuadro 42 INFLACIÓN (Contribuciones ponderadas)									
	Peso	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
								Ene.-Feb.	12 meses
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>4,74</b>	<b>2,65</b>	<b>2,86</b>	<b>3,22</b>	<b>4,40</b>	<b>3,24</b>	<b>0,56</b>	<b>3,25</b>
<b>1. IPC sin alimentos y energía</b>	<b>56,4</b>	<b>1,36</b>	<b>1,05</b>	<b>1,62</b>	<b>1,37</b>	<b>1,89</b>	<b>1,54</b>	<b>0,10</b>	<b>1,39</b>
a. Bienes	21,7	0,51	0,34	0,54	0,50	0,73	0,69	0,04	0,61
b. Servicios	34,8	0,85	0,71	1,08	0,87	1,16	0,85	0,06	0,78
<b>2. Alimentos y energía</b>	<b>43,6</b>	<b>3,38</b>	<b>1,60</b>	<b>1,24</b>	<b>1,86</b>	<b>2,51</b>	<b>1,69</b>	<b>0,46</b>	<b>1,86</b>
a. Alimentos y bebidas	37,8	3,03	1,59	0,89	1,91	2,15	1,43	0,52	1,65
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,35	0,01	0,35	-0,05	0,36	0,26	-0,06	0,21
Combustibles	2,8	0,23	-0,05	0,18	-0,18	-0,18	0,02	0,04	0,16
Electricidad	2,9	0,12	0,06	0,17	0,12	0,54	0,25	-0,10	0,05

Entre enero y febrero, los precios de los alimentos agrícolas perecibles aumentaron por encima de sus tasas históricas debido a las condiciones climáticas adversas de finales del año pasado e inicios de este año. Además, estas condiciones generaron problemas en la comercialización de estos productos por interrupción de tránsito en las carreteras.

Cuadro 43 IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES (Variación promedio mensual)		Enero - Febrero
<b>2002-2016</b>		
IPC		0,26
Alimentos agrícolas perecibles		2,09
<b>2016</b>		
IPC		0,27
Alimentos agrícolas perecibles		-0,08
<b>2017</b>		
IPC		0,28
Alimentos agrícolas perecibles		3,21





En el periodo enero - febrero la mayoría de rubros con mayor contribución al alza y a la baja a la inflación pertenece al componente de alimentos y energía, que está más afecto a choques de oferta. Entre los rubros de mayor contribución positiva se encuentran otras hortalizas, legumbres frescas, comidas fuera del hogar, papaya y cítricos. Por el contrario, los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron papa, electricidad, pollo, compra de vehículos y transporte nacional.

**Cuadro 44**  
**CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO-FEBRERO 2017**

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Otras hortalizas	0,4	26,3	0,13	Papa	0,9	-12,5	-0,16
Legumbres frescas	0,2	48,9	0,13	Electricidad	2,9	-3,0	-0,10
Comidas fuera del hogar	11,7	0,9	0,12	Carne de pollo	3,0	-3,2	-0,10
Papaya	0,2	48,9	0,08	Compra de vehículos	1,6	-2,8	-0,05
Cítricos	0,5	10,7	0,07	Transporte nacional	0,3	-12,1	-0,04
Consumo de agua	1,6	3,2	0,05	Palta	0,1	-20,8	-0,04
Zanahoria	0,1	37,1	0,05	Pasaje de avión	0,4	-7,6	-0,03
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	0,5	0,05	Huevos	0,6	-5,0	-0,03
Tomate	0,2	18,9	0,04	Uva	0,1	-12,3	-0,02
Gasolina y lubricantes	1,3	3,5	0,04	Pescado fresco y congelado	0,7	-1,1	-0,01
<b>Total</b>			<b>0,76</b>	<b>Total</b>			<b>-0,58</b>

### Inflación sin Alimentos y Energía

Desde agosto, la inflación 12 meses sin alimentos y energía se venía situando cercana al límite superior del rango meta, luego de alcanzar una tasa interanual máxima de 3,8 por ciento en febrero de 2016. En febrero se desaceleró, pasando de 2,98 a 2,59 por ciento, su menor nivel desde marzo 2015. A este resultado contribuyeron los rubros de compra de vehículos, pasaje de avión y alquileres, y principalmente matrícula y pensión de enseñanza.

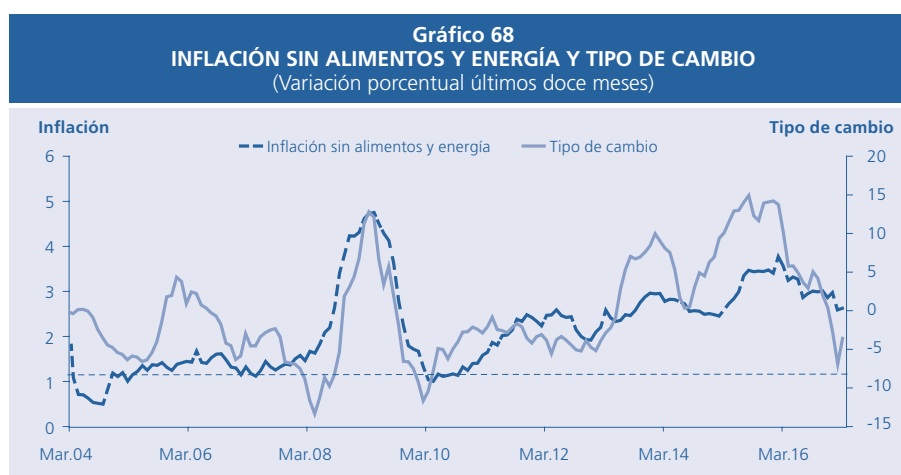
En febrero, el rubro de matrícula y pensión registró un incremento de 0,3 por ciento, menor al 1,4 por ciento de febrero del año pasado. Esta diferencia se debe a que el año pasado las pensiones de universidades particulares (la variedad de mayor ponderación dentro del rubro) aumentaron 2,6 por ciento en febrero y 0,8 por ciento en marzo. Este año, el aumento fue 0,5 por ciento en febrero, por lo que se espera un mayor incremento en el siguiente mes de marzo.

La evolución del tipo de cambio de los últimos meses ha favorecido a la moderación de la inflación sin alimentos y energía. En el mes, se registró una apreciación del sol de 2,4 por ciento, lo que habría influenciado en la moderación de la inflación de bienes (componente de la inflación sin alimentos y energía), y de algunos servicios como pasaje de avión y alquileres. En enero, los bienes



registraron un alza de 0,14 por ciento, mientras que en febrero, el alza fue de 0,05 por ciento.

En términos anuales, el tipo de cambio disminuyó en 7,0 por ciento entre marzo de 2016 y febrero de 2017 contribuyendo, también, a la reducción de la inflación tendencia en los últimos 12 meses.



### Consumo de agua

En los dos primeros meses del año, las tarifas del consumo de agua aumentaron 3,2 por ciento. Ello en aplicación de la normatividad vigente que establece que las tarifas de agua se actualicen cada vez que la variación acumulada del Índice de Precios al Por Mayor (IPM) supere el 3,0 por ciento, desde el último reajuste por este concepto, que fue en mayo 2015. En esta oportunidad se aplicó el incremento acumulado del IPM en el período junio 2015 – diciembre 2016 (3,19 por ciento). En los últimos doce meses este rubro alcanzó un crecimiento de 3,2 por ciento similar al del IPC (3,25 por ciento).

### Matrícula y Pensión de enseñanza

El rubro “matrícula y pensión de enseñanza” registró una variación de 0,5 por ciento por concepto de cobro de matrículas para el nuevo año escolar. En los colegios estatales el incremento de las matrículas fue 4,3 por ciento (11,8 por ciento en febrero 2016) y en los colegios privados 5,9 por ciento (7,4 por ciento en febrero 2016). Asimismo se registraron incrementos por este mismo concepto en las universidades privadas (1,7 por ciento) y estatales (0,9 por ciento).

