



REPORTE DE INFLACIÓN

Diciembre 2017

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2017-2019**

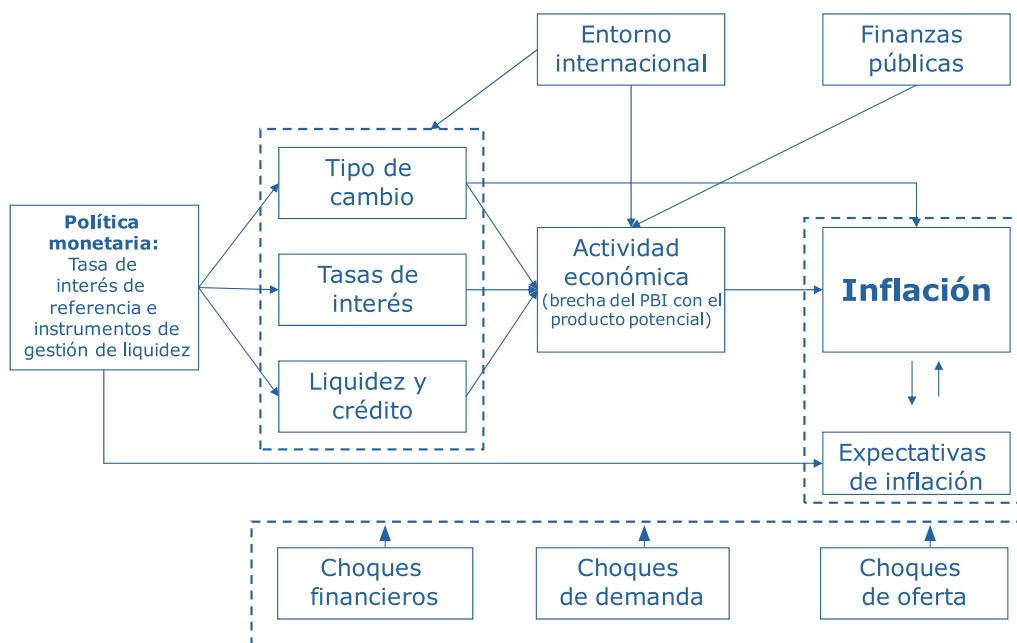


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2019

Diciembre 2017



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

REPORTE DE INFLACIÓN
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2019

Diciembre 2017

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Economía global	11
– Mercados financieros	19
– Términos de intercambio.....	23
II. Balanza de pagos	33
– Cuenta corriente.....	33
– Balanza comercial	34
– Financiamiento externo.....	35
III. Actividad económica	39
– PBI gasto.....	39
– PBI sectorial	52
IV. Finanzas públicas.....	57
– Ingresos fiscales	59
– Gasto público	61
– Resultado estructural e impulso fiscal	63
– Deuda pública.....	64
V. Política monetaria y mercados financieros.....	72
– Acciones de política monetaria.....	72
– Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	85
– Mercados financieros	86
VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos	98
– Evolución a noviembre de 2017	98
– Proyección 2017-2019	108
– Balance de riesgos en el horizonte 2017 - 2019	113

RECUADROS

1. Reconstrucción Con Cambios	66
2. Determinantes de la caída en los ingresos corrientes del Gobierno General.....	69
3. Heterogeneidad de la dolarización de créditos.....	92
4. Traspaso de la tasa de política monetaria a las tasas de interés del sistema financiero.....	95
5. Choques de oferta y persistencia de la inflación.....	115

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al tercer trimestre de 2017 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno, y a noviembre de 2017 de cuentas monetarias, operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue el esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación contempla un rango entre 1,0 por ciento y 3,0 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de inflación y de sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente la oferta de bienes y servicios, como es el caso de los originados en bienes importados o en factores climáticos internos. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito de retornar y mantener a las expectativas de inflación dentro del rango meta.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria, se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales en un período de entrada de capitales externos o altos precios de productos de exportación, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un elevado porcentaje de dolarización financiera. El BCRP maneja además otros instrumentos de política monetaria, con los que puede afectar de manera más directa a los volúmenes y composición del crédito, como los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera, y así evitar excesos o restricciones en la evolución del crédito.
- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 7 de diciembre de 2017.



Resumen

- i. El **crecimiento mundial** de este año será el mayor desde 2011, tanto por las economías desarrolladas como por las emergentes. En las economías desarrolladas destacó el dinamismo de la demanda interna apoyada en el mayor empleo y las condiciones monetarias expansivas. En las economías emergentes, favorecieron las condiciones financieras internacionales y los mayores precios de los *commodities*. Con esta evolución, mejor que la esperada en el Reporte previo, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento mundial para 2017, de 3,6 a 3,7 por ciento, consecuente con lo observado en algunos indicadores globales vinculados a la actividad manufacturera, a los servicios y al comercio global. Este nivel de crecimiento se mantendría en 2018 y se espera descienda ligeramente a 3,6 por ciento en 2019.

De manera similar, la recuperación de los precios de los *commodities*, particularmente de los metales, ha sido mayor que la prevista en el Reporte de setiembre, por lo que se corrige el aumento de los **términos de intercambio** de 7,0 por ciento a 8,2 por ciento en 2017. La recuperación de los términos de intercambio continuaría en 2018 (2,8 por ciento), para luego estabilizarse en el año 2019.

- ii. En lo que va del año, el déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** siguió reduciéndose básicamente por la recuperación de los términos de intercambio, la mayor producción minera y el bajo dinamismo de la demanda interna durante el primer semestre. En el horizonte de proyección, se espera se mantengan los altos precios de exportación y el mayor crecimiento de nuestros socios comerciales, lo que implicará un déficit de cuenta corriente de 1,6 por ciento del PBI en 2017 y 2018, y de 1,7 por ciento del PBI en 2019, acorde con la recuperación prevista de la demanda doméstica. La **cuenta financiera de largo plazo** seguirá siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos superando los requerimientos de la cuenta corriente.
- iii. La **actividad económica** ha venido recuperándose desde el segundo trimestre del año tras la reversión de los choques que afectaron la economía a inicios de este año. En el tercer trimestre, la **demanda interna** registró un crecimiento de 2,4 por ciento, impulsada por la recuperación de la inversión privada (luego de 14 trimestres consecutivos de caída), en un contexto de mayores términos de intercambio, y de un mayor gasto público (luego de 3 trimestres consecutivos de caída). A nivel sectorial, destacó el crecimiento del sector construcción, que venía contrayéndose por 4 trimestres consecutivos, acorde con la mejor evolución de la inversión pública y privada.





Esta recuperación de la actividad ha estado en línea con lo previsto en el Reporte de setiembre con algunos ajustes al alza, particularmente por el lado de la inversión privada y las exportaciones. Sin embargo, tomando en cuenta el impacto del reciente enfriamiento del mar sobre el sector pesquero para el cuarto trimestre del presente año, se ha revisado ligeramente a la baja el crecimiento de 2017, de 2,8 a 2,7 por ciento. Para los próximos dos años, se ha mantenido la proyección del crecimiento del PBI en 4,2 por ciento, en un contexto de aceleración de la inversión privada y mayor gasto público asociado al plan de reconstrucción y los Juegos Panamericanos.

- iv. A noviembre, el **déficit fiscal** acumulado de los últimos 12 meses se ubicó en 3,0 por ciento del PBI, por encima del déficit de 2,6 por ciento del PBI alcanzado en diciembre de 2016. El resultado es reflejo principalmente de la reducción de ingresos corrientes, particularmente, por el deterioro de los ingresos tributarios y las mayores devoluciones tributarias que alcanzaron niveles históricos. Asimismo, los gastos corrientes, luego de mantenerse cerca a 15,0 por ciento en los tres primeros trimestres, se elevaron a 15,1 por ciento del PBI; y la formación bruta de capital ascendió a 4,0 por ciento, en recuperación desde el tercer trimestre del año.

Para el horizonte de proyección, se espera una recuperación de la recaudación, impulsada por el mejor desempeño de la demanda interna y los ingresos por la repatriación de capitales. Asimismo, se acelerará el crecimiento de la inversión pública por el inicio de las obras de reconstrucción por el Fenómeno El Niño Costero y los Juegos Panamericanos. Con ello, se mantienen las proyecciones de déficit fiscal para 2017 y 2018, de 3,0 y 3,5 por ciento del PBI, respectivamente. Para 2019, se espera un descenso del déficit a 2,9 por ciento del PBI, consistente con la consolidación fiscal. Esta proyección implica un estímulo fiscal ponderado positivo en 2017-2018 (concentrado en el próximo año), que luego se revertiría con la consolidación fiscal en 2019, coincidiendo con el cierre de la brecha del producto.

- v. El **crédito al sector privado** creció 5,6 por ciento interanual en octubre explicado principalmente por el crédito a personas (7,9 por ciento), particularmente el hipotecario, en un contexto de recuperación de la demanda del sector privado. Para el horizonte de proyección 2017-2019, se prevé que el crecimiento del crédito al sector privado evolucione conforme al ritmo de crecimiento de la demanda interna.
- vi. La **inflación** disminuyó desde 3,17 por ciento en agosto, a 1,54 por ciento en noviembre, principalmente por la rápida reversión de los choques de oferta persistentes que afectaron a los productos agrícolas, como el déficit hídrico de finales del año 2016 y el Fenómeno El Niño Costero en el primer trimestre de 2017. Asimismo, las expectativas de inflación a doce meses han seguido descendiendo, ubicándose dentro del rango meta desde marzo de este año. En este contexto, el Directorio del BCRP redujo la tasa de referencia, por cuarta vez en el año, a 3,25 por ciento en noviembre y la mantuvo en dicho nivel en diciembre. La disminución de la tasa de interés de referencia es consistente con una convergencia de la tasa de inflación hacia

el 2,0 por ciento, una vez disipada la reversión de los choques de oferta que han ubicado la inflación en el tramo inferior del rango meta.

- vii. Se proyecta que la **inflación** continúe ubicándose por debajo de 2,0 por ciento al cierre de 2017 y durante la primera mitad de 2018 debido a la corrección de los choques de oferta que incrementaron los precios durante fines de 2016 y la primera mitad de 2017. Asimismo, se espera que la inflación sin alimentos y energía y las expectativas de inflación continúen reduciéndose hacia 2 por ciento, en un contexto de ausencia de presiones inflacionarias de demanda, e inflación importada moderada.

Los **factores de riesgo** considerados en este Reporte –choques de demanda (recuperación más gradual de inversión privada y pública), mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y caída de los términos de intercambio– mantienen un sesgo ligero a la baja en la proyección de la inflación, es decir, que el impacto de factores a la baja de la inflación es mayor al de los factores al alza.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2015	2016	2017 ^{1/}		2018 ^{1/}		2019 ^{1/}	
			Ri Set.17	Ri Dic.17	Ri Set.17	Ri Dic.17	Ri Set.17	Ri Dic.17
Var. % real								
1. Producto bruto interno	3,3	4,0	2,8	2,7	4,2	4,2	4,2	4,2
2. Demanda interna	2,9	1,1	2,3	2,2	4,2	4,4	4,2	4,3
a. Consumo privado	4,0	3,3	2,6	2,5	3,3	3,3	3,8	3,8
b. Consumo público	9,8	-0,5	2,3	2,4	3,6	3,6	2,0	2,0
c. Inversión privada fija	-4,3	-5,9	-1,0	0,6	5,3	6,5	7,5	7,5
d. Inversión pública	-9,5	0,6	7,0	6,0	15,0	12,5	4,0	4,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	4,0	9,5	5,0	6,4	3,8	3,5	4,4	3,8
4. Importaciones de bienes y servicios	2,4	-2,2	3,3	4,7	4,1	4,3	4,6	4,3
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	3,2	2,8	3,3	3,4	3,3	3,4	3,2	3,3
Nota:								
Brecha del producto ^{2/} (%)	-1,0 ; 0,0	-1,0 ; 0,1	-1,5 ; - 0,5	-1,0 ; - 0,5	-1,0 ; 0,0	-0,5 ; 0,0	-0,5 ; 0,0	-0,5 ; 0,0
Var. %								
6. Inflación	4,4	3,2	2,0 - 2,5	1,3 - 1,7	2,0	2,0	2,0	2,0
7. Inflación esperada ^{3/}	-	-	2,8	2,2	2,7	2,5	2,7	2,7
8. Depreciación esperada ^{3/}	-	-	-2,5	-3,2	1,6	1,4	1,3	0,6
9. Términos de intercambio ^{4/}	-6,3	-0,7	7,0	8,2	2,0	2,8	0,0	0,0
a. Precios de exportación	-14,9	-3,6	12,0	13,8	2,2	4,0	1,0	1,0
b. Precios de importación	-9,2	-3,0	4,7	5,1	0,1	1,2	1,0	1,0
Var. % nominal								
10. Circulante	3,8	6,5	5,0	5,0	5,9	6,0	5,9	6,0
11. Crédito al sector privado ^{5/}	8,0	5,6	5,5	5,5	7,0	7,0	7,0	7,0
% PBI								
12. Inversión bruta fija	24,3	22,6	21,6	21,9	22,2	22,5	22,9	23,1
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,8	-2,7	-2,0	-1,6	-2,0	-1,6	-2,1	-1,7
14. Balanza comercial	-1,5	1,0	2,3	2,6	2,8	3,1	2,7	2,9
15. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{6/}	6,6	4,6	5,0	5,2	4,0	4,1	4,2	4,2
16. Ingresos corrientes del gobierno general	20,0	18,5	18,1	18,1	18,3	18,3	18,4	18,5
17. Gastos no financieros del gobierno general	21,3	19,9	20,0	20,1	20,4	20,5	19,9	20,0
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,1	-2,6	-3,0	-3,0	-3,5	-3,5	-2,9	-2,9
19. Saldo de deuda pública total	23,3	23,8	24,9	24,5	26,9	26,2	27,7	27,4
20. Saldo de deuda pública neta	5,5	6,9	10,0	9,6	13,0	12,6	15,4	15,0

Ri: Reporte de Inflación

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras

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.