En los últimos doce meses este rubro aumentó 4,1 ciento, tasa mayor al del índice general de precios (3,25 por ciento) no sólo por los incrementos al inicio del año





lectivo, sino por los reajustes a lo largo de todo el período de las pensiones en los institutos de educación superior.

## **Inflación de Alimentos y Energía**

### **Otras hortalizas**

En los dos primeros meses del año este rubro aumentó 26,3 por ciento, siendo el que más contribuyó a la inflación del período. Se registraron fuertes alzas en los precios de brócoli (115,2 por ciento), lechuga (54,9 por ciento) y poro (25,5 por ciento), productos que proceden principalmente de los valles de la región Lima. Las decisiones de siembra, así como el abastecimiento y calidad de estos productos estuvieron afectados por el aumento de la temperatura.

En los doce últimos doce meses este rubro alcanzó un crecimiento de 22,1 por ciento, registrándose las mayores alzas en los meses de verano. Esos meses se caracterizan por una mayor demanda estacional, así como por mayores mermas de comercialización por el incremento de la temperatura.

### **Legumbres frescas**

En el período enero-febrero este rubro aumentó 48,9 por ciento, reflejando principalmente el alza del precio de la arveja verde, principal componente. La variedad americana aumentó 59,7 por ciento y la criolla 58,0 por ciento. En los últimos doce meses, las legumbres registraron, en promedio, un incremento de 26,0 por ciento, observándose las mayores alzas en los meses de diciembre a febrero.

Este producto procede principalmente de Junín donde se registraron menores rendimientos con respecto a la campaña anterior. En ello influyó la falta de lluvia en gran parte de la campaña agrícola lo que afectó la formación de las vainas. Otro factor negativo fue la posterior ocurrencia de heladas en noviembre.

### **Comida fuera del hogar**

El rubro "comidas fuera del hogar" continuó siendo uno de los principales de mayor contribución a la inflación. No obstante, se observó una moderación de su ritmo de crecimiento con respecto al registrado en los últimos años, en los que presentó tasas mayores a los de los alimentos dentro del hogar, e incluso a las del índice general de precios.

En el período enero-febrero este rubro aumentó 0,9 por ciento, tasa menor a la registrada en los alimentos dentro del hogar (1,5 por ciento). En los últimos doce

meses creció 3,9 por ciento, también por debajo del total de alimentos dentro del hogar (4,1 por ciento).

### **Papaya**

El precio de la papaya aumentó 48,9 por ciento en los dos primeros meses del año y 23,1 por ciento en los últimos doce meses. El alza se debió a la mayor demanda estacional a lo que se sumó la menor participación de San Martín, una de las principales regiones abastecedoras de Lima. En esa región, las fuertes lluvias de los últimos meses afectaron las cosechas y el transporte.

### **Tomate**

El precio del tomate registró un alza de 18,9 por ciento principalmente por las menores siembras en los valles de Lima, principal región abastecedora y por la disminución de los rendimientos por aumento de la temperatura. En febrero el abastecimiento cayó con respecto al de febrero 2016 (164 versus 197 TM por día), no obstante el abastecimiento procedente de la región Lima fue similar al de enero.

En los últimos doce meses el precio del tomate aumentó 29,0 por ciento, registrándose la mayor alza en abril 2016 (22,0 por ciento). En ese mes los problemas en el abastecimiento también reflejaron las menores siembras en Lima y la menor calidad del producto por efecto de la mayor temperatura.

### **Papa**

El rubro de papa contribuyó negativamente a la inflación del período enero-febrero, con una caída de 12,5 por ciento (caída acumulada de 7,8 por ciento en los últimos doce meses). En este resultado influyó el aumento del abastecimiento (11 por ciento con respecto a enero-febrero 2016). Destacó la mayor participación de Huánuco donde se registraron mayores siembras. En esa región, luego de la sequía de la mayor parte de la campaña, las lluvias esporádicas a partir de setiembre permitieron realizar las labores de preparación de los terrenos y las siembras. En diciembre se registraron precipitaciones de regular intensidad lo que mejoró la producción de los cultivos.

### **Carne de pollo**

Otro rubro con variación negativa de los precios fue la carne de pollo. Entre enero y febrero, su precio cayó 3,2 por ciento, acumulando una disminución de 2,4 por ciento en los últimos doce meses. Este resultado se asocia a los menores precios de sus principales alimentos sustitutos (pescados como el bonito y el jurel tienen una mayor demanda en los estratos de menos ingresos), así como una menor demanda a inicios





de año, luego de las festividades de diciembre. Ello fue parcialmente contrarrestado por ciertas restricciones de oferta debido al menor peso de las aves (el mayor calor les induce una menor alimentación) aunque sin generar las reducciones de oferta observadas en el verano de 2016.

### Gasolina y lubricantes

En el período enero-febrero el rubro **gasolina y lubricantes** registró un aumento de 3,5 por ciento, y 12,3 por ciento en los últimos doce meses. Esta alza refleja la evolución de los precios explanta fijados por las refinerías locales, los que varían de acuerdo a los precios de paridad determinados por Osinergmin.

En el caso de los gasoholes, estos han aumentado, en promedio, 3,3 por ciento en los dos primeros meses del año, siguiendo el incremento de 5,0 por ciento de los precios de paridad de importación de gasoholes, aunque también refleja el alza de los márgenes de comercialización minorista (9,2 por ciento) y el adelanto de los precios netos de refinería respecto a los precios de paridad fijados por Osinergmin (32,9 por ciento).

**Cuadro 45**  
**PRECIO DE LOS GASOHOLES**  
(S/ por galón)

	Dic. 16	Feb. 17	Var. (%)
1. Precio de paridad de importación de gasoholes (US\$)*	1,71	1,80	5,0
2. Tipo de cambio	3,40	3,26	-4,0
3. Precio de paridad de importación de gasoholes (S/) (=1*2)	5,80	5,85	0,8
4. Adelanto de precios	0,28	0,38	32,9
5. Precio de refinería (=3+4)	6,09	6,23	2,3
6. Impuestos	3,08	3,15	2,1
7. Margen comercial minorista	1,61	1,75	9,2
<b>8. Precio final (=5+6+7)</b>	<b>10,78</b>	<b>11,13</b>	<b>3,3</b>

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

### Tarifas eléctricas

En el período enero-febrero las tarifas eléctricas disminuyeron 3,0 por ciento reflejando principalmente la suspensión del cargo por "Afianzamiento de la Seguridad Energética" (pliego Osinergmin del 27 de enero). Este cargo se destinaba al financiamiento del Gasoducto Sur Peruano y generaba un aumento aproximado de 2,5 por ciento en las tarifas al consumidor. Adicionalmente en el mes de febrero se procedió a la actualización trimestral de los precios de los contratos suscritos entre empresas generadoras y distribuidoras. Asimismo, se procedió a aplicar las fórmulas de actualización para el componente de distribución en el que se consideró la rebaja del tipo de cambio. En los últimos doce meses las tarifas eléctricas aumentaron 1,5 por ciento.

**Cuadro 46**  
**DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LAS TARIFAS ELÉCTRICAS**

Componentes	2016	Ene.-Feb.2017
Infraestructura	3,7	-2,5
-Líneas de transmisión	-0,5	0,0
-Centrales RER*	-0,4	0,0
-Reserva fría	0,2	0,0
-Gasoducto Sur Peruano	1,8	-2,5
-Nodo Energético del Sur (CT Puerto Bravo)	1,4	0,0
-Nodo Energético del Sur (CT Ilo)	1,2	0,0
Tipo de cambio	0,3	-1,1
IPM	0,2	0,0
Otros**	3,3	0,6
<b>TOTAL</b>	<b>7,5</b>	<b>-3,0</b>

\* RER: Recursos energéticos renovables.

\*\* Incluye otros cargos unitarios en el sistema de transmisión principal y secundario; los cargos unitarios por el FISE (mecanismo de inclusión social del Estado destinado a expandir la frontera energética en los segmentos vulnerables de la población); la generación y los cargos de distribución en media y baja tensión, etc.

## Alimentos

### Otras hortalizas

En los dos primeros meses del año este rubro aumentó 26,3 por ciento, siendo el que más contribuyó a la inflación del período. Se registraron fuertes alzas en los precios de brócoli (115,2 por ciento), lechuga (54,9 por ciento) y poro (25,5 por ciento), productos que proceden principalmente de los valles de la región Lima. Las decisiones de siembra, así como el abastecimiento y calidad de estos productos estuvieron afectados por el aumento de la temperatura.

En los doce últimos doce meses este rubro alcanzó un crecimiento de 22,1 por ciento, registrándose las mayores alzas en los meses de verano. Esos meses se caracterizan por una mayor demanda estacional, así como por mayores mermas de comercialización por el incremento de la temperatura.

### Legumbres frescas

En el período enero-febrero este rubro aumentó 48,9 por ciento, reflejando principalmente el alza del precio de la arveja verde, principal componente. La variedad americana aumentó 59,7 por ciento y la criolla 58,0 por ciento. En los últimos doce meses, las legumbres registraron, en promedio, un incremento de 26,0 por ciento, observándose las mayores alzas en los meses de diciembre a febrero.

Este producto procede principalmente de Junín donde se registraron menores rendimientos con respecto a la campaña anterior. En ello influyó la falta de lluvia en gran parte de la campaña agrícola lo que afectó la formación de las vainas. Otro factor negativo fue la posterior ocurrencia de heladas en noviembre.





### **Papaya**

El precio de la papaya aumentó 48,9 por ciento en los dos primeros meses del año y 23,1 por ciento en los últimos doce meses. El alza se debió a la mayor demanda estacional a lo que se sumó la menor participación de San Martín, una de las principales regiones abastecedoras de Lima. En esa región, las fuertes lluvias de los últimos meses afectaron las cosechas y el transporte.

### **Tomate**

El precio del tomate registró un alza de 18,9 por ciento principalmente por las menores siembras en los valles de Lima, principal región abastecedora y por la disminución de los rendimientos por aumento de la temperatura. En febrero el abastecimiento cayó con respecto al de febrero 2016 (164 versus 197 TM por día), no obstante el abastecimiento procedente de la región Lima fue similar al de enero,

En los últimos doce meses el precio del tomate aumentó 29,0 por ciento, registrándose la mayor alza en abril 2016 (22,0 por ciento). En ese mes los problemas en el abastecimiento también reflejaron las menores siembras en Lima y la menor calidad del producto por efecto de la mayor temperatura.

### **Papa**

El rubro de papa contribuyó negativamente a la inflación del período enero-febrero, con una caída de 12,5 por ciento (caída acumulada de 7,8 por ciento en los últimos doce meses). En este resultado influyó el aumento del abastecimiento (11 por ciento con respecto a enero-febrero 2016). Destacó la mayor participación de Huánuco donde se registraron mayores siembras. En esa región, luego de la sequía de la mayor parte de la campaña, las lluvias esporádicas a partir de setiembre permitieron realizar las labores de preparación de los terrenos y las siembras. En diciembre se registraron precipitaciones de regular intensidad lo que mejoró la producción de los cultivos.

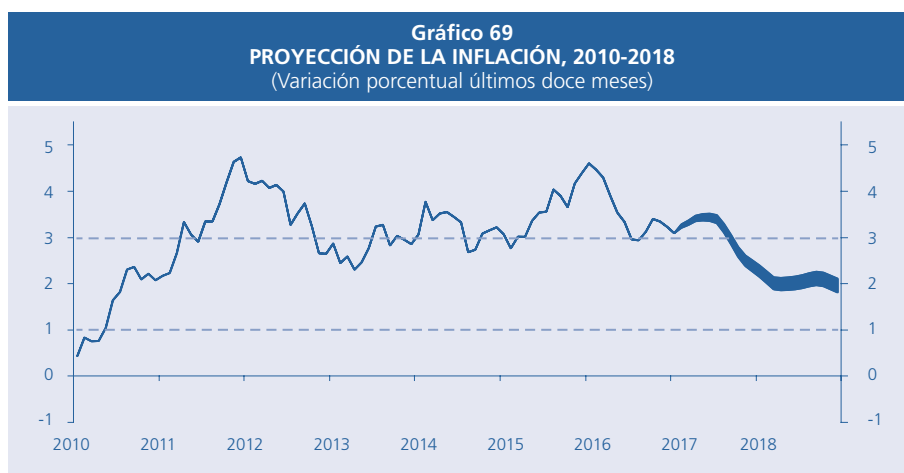
### **Carne de pollo**

Otro rubro con variación negativa de los precios fue la carne de pollo. Entre enero y febrero, su precio cayó 3,2 por ciento, acumulando una disminución de 2,4 por ciento en los últimos doce meses. Este resultado se asocia a los menores precios de sus principales alimentos sustitutos (pescados como el bonito y el jurel tienen una mayor demanda en los estratos de menos ingresos), así como una menor demanda a inicios de año, luego de las festividades de diciembre. Ello fue parcialmente contrarrestado por ciertas restricciones de oferta debido al menor peso de las aves (el mayor calor les induce una menor alimentación) aunque sin generar las reducciones de oferta observadas en el verano de 2016.

### Proyección 2017-2018

46. El BCRP toma acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y de sus determinantes, elaborada a partir de la información macroeconómica disponible en el momento de la toma de decisiones. Entre los determinantes de la inflación considerados para la decisión de política monetaria, destacan las expectativas de inflación, la inflación importada (incluido el efecto del tipo de cambio), y las presiones inflacionarias de demanda que se cuantifican a través de la brecha del producto (diferencia entre el PBI observado y su nivel potencial).

Bajo este contexto, se proyecta que la **inflación** converja hacia 2 por ciento durante el horizonte comprendido entre 2017 y 2018, con una trayectoria que ubica la inflación alrededor de su límite superior durante el primer semestre del año y luego se espera que converja de manera más rápida que lo previsto en el Reporte de Inflación de diciembre 2016. La proyección incorpora los mayores precios de alimentos por el déficit hídrico de fines de 2016 y factores climáticos adversos (lluvias excesivas) observados durante este primer trimestre.