I. Escenario internacional

Economía global

1. Se estima que la economía mundial crezca 3,7 por ciento en 2017, la tasa más alta desde 2011. Esta recuperación de la economía mundial, respecto a 2016, se observa tanto para los países desarrollados como en desarrollo.

Respecto al Reporte de Inflación de setiembre, la tasa de crecimiento de 2017 ha sido revisada ligeramente al alza (de 3,6 a 3,7 por ciento) en consonancia con la evolución observada en algunos indicadores globales vinculados a la actividad manufacturera, a los servicios y al comercio global. En las economías avanzadas, destacó el dinamismo de la demanda interna apoyada en el empleo y en las condiciones crediticias. Por su parte, las economías emergentes se han visto favorecidas por las condiciones financieras internacionales, los mayores precios de los *commodities* y el crecimiento de China.

Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP% ^{1/}	Comercio Perú % ^{2/}	2016	2017*		2018*		2019*	
				RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
Economías desarrolladas	41,9	47,3	1,7	2,0	2,2	1,9	2,0	1,8	1,9
<i>De las cuales:</i>									
1. Estados Unidos	15,5	18,0	1,5	2,2	2,3	2,1	2,3	2,0	2,0
2. Eurozona	11,8	11,2	1,8	1,9	2,1	1,7	2,1	1,6	1,8
Alemania	3,3	2,7	1,8	1,8	2,1	1,6	2,1	1,4	1,8
Francia	2,3	0,7	1,2	1,5	1,6	1,6	1,8	1,5	1,7
Italia	1,9	1,7	0,9	0,9	1,3	1,0	1,3	0,9	1,0
España	1,4	2,6	3,2	3,0	3,0	2,3	2,3	2,2	2,1
3. Japón	4,4	3,1	1,0	1,3	1,5	1,0	1,1	1,0	1,0
4. Reino Unido	2,3	1,2	1,8	1,5	1,5	1,3	1,3	1,4	1,3
5. Canadá	1,4	3,2	1,4	2,3	2,8	2,0	2,1	1,8	1,9
Economías en desarrollo	58,1	52,7	4,2	4,8	4,8	4,9	4,9	4,8	4,9
<i>De las cuales:</i>									
1. Asia emergente y en desarrollo	31,6	28,0	6,4	6,6	6,6	6,4	6,5	6,3	6,4
China	17,8	22,9	6,7	6,7	6,8	6,2	6,4	6,0	6,2
India	7,2	2,4	7,1	7,4	7,0	7,6	7,6	7,6	7,9
2. Comunidad de Estados Independientes	4,5	0,6	0,4	1,8	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Rusia	3,2	0,5	-0,2	1,6	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
3. América Latina y el Caribe	7,9	21,9	-0,5	1,4	1,4	2,4	2,4	2,6	2,7
Brasil	2,6	4,5	-3,4	0,6	0,7	1,8	2,5	2,0	2,4
Chile	0,4	3,0	1,7	1,5	1,5	2,7	2,9	2,7	2,7
Colombia	0,6	2,6	1,6	1,8	1,8	2,9	2,9	3,0	3,0
México	1,9	2,9	2,4	2,0	2,1	2,3	2,0	2,7	2,5
Perú	0,3	-	4,0	2,8	2,7	4,2	4,2	4,2	4,2
Economía Mundial	100,0	100,0	3,1	3,6	3,7	3,6	3,7	3,5	3,6
Nota:									
Socios Comerciales ^{1/2/}	64,8		2,8	3,3	3,4	3,3	3,4	3,2	3,3

1/ 2016

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

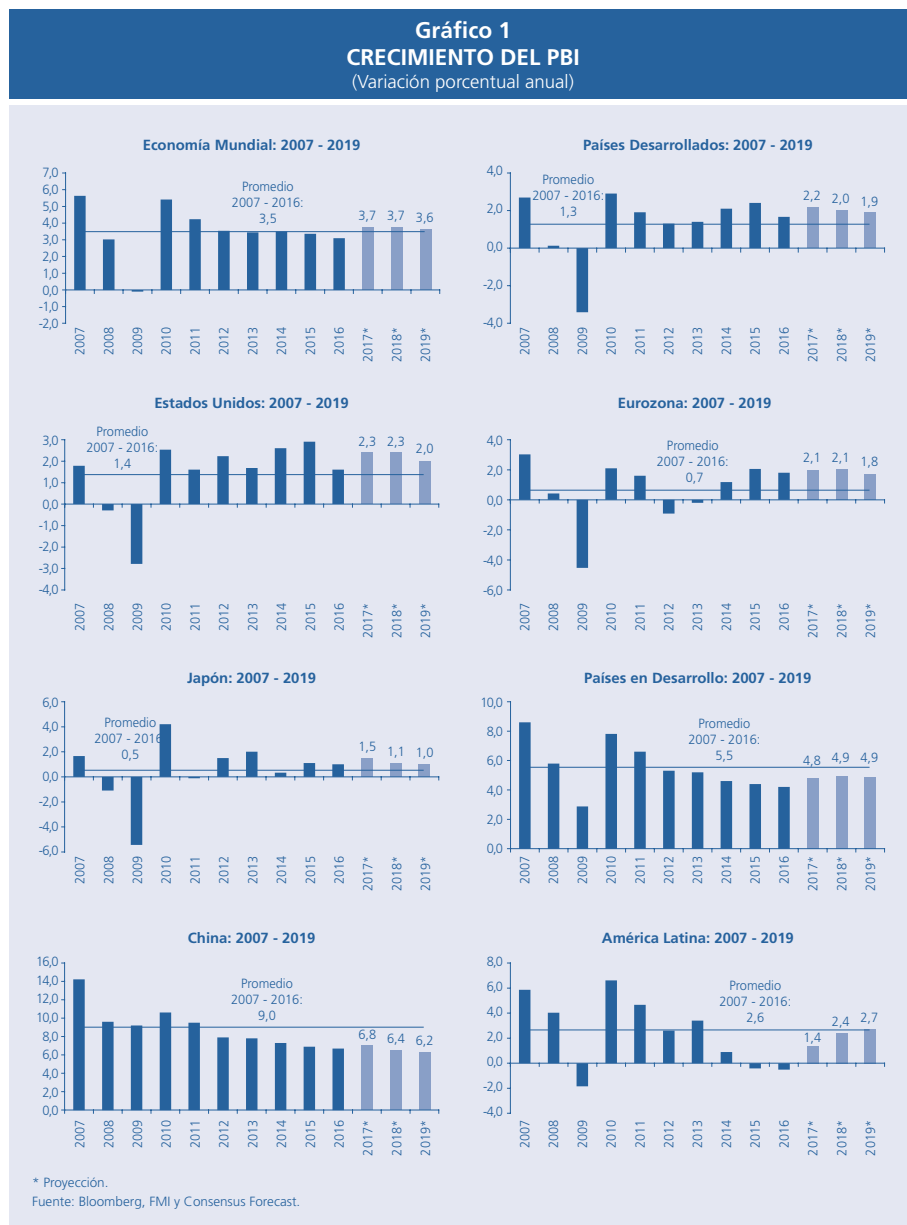
* Proyección.