La inflación sin alimentos y energía, por el contrario viene mostrando una reducción más rápida a la anticipada, alcanzando 2,6 por ciento en febrero y se espera que se ubique alrededor de 2,4 por ciento a fines de 2017 y en 2,0 por ciento en 2018. Dos factores vienen favoreciendo esta reducción más rápida: (i) un tipo de cambio estable, que en los dos primeros meses del año, se redujo 2,0 por ciento y se espera que no muestre incremento significativo en el resto del año de acuerdo con la evolución favorable de los términos de intercambio y de la balanza comercial; y (ii) una brecha producto algo más negativa, que se prevé se recupere en este año, aunque a un ritmo más gradual por la postergación de proyectos de inversión en infraestructura y el impacto en infraestructura generado por el Niño. Las menores tasas de inflación



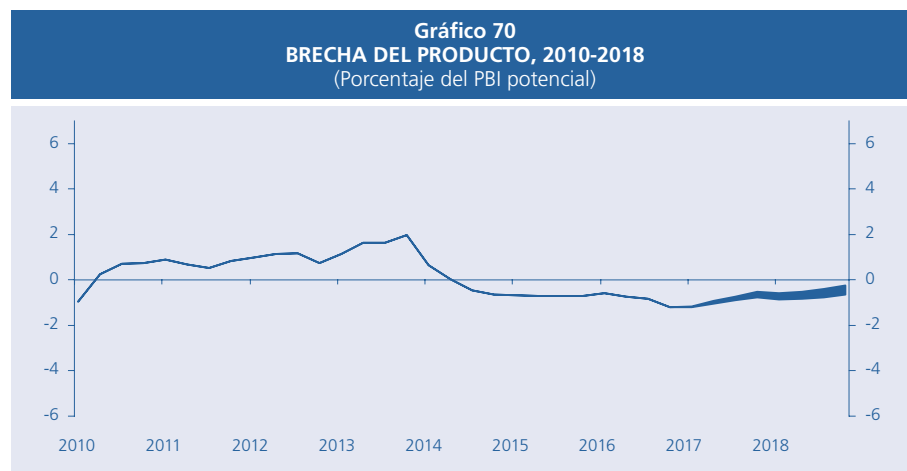


a partir de la segunda mitad del año son consistentes con una caída sostenida de las expectativas de inflación durante el horizonte de proyección, la reversión de choques de oferta sobre los precios, y un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda.

47. Los **determinantes de la proyección de inflación** se discuten a continuación:

- a) La desaceleración de la economía en los últimos meses ha conllevado a una brecha de producto algo más negativa en el primer trimestre que el contemplado en el Reporte de Inflación de diciembre como resultado de la postergación de proyectos de infraestructura y un menor gasto público.

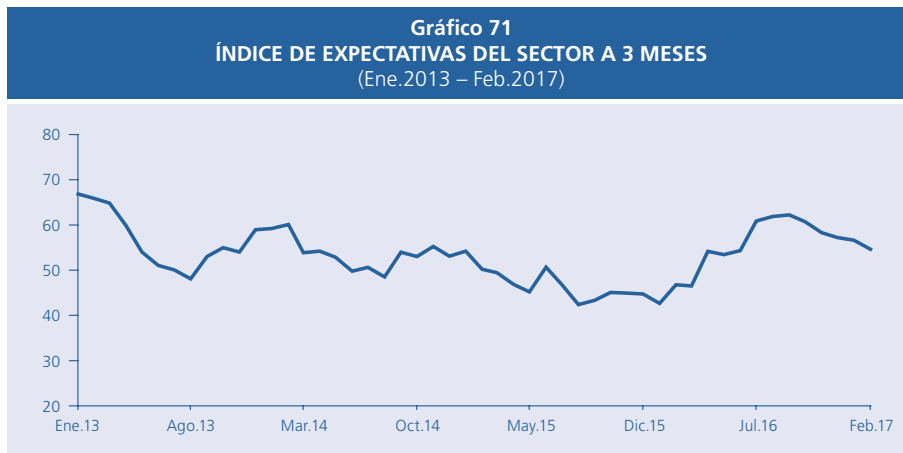
Se estima que la economía se recuperaría y crecería a un ritmo similar al crecimiento del PBI potencial durante 2017 y por encima del mismo en 2018, consecuente con una recuperación de la **brecha producto** hacia su nivel neutral. Esta recuperación de la brecha producto incorpora un mayor impulso fiscal, sobre todo en la segunda mitad de 2017, y el efecto de los mayores términos de intercambio. Asimismo, se espera condiciones monetarias en moneda nacional todavía expansivas.



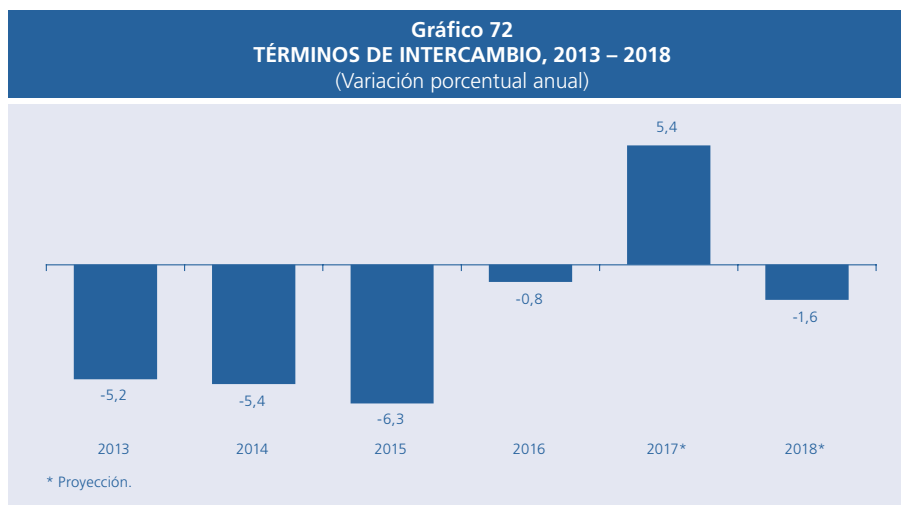
Con la información disponible, se estima que la economía transitará hacia un ciclo económico neutral en el horizonte de proyección. Los principales determinantes de la proyección de la **brecha del producto** son:

- **Confianza empresarial:** respecto al último Reporte de Inflación, se prevé que la confianza empresarial se mantenga dentro del tramo optimista para 2017, aunque con un nivel más moderado que el observado en el Reporte de Inflación previo. Esto refleja la evolución reciente de la economía interna, los problemas judiciales de empresas del sector construcción (efecto "Odebrecht") y el impacto en el stock de capital producido por el Niño.



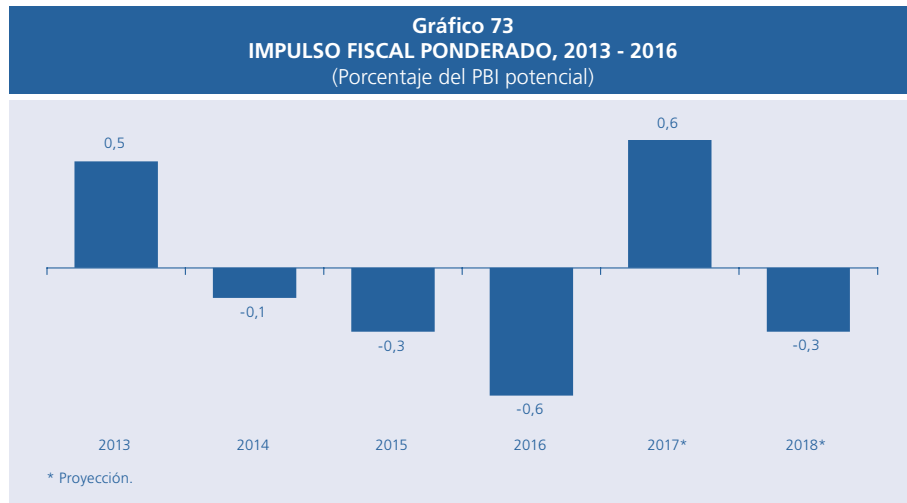


- **Condiciones externas:** se prevé condiciones externas más favorables a las contempladas en el Reporte de Inflación de Diciembre. Se esperan mayores términos de intercambio en el horizonte de proyección que los contemplados en el Reporte de Inflación previo, lo que tendría un impacto positivo en la inversión privada y el consumo.