Fuente: Bloomberg, FMI y Consensus Forecast.





Para 2018 y 2019, se proyectan tasas de crecimiento de 3,7 y 3,6 por ciento, respectivamente. La ligera revisión al alza, respecto al Reporte de setiembre, se explica principalmente por el mejor desempeño esperado en la mayoría de países desarrollados y en China.



A pesar de estos avances, se mantienen algunos riesgos reseñados en el Reporte de setiembre. En los mercados financieros, existe el riesgo de un ajuste desordenado ante

un retiro más agresivo del estímulo monetario por parte de la Fed y de otros bancos centrales. Asimismo, en un contexto de menor liquidez global, existe la posibilidad de una corrección brusca en los mercados de activos, en particular en aquellos donde los precios vienen alcanzando niveles récord.

Por el lado comercial, se mantiene el riesgo de una desaceleración brusca de China, aunque con una menor probabilidad de ocurrencia. Además, sigue pendiente de definición la revisión de las condiciones de integración en el marco del Brexit y el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

2. En **Estados Unidos**, los datos ejecutados muestran una evolución ligeramente mejor a la prevista: en el tercer trimestre el crecimiento del PBI (3,3 por ciento) superó las expectativas del mercado y mostró un comportamiento favorable en la mayoría de componentes del gasto. En este sentido, se revisa al alza la proyección de crecimiento para 2017 (de 2,2 a 2,3 por ciento) y para 2018 (de 2,1 a 2,3 por ciento), de acuerdo con un escenario fiscal ligeramente más expansivo, en línea con la reforma tributaria que se implementaría a partir de 2018.

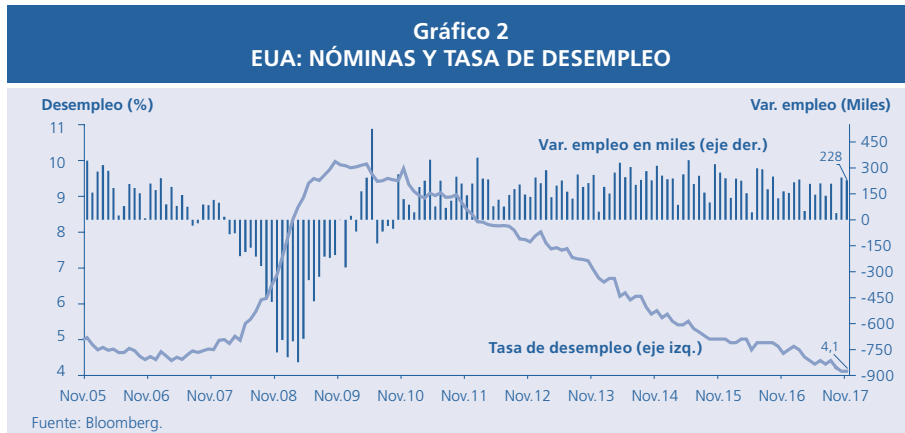
Cuadro 2
EUA: PBI
(Variación porcentual anual)

	2014	2015	2016				Año	2017		
			I	II	III	IV		I	II	III
Consumo personal	2,9	2,5	1,8	3,8	2,8	2,9	2,7	1,9	3,3	2,3
Inversión privada bruta	5,5	0,9	-4,0	-2,7	2,4	8,5	-1,6	-1,2	3,9	7,3
Inversión no residencial	6,9	2,3	-4,0	3,3	3,4	0,2	-0,6	7,2	6,7	4,7
Variación de inventarios *	-0,1	0,2	-0,6	-0,7	0,2	1,1	-0,4	-1,5	0,1	0,8
Exportaciones	4,3	0,1	-2,6	2,8	6,4	-3,8	-0,3	7,3	3,5	2,2
Importaciones	4,5	-0,8	-0,2	0,4	2,7	8,1	1,3	4,3	1,5	-1,1
Gasto de gobierno	-0,6	0,3	1,8	-0,9	0,5	0,2	0,8	-0,6	-0,2	0,4
PBI	2,6	2,9	0,6	2,2	2,8	1,8	1,5	1,2	3,1	3,3

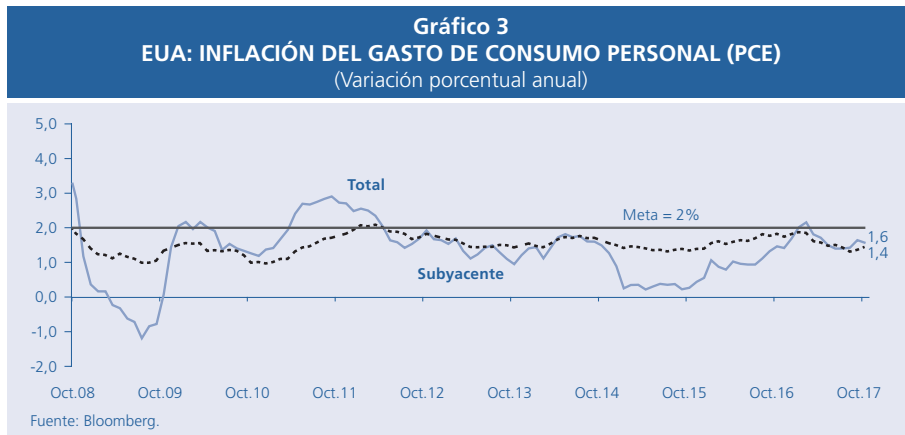
* Contribución al crecimiento.
Fuente: BEA.

Como se ha reseñado en anteriores Reportes, la demanda interna viene mostrando una recuperación sostenida en los Estados Unidos. En el caso del consumo, su evolución ha estado apoyada por las condiciones favorables del mercado laboral: entre setiembre y noviembre se creó un promedio de 236 mil puestos por mes, el desempleo bajó de 4,2 a 4,1 por ciento –su nivel más bajo desde el 2000 y la tasa de participación subió a 62,7 por ciento. Por otra parte, la inversión, en particular la no residencial, ha mostrado una expansión significativa, que se refleja en el mayor gasto en maquinaria y equipos y es congruente con la evolución favorable de las utilidades de las empresas.

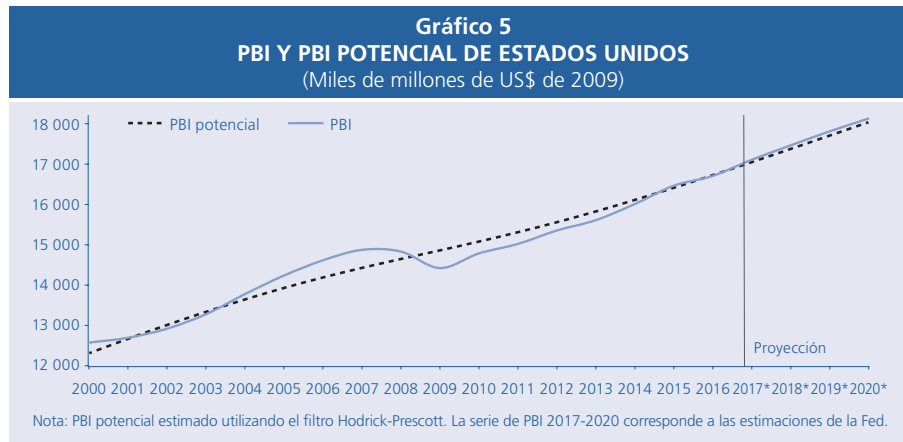




La inflación ha continuado por debajo del objetivo (2 por ciento) a pesar de la mejora reciente del mercado laboral. En octubre, la inflación total del Gasto de Consumo Personal (PCE) se ubicó en 1,6 por ciento anual. La inflación subyacente del PCE fue 1,4 por ciento anual, similar a la registrada en setiembre. Por su parte, el salario promedio por hora de noviembre aumentó 2,5 por ciento con respecto a igual mes del año anterior.



La recuperación de la actividad económica, las ganancias del mercado laboral y la evolución de la inflación sugieren que el PBI de Estados Unidos estaría próximo a superar su nivel potencial, revirtiendo con ello la brecha del producto negativa observada desde 2009 a raíz de la crisis financiera internacional.



En este contexto, la Fed decidió aumentar su rango de tasas de interés a 1,25 – 1,50 por ciento en la reunión de diciembre, luego de mantener la tasa en las reuniones de setiembre y octubre. Las proyecciones de los miembros del comité, publicadas en diciembre, mostraron una corrección al alza en el crecimiento; mientras que se revisó a la baja el desempleo y ligeramente a la baja la inflación, en línea con los últimos datos observados. En concordancia con ello, se espera que la Fed realice tres ajustes más durante 2018.

Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED*

	2017		2018		2019		2020		Largo Plazo	
	Set.17	Dic.17	Set.17	Dic.17	Set.17	Dic.17	Set.17	Dic.17	Set.17	Dic.17
Crecimiento	2,4	2,5	2,1	2,5	2,0	2,1	1,8	2,0	1,8	1,8
Tasa de desempleo	4,3	4,1	4,1	3,9	4,1	3,9	4,2	4,0	4,6	4,6
Inflación (PCE)	1,6	1,7	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	1,5	1,5	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	-	-
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.										
Tasas de interés (%), fin de periodo	1,4	1,4	2,1	2,1	2,7	2,7	2,9	3,1	2,8	2,8

* Incorpora 16 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed.

Cabe señalar que, dado el fortalecimiento del mercado laboral, el posible traspaso de las presiones salariales sobre la inflación toma mayor importancia y podría constituir un factor que influya sobre la velocidad y magnitud del ajuste en las tasas de interés. Otro factor importante que podría afectar las decisiones de la Fed, es la política fiscal expansiva (vía reforma tributaria) que el gobierno republicano viene impulsando.





3. En cuanto a la **Eurozona**, la proyección de crecimiento se revisa al alza para 2017 (de 1,9 a 2,1 por ciento) y para 2018 (de 1,7 a 2,1 por ciento). Para 2019 pasa de 1,6 a 1,8 por ciento.

Durante el primer semestre, la economía de la región sobrepasó las expectativas de expansión económica, de manera extensiva a la mayoría de los países miembros. Esta expansión fue impulsada por el consumo privado, la recuperación del crecimiento mundial, condiciones financieras más flexibles y una mejora saludable del mercado laboral. Igualmente, se observó un ritmo creciente en la inversión a lo largo de la región. Los indicadores de confianza del consumidor y de los empresarios, en un contexto de moderación de la incertidumbre, sugieren que la solidez del desempeño económico proseguirá en lo que resta del año. Así, la economía de la Eurozona llegaría a su mayor tasa de expansión desde 2008.

Para los próximos dos años, se espera que la demanda interna continúe como un factor de impulso al crecimiento económico en la Eurozona. El consumo seguirá creciendo, aunque a menor ritmo, debido a la moderación en la generación de empleo y el poder de compra de los hogares. Igualmente, la inversión seguiría su tendencia de recuperación, tras la disminución de la incertidumbre, las condiciones favorables y en menor grado los menores requerimientos de desapalancamiento. Las mejores perspectivas para el crecimiento mundial favorecerían la recuperación del frente externo respecto a lo esperado en los años previos.

De otro lado, la inflación, que se ubicó alrededor del 0,5 por ciento durante el año pasado, ha estado en torno al 1,5 por ciento en buena parte de este año asociada al dinamismo del precio del petróleo. En ese contexto, el Banco Central Europeo (BCE) decidió extender su programa de compras hasta setiembre del próximo año, así como reducir el monto del mismo (de € 60 a € 30 mil millones mensuales); mientras que mantuvo sus tasas de interés.

A pesar de este escenario, la recuperación económica afronta riesgos relacionados a que el dinamismo observado por la región se ha dado en un contexto de una política monetaria expansiva, así como por la presencia de fragilidad del sector financiero y/o fiscal –rezago de la crisis– en algunas economías. Adicionalmente aún persiste la incertidumbre por el lento y opaco avance en las negociaciones en torno al *Brexit*, el resurgimiento del ruido político (la situación de Cataluña en España, las elecciones pendientes en Italia y la conformación del gobierno en Alemania) y las amenazas terroristas.

4. En **Japón** se registró una tasa de crecimiento del PBI de 1,7 por ciento en el tercer trimestre de 2017, tasa superior a las observadas en los dos trimestres previos (1,5 y 1,4 por ciento, respectivamente). La inversión no residencial y las exportaciones han sido los componentes más dinámicos. En línea con esta evolución, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento para 2017, de 1,3 a 1,5 por ciento. En el mismo sentido, se ha elevado la proyección de crecimiento para 2018 de 1,0 a 1,1 por ciento, aunque se mantiene la previsión de un retiro gradual del estímulo fiscal. Para 2019, se mantiene la proyección en 1,0 por ciento.

5. En **China**, la economía creció 6,8 por ciento en el tercer trimestre, tasa inferior a la de los dos primeros trimestres del año (6,9 por ciento ambos trimestres) pero mayor a lo previsto en el Reporte de Inflación previo. A pesar de la ligera desaceleración del tercer trimestre, que coincide con la moderación del crecimiento de las exportaciones y otros indicadores de corto plazo, el crecimiento continúa siendo impulsado por el dinamismo del crédito y de la inversión pública, principalmente en infraestructura. Tomando en cuenta esta evolución, se ha revisado la proyección de crecimiento al alza de 6,7 a 6,8 por ciento para 2017.