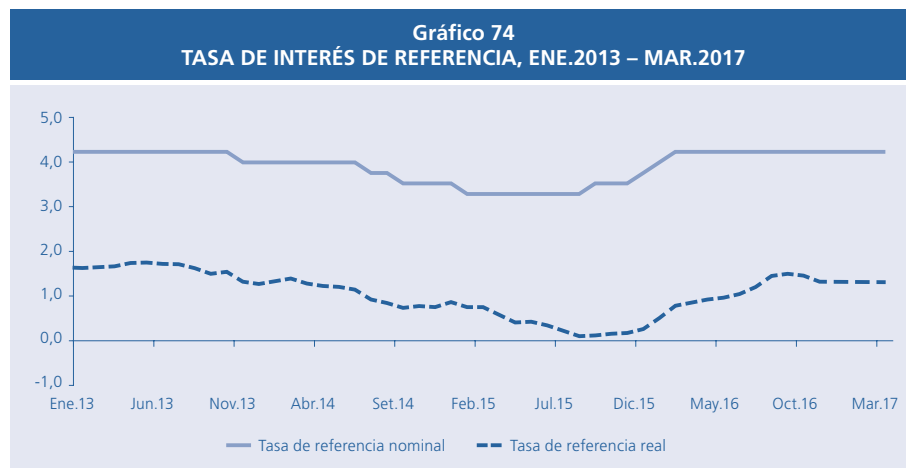


- **Impulso fiscal:** el impulso fiscal ponderado estimado para 2017 sería positivo y mayor al considerado en el Reporte de Inflación de diciembre en línea con el mayor gasto público generado por las actividades de reconstrucción a causa de los fenómenos climáticos recientes. Para 2018, se espera un impulso fiscal ligeramente negativo. Este mayor impulso fiscal se espera tenga un efecto positivo en la brecha producto en el segundo semestre de este año.

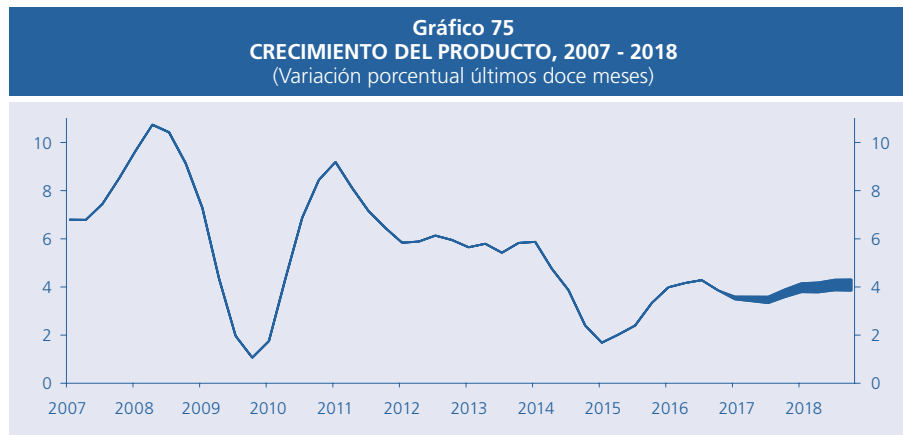




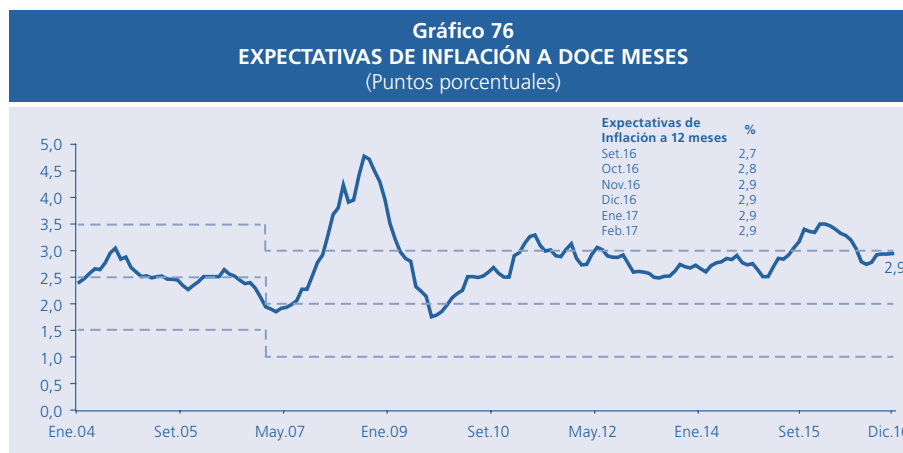
- **Condiciones monetarias:** Las condiciones monetarias en soles se mantienen como uno de los factores que contribuyen a la recuperación de la brecha del producto. Por otra parte, se esperan condiciones monetarias en dólares similares a las del Reporte anterior. Si bien se anticipa mayores tasas de interés por parte de la Fed, las reducciones de encajes en dólares efectuadas por el BCRP compensarán parcialmente este efecto en las condiciones crediticias locales lo mismo que expectativas de depreciación más moderadas.



Cabe destacar que la proyección de crecimiento económico para el horizonte 2017-2018 es consecuente con un crecimiento del PBI potencial de alrededor de 3,8 por ciento, tasa inferior al 4 por ciento estimado previamente por la menor inversión.



- b) Se prevé que las **expectativas de inflación a 12 meses** se mantengan en el rango meta de inflación durante el presente año, ubicándose cerca del límite superior en el primer semestre, y reduciéndose más rápido a partir del segundo semestre del año en la medida que se reviertan los choques de oferta que vienen afectando la inflación durante este primer trimestre.



**Cuadro 47**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN (%)**  
(Variaciones Porcentuales)

		Expectativas del:		
		RI Set.16	RI Dic.16	RI Mar.17*
<b>Sistema Financiero</b>	2017	2,6	2,8	2,9
	2018	2,5	2,5	2,7
<b>Analistas Económicos</b>	2017	2,8	3,0	3,0
	2018	2,6	2,8	2,9
<b>Empresas No Financieras</b>	2017	3,0	3,0	3,0
	2018	3,0	3,0	3,0

\* Encuesta realizada al 27 de febrero.





- c) La **inflación importada** recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. En este sentido, para el cierre de 2017, se espera una inflación importada menor a la prevista en el Reporte de Inflación de Diciembre, debido principalmente a las expectativas del mercado respecto a un menor tipo de cambio nominal.

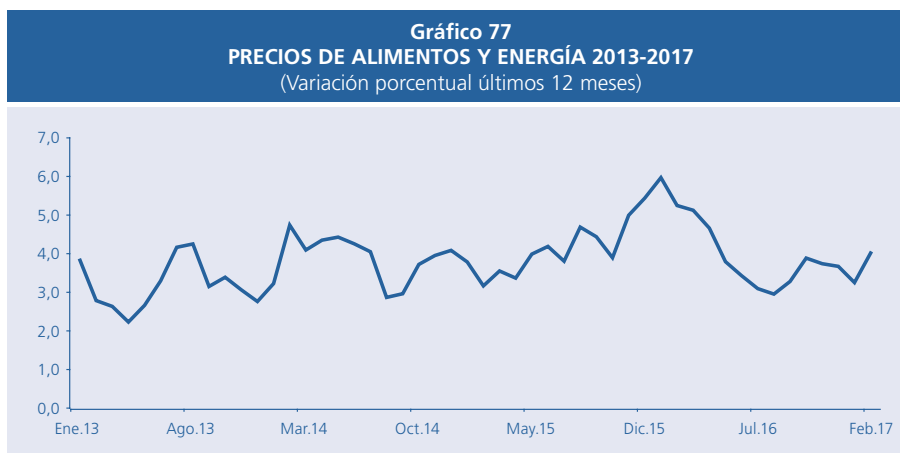
La última encuesta de expectativas de tipo de cambio revela que los agentes económicos esperan menores niveles durante el horizonte de proyección. En particular, la mejora en la balanza comercial, el incremento en los precios de metales y el anuncio de facilidades tributarias para la repatriación de capitales tienen como resultado una menor depreciación del tipo de cambio, aunque este efecto se ha compensado parcialmente por el alza de la tasa de la Fed en marzo.