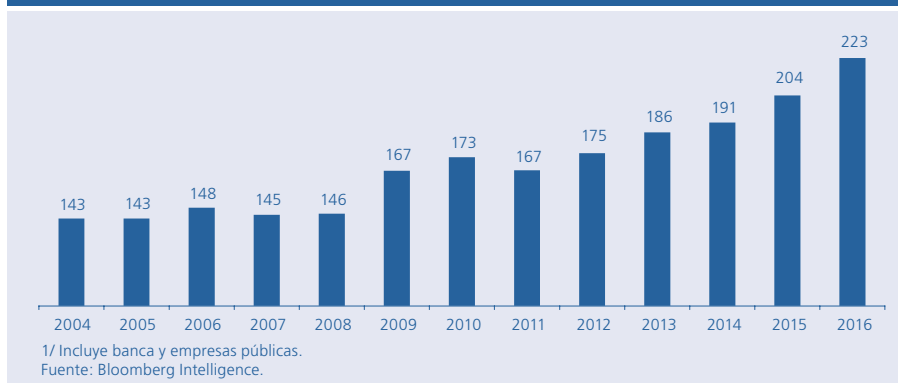
Cuadro 4
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

Indicadores	Diciembre				2017			
	2013	2014	2015	2016	Mar.	Jun.	Set.	Oct.
PBI anual (%) ^{1/}	7,8	7,3	6,9	6,7	6,9	6,9	6,8	--
Producción Industrial (var.% anual)	9,7	7,9	5,9	6,0	7,6	7,6	6,6	6,2
Inversión en activos fijos (var. acum. anual)	19,6	15,7	10,0	8,1	9,2	8,6	7,5	7,3
Inversión infraestructura (var. acum. anual)	n.d.	21,5	17,2	17,4	23,5	21,1	19,8	19,6
Ventas minoristas (var.% anual)	13,6	11,9	11,1	10,9	10,9	11,0	10,3	10,0
Exportaciones (var.% anual)	4,3	9,7	-1,6	-6,2	16,4	11,3	8,1	6,9
Importaciones (var.% anual)	8,3	-2,4	-7,4	3,1	20,3	17,2	18,7	17,2
Importaciones de cobre concentrado (volumen, var. anual)	11,2	17,3	12,6	13,5	19,8	5,9	6,1	n.d.
Financiamiento total nuevo (% anual)	19,0	15,2	12,4	12,7	12,3	12,8	13,0	13,0
Índice de precios al consumidor (var.% anual)	2,5	1,5	1,6	2,1	0,9	1,5	1,6	1,9

1/ La variación porcentual de cada año con respecto al anterior hasta 2016. A partir de 2017 se reportan variaciones trimestrales interanuales
Fuente: Bloomberg y FMI.

En los años siguientes, la moderación del crecimiento, consecuente con las reformas necesarias para frenar el sobreendeudamiento privado y público, sería más gradual. Por ello, también se ha revisado al alza las proyecciones para los años 2018 y 2019, de 6,2 a 6,4 por ciento, y de 6,0 a 6,2 por ciento, respectivamente.

Gráfico 6
CHINA: ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO^{1/}
(Porcentaje del PBI)





6. Las proyecciones de crecimiento de **América Latina** se mantienen respecto al reporte de inflación previo: 1,4 por ciento para 2017 y 2,4 por ciento para 2018. Durante el segundo trimestre de 2017, el ritmo de la actividad económica se mantuvo en el terreno positivo en todos los países de la región con metas explícitas de inflación. En varios de ellos, la tasa de crecimiento fue ligeramente mayor al del trimestre previo.

Cuadro 5
PBI: CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUAL
(En porcentaje)

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
1T.15	-1,8	2,6	2,6	3,5	1,9
2T.15	-3,0	2,1	3,0	3,0	3,2
3T.15	-4,5	2,4	3,3	3,9	3,3
4T.15	-5,8	1,9	3,4	2,7	4,6
1T.16	-5,4	2,5	2,5	3,0	4,6
2T.16	-3,6	1,7	2,5	3,3	3,9
3T.16	-2,9	1,8	1,2	2,1	4,7
4T.16	-2,5	0,5	1,7	3,3	3,1
1T.17	-0,4	0,1	1,3	3,2	2,2
2T.17	0,3	1,0	1,2	1,9	2,4
3T.17	1,3	2,2	2,0	1,5	2,5

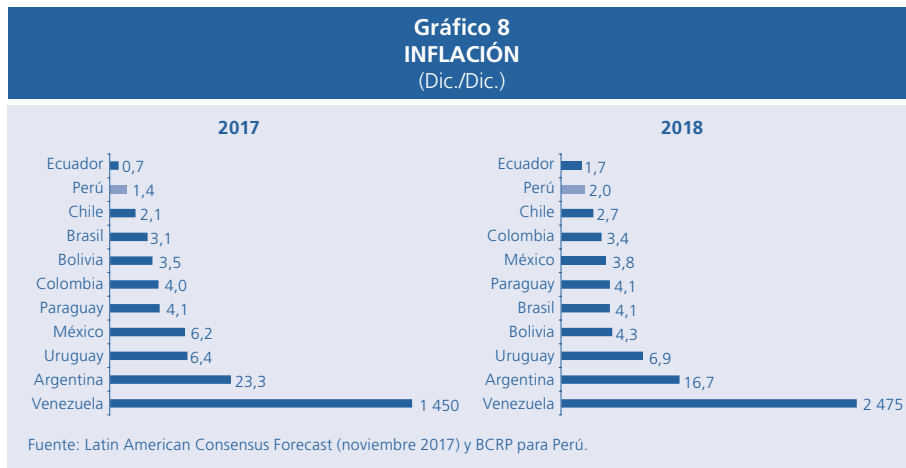
Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.

La recuperación en el precio de los *commodities* y una política monetaria más expansiva explican la mejora reciente en la actividad y las perspectivas de crecimiento para 2018 y 2019. Respecto a los *commodities*, el presente Reporte contempla mayores precios para el caso del cobre, petróleo y granos. Respecto a la política monetaria, la reducción de tasas de interés en la mayoría de países de la región (Brasil, Colombia, Chile, Perú) se ha dado en un contexto de sostenida reducción en la tasa de inflación que incluso, en algunos casos, se ha ubicado por debajo del rango meta.



En los últimos meses, la inflación se redujo en Perú, Brasil y Chile. En los dos primeros países, la inflación estuvo influenciada por el ajuste del precio de los alimentos. Asimismo,

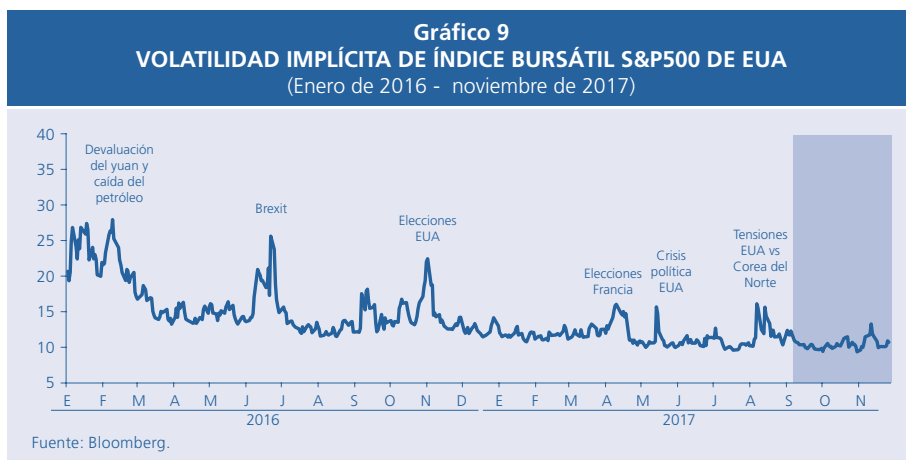
la recuperación de la actividad brasileña sigue siendo moderada y aún no genera presiones. En Chile, la apreciación del peso presionó a la baja el componente transable de la canasta. En contraste, la inflación de Colombia se ha acelerado debido a la corrección del índice de alimentos. Sin embargo, dicho efecto estuvo atenuado por la desaceleración de la demanda. En México la inflación sigue alta por el incremento estacional en las tarifas eléctricas.



Un factor de riesgo en esta proyección es el panorama político (con elecciones presidenciales en México y Colombia) y el potencial impacto que tengan las investigaciones en torno a las empresas brasileñas sobre los proyectos de inversión. Adicionalmente, en el caso particular de México, las renegociaciones del TLCAN podrían afectar las perspectivas de crecimiento.

Mercados financieros

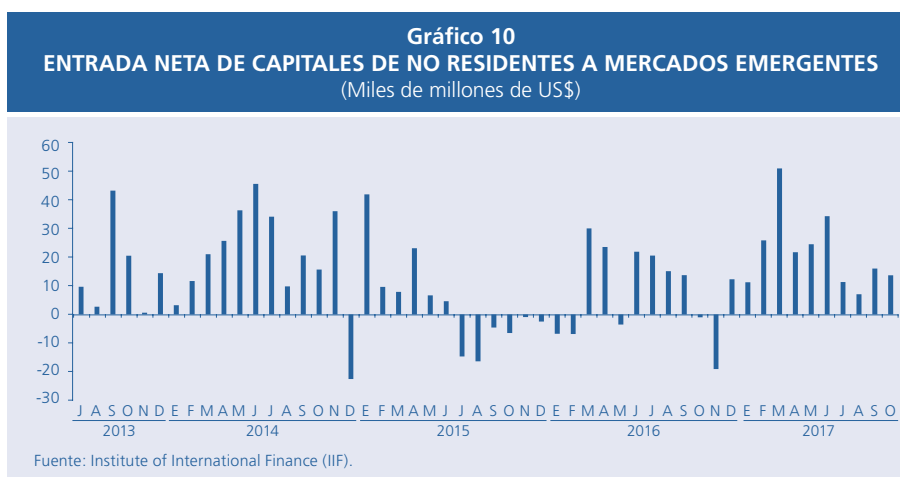
- Desde el último Reporte, la volatilidad se ha mantenido baja y cerca de mínimos históricos debido a la disminución de los riesgos geopolíticos y de otros eventos que hasta setiembre de este año elevaron temporalmente la aversión al riesgo.





Los mercados también se vieron favorecidos por la menor incertidumbre en torno a la política monetaria de las principales economías desarrolladas. En el caso particular de la Fed, se espera un ajuste gradual en las tasas durante 2018 (aunque la falta de definición en torno a la política tributaria es un factor de incertidumbre). En este contexto de ajuste gradual, el dólar se apreció ligeramente respecto a la canasta de monedas, la mayoría de bolsas de las economías desarrolladas registró ganancias, apoyadas por la evolución favorable en las utilidades corporativas, y los rendimientos de los bonos soberanos de la mayoría de economías desarrolladas se redujeron.

De otro lado, los flujos de capitales hacia las economías emergentes siguieron siendo positivos pero a un ritmo más tenue en comparación con los trimestres previos. En el caso de la región, los volúmenes siguen siendo moderados. Se espera que los resultados electorales en Latinoamérica y el desarrollo de las reformas fiscales en Brasil sean los principales determinantes para la llegada de capitales en los próximos trimestres.



8. En lo que va del cuarto trimestre, el **dólar** ha mostrado una tendencia volátil. Inicialmente, el dólar estuvo favorecido por los datos de actividad positivos en Estados Unidos y las expectativas de que la Fed elevara tasas por tercera vez en el año. Sin embargo, las dudas sobre el resultado final de la reforma tributaria y sobre la trayectoria de la inflación provocaron incertidumbre sobre el rumbo de la política monetaria y debilitó al dólar frente a las principales divisas. Así, el dólar se debilitó 0,5 por ciento frente al euro (moneda que se favoreció por los datos de actividad en la Eurozona y la disminución del ruido político en España y Alemania). La libra se depreció inicialmente a causa de la inestabilidad política dentro del Reino Unido y el lento ritmo de ajuste de tasas proyectado por el *Bank of England*. Sin embargo, la

percepción favorable sobre los avances en las negociaciones del Brexit revirtieron esta tendencia.

Cuadro 6 TIPOS DE CAMBIO (Unidad monetaria por US\$)						
		Dic.16 (1)	Set.17 (2)	Nov.17 (3)	Var. % acumulada	
					(3)/(2)	(3)/(1)
Índice dólar*		102,21	93,08	93,29	0,2	-8,7
Eurozona**	Euro	1,051	1,181	1,187	0,5	12,9
Suiza	Franco suizo	1,018	0,968	0,985	1,8	-3,2
Japón	Yen	116,92	112,51	112,20	-0,3	-4,0
Reino Unido**	Libra	1,234	1,340	1,346	0,5	9,1
Brasil	Real	3,256	3,162	3,265	3,2	0,3
Chile	Peso	670	641	644	0,6	-3,9
Colombia	Peso	3 003	2 941	3 006	2,2	0,1
México	Peso	20,74	18,26	18,58	1,7	-10,4
Perú	Sol	3,36	3,27	3,23	-1,0	-3,7
Rusia	Rublo	4,49	4,22	4,09	-3,1	-8,8
Sudáfrica	Rand	13,75	13,57	13,66	0,7	-0,6
Turquía	Lira	3,53	3,56	3,94	10,5	11,6
China	Yuan	6,95	6,65	6,62	-0,5	-4,7
Corea del Sur	Won	15,88	17,34	17,41	0,4	9,6
India	Rupia	61,27	57,60	58,48	1,5	-4,6
Indonesia	Rupia	13 455	13 315	13 527	1,6	0,5
Malasia	Ringgit	4,49	4,22	4,09	-3,1	-8,8
Tailandia	Bath	35,86	33,34	32,62	-2,2	-9,0

*Aumento del índice significa apreciación del dólar
 ** Para el euro y la libra se ha considerado dólares por unidad monetaria.
 Fuente: Reuters y Fed

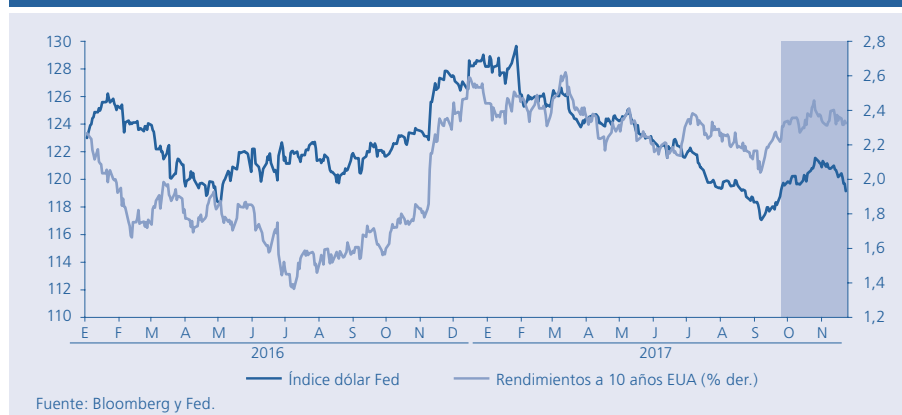
El dólar se apreció frente a la mayoría de monedas emergentes. En América Latina, el peso mexicano estuvo afectado por la postura de Estados Unidos en el desarrollo de las renegociaciones del TLCAN. La depreciación del real fue causada por la percepción de que el gobierno cuenta con menor respaldo político que le ayude a impulsar la reforma del sistema de pensiones. Finalmente, el peso chileno se depreció, moderando la tendencia apreciatoria en los últimos doce meses, en respuesta a la expectativa de que las elecciones presidenciales tengan un resultado estrecho.