**Cuadro 47**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO**  
(Soles por US Dólar)

		Expectativas del:		
		RI Set. 16	RI Dic. 16	RI Mar. 17*
<b>Sistema Financiero</b>	2017	3,48	3,50	3,41
	2018	3,53	3,60	3,45
<b>Analistas Económicos</b>	2017	3,45	3,50	3,37
	2018	3,53	3,50	3,40
<b>Empresas No Financieras</b>	2017	3,50	3,50	3,40
	2018	3,50	3,55	3,50

\* Encuesta realizada al 27 de febrero.

- d) Entre los principales **choques de oferta** que afectaron la inflación destacan las alteraciones climatológicas y los problemas de tránsito en vías de acceso a la ciudad de Lima. Estos factores contribuirían a que la proyección de la tasa de inflación del rubro de alimentos y energía ascienda a 2,3 por ciento para 2017. Para finales de 2018, se espera un aumento de los precios de alimentos y energía de 1,8 por ciento, debido a la reversión de estos choques de oferta.



## Balance de riesgos en el horizonte 2017 - 2018

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

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

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

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

La recuperación económica podría ser más gradual si la inversión pública y privada crecen a tasas menores a las esperadas, lo que supondría una brecha del producto más negativa y por un período más prolongado, con lo que la inflación tendería a ubicarse por debajo del escenario base. El riesgo de este escenario se ha incrementado ante la postergación de proyectos de infraestructura.

c. **Caída de términos de intercambio.**

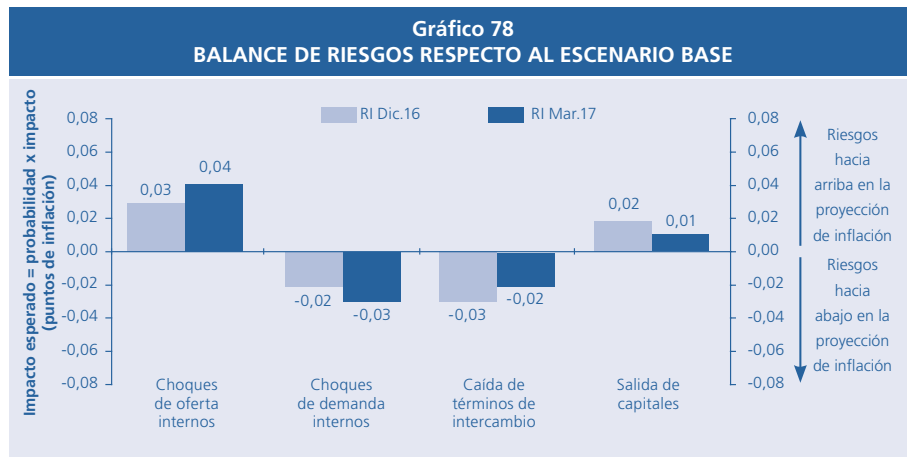
El escenario base considera una recuperación de los precios de las materias primas, sin embargo, una caída en los términos de intercambio supondría una brecha de producto más negativa y una inflación por debajo del escenario base. La probabilidad de ocurrencia de este escenario se ha reducido con respecto al Reporte de Inflación de diciembre, debido a la evolución reciente en los precios internacionales de metales.

d. **Volatilidad de los mercados financieros internacionales**

Un ritmo más rápido de alza de la tasa respecto al previsto podría generar ajustes bruscos en las tasas de interés de bonos de largo plazo y mayores flujos de capital hacia los EUA, lo que presionaría el tipo de cambio al alza.

49. El balance de los riesgos antes mencionado se mantiene neutral en la proyección de la inflación, de manera que el impacto de factores al alza de la inflación es igual al de los factores a la baja.





### Conclusiones

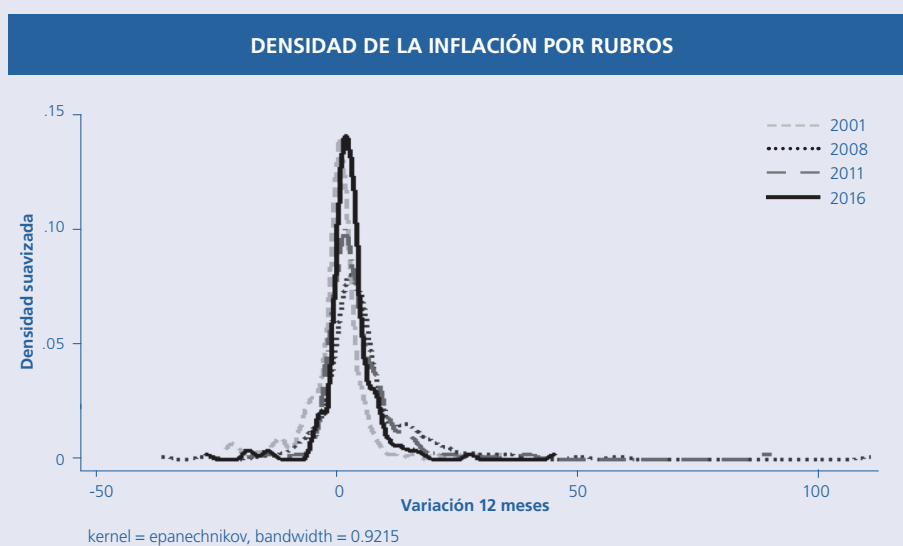
50. Se mantiene la previsión de la convergencia de inflación hacia el rango meta en el horizonte de proyección 2017-2018; consecuente con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda y una reducción de las expectativas de inflación en los siguientes meses.

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

### Recuadro 5 DISTRIBUCIÓN DE LA INFLACIÓN POR RUBROS

La inflación es definida como el alza generalizada y sostenida de precios. Por ello, es importante analizar la distribución de la evolución de los precios, ya que esta variabilidad genera cambios en la asignación de recursos de la economía. En el presente recuadro se estudia la dinámica de la distribución de los precios relativos de los 174 rubros que comprende la canasta del índice de precios al consumidor (IPC).

Las variaciones de precios de los 174 rubros han tenido distribuciones anuales similares desde 2001, excepto los casos con alta inflación (2008 y 2011) y más baja inflación (2001). Se observa que en los años de mayor inflación se suelen tener mayores valores extremos, como en los años 2008 y 2011, tal como se muestra en los siguientes gráficos. Ello ratifica el origen de la mayor inflación como un choque de oferta.



#### PRINCIPALES ESTADÍSTICOS DE LA INFLACIÓN

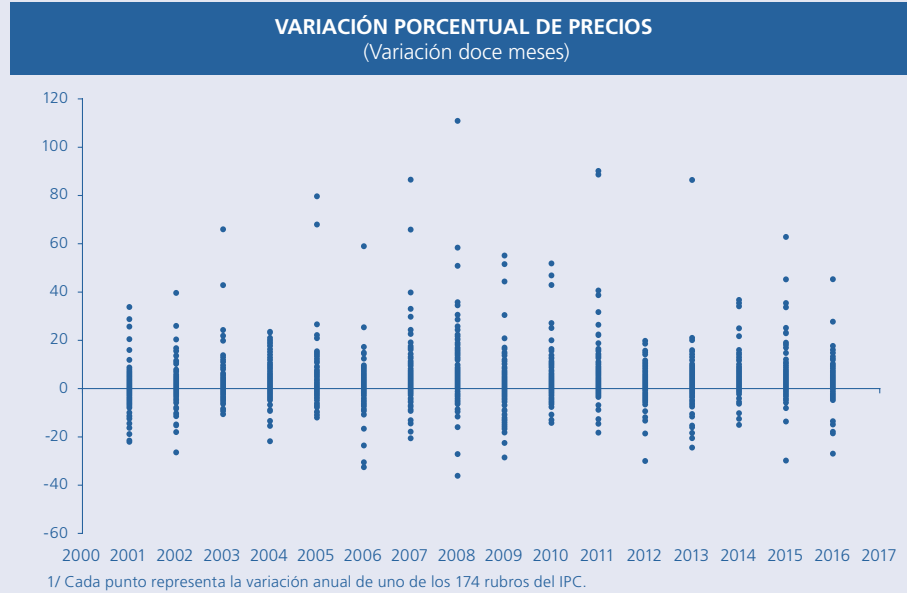
	2001	2008	2011	2016
Inflación 12 meses	-0,13	6,65	4,74	3,23
Promedio	0,24	6,42	5,30	2,79
Mediana	0,52	3,90	2,89	2,59
Desviación Estándar	7,19	13,50	11,62	6,36
Coefficiente de Variación*	13,90	3,47	4,01	2,45
Coefficiente de Asimetría**	0,67	3,44	4,70	1,09
Curtosis***	6,49	24,51	31,03	15,70

\* El coeficiente de variación es la relación entre la desviación típica de una muestra y su media.

\*\* Es el ratio del tercer momento en torno a la media y la desviación estándar. Valores positivos implican una mayor cantidad de valores positivos.

\*\*\* Es el ratio del cuarto momento en torno a la media y la desviación estándar. Valores altos significan una menor concentración de valores cerca al promedio.





La distribución suavizada<sup>8</sup> de las variaciones 12 meses para 2001 (año de menor tasa), 2008 y 2011 (años de mayores tasas) y 2016 no han tenido desplazamientos importantes indicando distribuciones de alzas de precios similares. Se pueden apreciar ciertas regularidades: una mayor tasa de inflación está asociada usualmente a (i) una mayor volatilidad, (ii) una mayor cantidad de valores extremos positivos (esto es conocido como un coeficiente de asimetría positivo) y (iii) una menor concentración de valores cerca al promedio (o un coeficiente alto de curtosis).

Se verifica una relación positiva entre el nivel de inflación y la desviación estándar (medida de variabilidad) de los 174 rubros, en una periodicidad mensual. Assarsson (2003)<sup>9</sup> afirma que la principal razón de esta relación se debe a que para las empresas existen costos de cambiar los precios de manera inmediata. En tal sentido, si los costos asociados con los precios varían entre las empresas, entonces un aumento en la tasa de inflación aumentará la variabilidad de los cambios de precios relativos, lo que dificulta la información de los precios para la toma de decisiones de consumo y producción.

Adicionalmente, Assarsson (2003) afirma que existe también una relación positiva entre la variación de los cambios de precios relativos y una tasa de inflación inesperada. El hecho que los agentes tengan información imperfecta sobre los precios absolutos y relativos genera una relación positiva

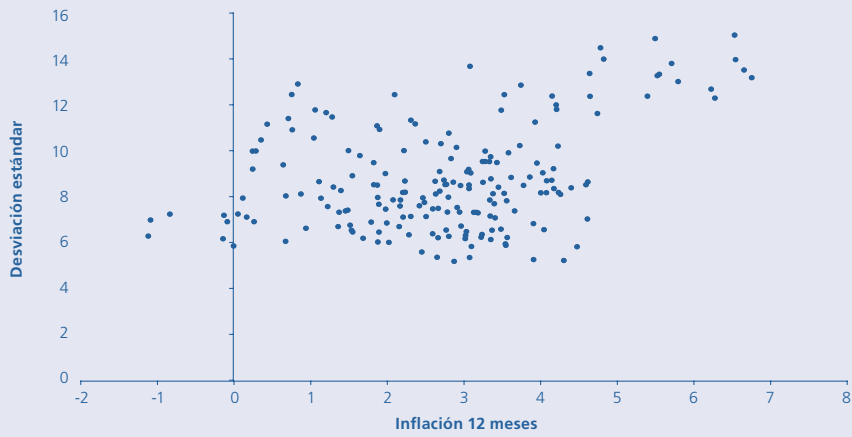
8 El suavizamiento fue realizado a través de la estimación de la distribución de kernel de los datos de la variación de los 174 rubros de inflación. Esta es una forma común de aproximar la función de densidad de un grupo de datos, haciendo inferencias sobre la población.

9 Assarsson, B. (2003), Inflation and higher moments of relative Price changes in Sweden. *BIS Paper* No 19.



entre la varianza de los cambios de precios relativos y la variación de la inflación, lo cual se corrobora en los datos peruanos.

**RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN INTERANUAL Y DESVIACIÓN ESTÁNDAR <sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup>Desviación estándar de las variaciones interanuales de los 174 rubros del IPC.





### Recuadro 6 MIDIENDO LA PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN

Un esquema de metas explícitas de inflación (MEI) con alto grado de credibilidad permite que las expectativas de inflación se anclen alrededor de la meta con lo que se reduce la persistencia de la tasa de inflación. Es decir, ante un choque macroeconómico, la tasa de inflación retorna rápidamente al rango meta sin que su dinámica dependa de sus propios valores pasados.

En este recuadro se presentan diversas medidas de persistencia de la inflación total e inflación sin alimentos y energía<sup>10</sup>. Los resultados obtenidos a partir de formas reducidas<sup>11</sup> sugieren que la persistencia de la inflación en el Perú varía directamente con el régimen de política monetaria vigente y con el proceso de aprendizaje que poseen los agentes económicos al formar sus expectativas de inflación. Este proceso de aprendizaje determina la evolución de las expectativas de inflación, la persistencia de los errores de predicción en la formación de expectativas y por lo tanto influye en el grado de persistencia de la inflación. Así, se encuentra que entre 1960 y mediados de la década del noventa, la inflación total en el Perú se comportó como un proceso con un alto grado de persistencia. Sin embargo, a partir de la adopción del esquema MEI, se observa una reducción continua y significativa en la persistencia de la inflación. Hacia el final de la muestra, entre 2010 y 2016, las mediciones sugieren un leve incremento en el grado de persistencia que coincide con un periodo de choques de oferta recurrentes. A pesar de ello, la inflación total se comporta como un proceso que fluctúa alrededor de su media durante el periodo MEI.

#### Medidas reducidas de la persistencia en la inflación

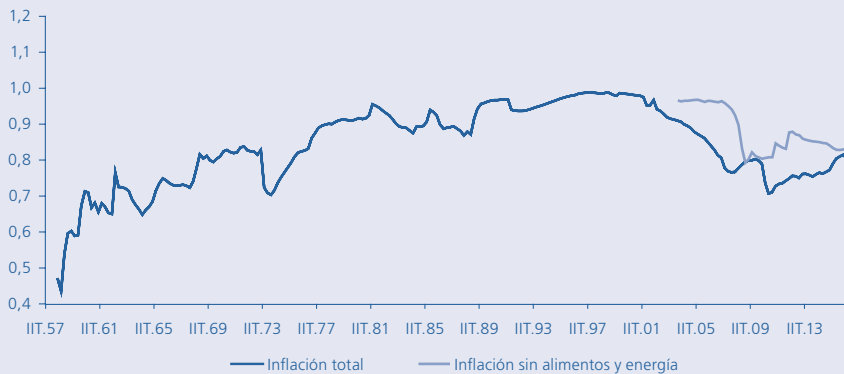
A modo de análisis preliminar, se estiman los coeficientes de correlación entre la inflación interanual y su primer rezago en una ventana móvil de 8 años. Un coeficiente de correlación cercano a 1 sería indicativo de una tasa de inflación muy persistente, mientras que niveles menores a 1 indican que la inflación tiene un comportamiento con reducida persistencia.

Como se observa en el siguiente gráfico, los resultados sugieren que esta medida de persistencia ha ido incrementándose desde niveles cercanos a 0.5 en 1960 hasta niveles cercanos a 1 durante los periodos de hiperinflación y de estabilización monetaria a comienzos de la década del 90. A su vez se observa una clara tendencia decreciente a partir de la adopción del esquema MEI en 2002 y un leve repunte a partir de 2010 que coincide con el periodo de choques de oferta recientes. Asimismo, el comportamiento de la inflación sin alimentos y energía ha sido similar al de la inflación total presentando una reducción significativa de esta medida de persistencia durante la mayor parte de la década de 2000 pero con leves incrementos en algunos de los últimos cinco años.

10 Las variables analizadas se encuentran en frecuencia trimestral. Para el caso de la inflación total se cubre el período entre el segundo trimestre de 1949 y el cuarto trimestre de 2016. La muestra de la inflación sin alimentos y energía cubre desde el primer trimestre de 1995 hasta el cuarto trimestre de 2016.

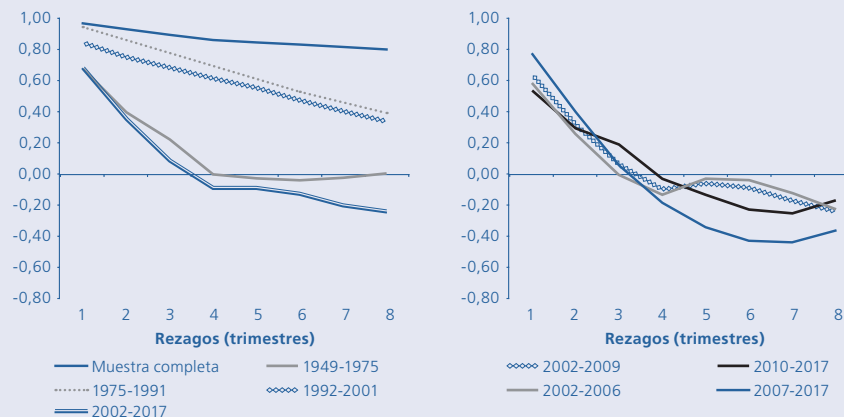
11 Siguiendo a Jeffrey C. Fuhrer de la Reserva Federal de Boston, las medidas de persistencia se clasifican en medidas obtenidas a partir de formas reducidas y a partir de formas estructurales. El primer tipo de medidas hacen referencia a una propiedad empírica de la inflación sin necesidad de asociarla a una interpretación económica, mientras que el segundo tipo de medidas provienen de alguna estructura económica que ha sido identificada como una posible fuente de cambio en la persistencia en la inflación.

**COEFICIENTE DE AUTO-CORRELACIÓN INFLACIÓN INTERANUAL**  
(Ventana móvil de 8 años)



Una segunda manera de evaluar la persistencia de la inflación es mediante el análisis de sus correlogramas<sup>12</sup>. Para ello, se consideran sub-muestras y se estima el correlograma hasta un periodo de 8 rezagos para cada sub-muestra. Los resultados se presentan en el siguiente gráfico y sugieren que la inflación total interanual presenta un comportamiento muy persistente para la muestra completa (1949-2016). Sin embargo, al dividir la información en sub-muestras, se evidencia que esta mayor persistencia corresponde a los periodos 1975-1991 y 1992-2001. El primero corresponde al periodo de alta inflación e hiperinflación mientras que el segundo corresponde al periodo de estabilización monetaria. A partir de la adopción del esquema MEI (2002-2017) se observa una caída rápida en los correlogramas, lo que sugiere que la inflación retorna rápido a su nivel promedio sin depender de sus valores pasados. Se observa también que al dividir el periodo post MEI en sub-muestras, hay un leve repunte en los correlogramas asociados a los periodos posteriores al 2007 lo que indicaría que a partir de 2008 puede haber existido un incremento en el grado de persistencia de la inflación pero sin llegar a niveles similares a los observados en el periodo anterior al esquema MEI. Este incremento se explicaría por la presencia de sucesivos choques de oferta ocurridos en los últimos años.

**CORRELOGRAMAS: INFLACIÓN INTERANUAL POR SUB-MUESTRAS**



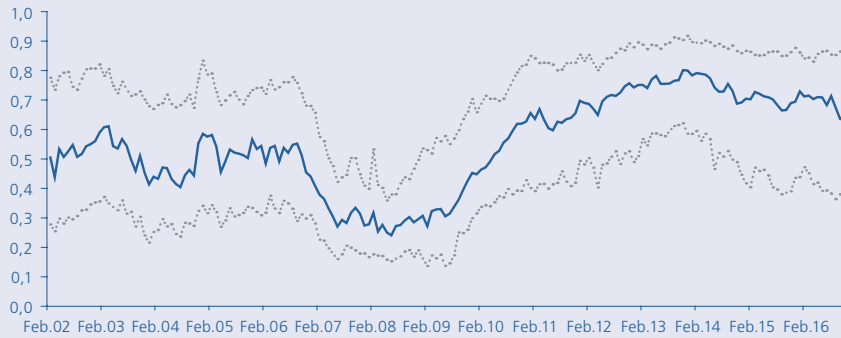
12 Un correlograma mide la correlación serial entre la inflación y sus propios rezagos en diferentes momentos del tiempo.



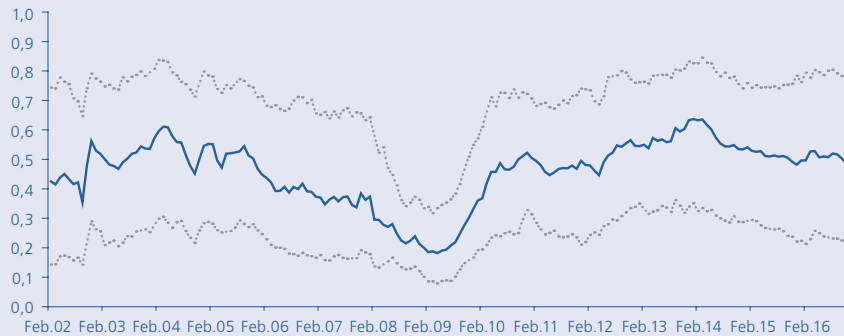


Por último, se muestra una medida multivariada de persistencia en la inflación. Esta medida se obtiene a partir de la estimación de un vector autoregresivo (VAR) con coeficientes cambiantes en el tiempo y volatilidad estocástica siguiendo la metodología de Timothy Cogley y Tomas Sargent aplicada para el caso peruano. En el siguiente gráfico se muestra la persistencia estimada tanto para la inflación total como para la inflación sin alimentos energía desde febrero 2002 hasta octubre 2016. Se corrobora la tendencia observada con las medidas anteriores: la persistencia se reduce luego de la adopción del esquema MEI hasta aproximadamente finales de 2009 para luego incrementarse a partir del 2010, durante el periodo de choques de oferta.

**PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN TOTAL**  
(68% más probable)



**PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA**  
(68% más probable)



Estos resultados sugieren que aquellos regímenes de política monetaria con mayor estabilidad y transparencia generan expectativas de inflación ancladas al objetivo inflación y por ende una menor persistencia en la dinámica de la inflación. A su vez, los choques de oferta afectan la formación de expectativas y pueden hacer lento el aprendizaje continuo de los agentes económicos, necesario para la formación de expectativas. Esto último puede ocasionar incrementos temporales en la persistencia de la inflación.

**BANCO DE RESERVA DEL PERU**  
PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE  
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

**UNA LIBRA PERUANA DE ORO**

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

*[Handwritten signatures and names]*  
E. J. Romero