- Los mercados de **renta fija** se vieron afectados por las expectativas de la política monetaria en Estados Unidos y Europa. En Estados Unidos los rendimientos de largo plazo también estuvieron afectados por las expectativas de un ajuste gradual de tasas y la escasez de avances en la agenda fiscal para impulsar el crecimiento.





Gráfico 11
ÍNDICE DÓLAR FED Y RENDIMIENTO DEL BONO DEL TESORO DE EUA A 10 AÑOS
 (Enero 2016 - noviembre 2017)



En Europa, los rendimientos estuvieron influenciados por los reiterados comentarios del Banco Central Europeo sobre la necesidad de mantener las tasas de interés en niveles bajos. Dichas opiniones estuvieron respaldadas por el avance moderado de la inflación en el bloque. Por su parte, en el Reino Unido los rendimientos cayeron por la incertidumbre inicial sobre las negociaciones del *Brexit*, la cual ha empezado a revertirse en las últimas semanas.

Cuadro 7
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

	Dic.16	Set.17	Nov.17	Variación acumulada (pbs.)	
	(1)	(2)	(3)	(3)-(2)	(3)-(1)
Estados Unidos	2,45	2,33	2,38	5	-6
Alemania	0,20	0,46	0,37	-10	16
Francia	0,68	0,74	0,68	-6	0
Italia	1,81	2,11	1,75	-36	-7
España	1,38	1,60	1,44	-15	6
Grecia	7,02	5,60	5,37	-23	-166
Suiza	-0,19	-0,02	-0,11	-9	8
Japón	0,04	0,06	0,03	-3	-1
Reino Unido	1,24	1,36	1,33	-3	10
Brasil	11,40	9,73	10,30	56	-110
Colombia	7,11	6,57	6,55	-2	-56
Chile	4,36	4,40	4,59	19	23
México	7,42	6,86	7,26	40	-16
Perú	6,36	4,84	4,98	13	-138
Rusia	4,46	4,05	3,98	-6	-48
Sudáfrica	8,91	8,55	9,33	78	42
Turquía	11,08	10,68	12,06	138	98
China	3,06	3,62	3,92	29	86
Corea del Sur	2,07	2,38	2,47	9	40
India	6,52	6,66	7,06	40	54
Indonesia	7,91	6,45	6,50	4	-142
Malasia	4,19	3,91	3,91	-1	-28
Tailandia	2,65	2,29	2,36	7	-29

Fuente: Bloomberg.

10. Los mercados de **renta variable** tuvieron, en la mayoría de casos, una tendencia al alza determinada por reportes corporativos positivos correspondientes al tercer trimestre. Así, las bolsas de las principales economías desarrolladas mostraron ganancias y, en el caso de Estados Unidos, alcanzaron máximos históricos. Por el contrario, a pesar de los resultados del tercer trimestre y el buen ritmo de las economías, algunos índices de la Eurozona cayeron afectados por la inestabilidad política en España.

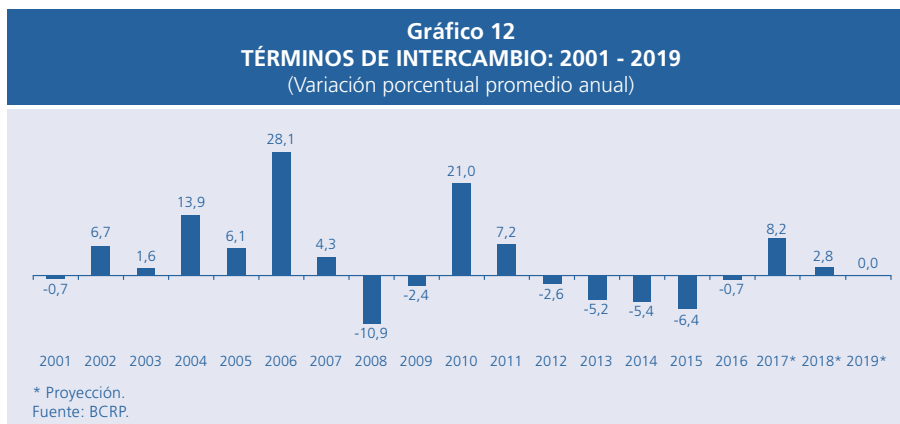
Cuadro 8 BOLSAS MUNDIALES						
		Dic.16 (1)	Set.17 (2)	Nov.17 (3)	Var. % acumulada	
					(3)/(2)	(3)/(1)
VIX ^{1/}	S&P 500	14,04	9,51	10,70	1,2	-3,3
Estados Unidos	Dow Jones	19 763	22 405	23 941	6,9	21,1
Alemania	DAX	11 481	12 829	13 062	1,8	13,8
Francia	CAC 40	4 862	5 330	5 398	1,3	11,0
España	IBEX 35	9 352	10 382	10 268	-1,1	9,8
Italia	FTSE MIB	19 235	22 696	22 326	-1,6	16,1
Grecia	ASE	644	756	738	-2,3	14,7
Suiza	SMI	8 220	9 157	9 304	1,6	13,2
Japón	Nikkei 225	19 114	20 356	22 597	11,0	18,2
Reino Unido	FTSE 100	7 143	7 373	7 394	0,3	3,5
Brasil	Bovespa	60 227	74 294	72 700	-2,1	20,7
México	IPC	45 643	50 346	47 623	-5,4	4,3
Chile	IGP	20 734	26 682	25 217	-5,5	21,6
Colombia	IGBC	10 106	11 097	10 807	-2,6	6,9
Perú	Ind. Gral.	15 567	18 538	19 783	6,7	27,1
Rusia	RTSI\$	1 152	1 137	1 145	0,7	-0,7
Sudáfrica	JSE	50 654	55 580	60 418	8,7	19,3
Turquía	XU100	78 139	102 908	102 342	-0,5	31,0
China	Shangai C.	3 104	3 349	3 338	-0,3	7,5
Corea del Sur	Seul C.	2 026	2 394	2 513	4,9	24,0
India	CNX Nifty	8 186	9 789	10 361	5,9	26,6
Indonesia	JCI	5 297	5 901	6 061	2,7	14,4
Malasia	KLSE	1 642	1 756	1 720	-2,0	4,8
Tailandia	SET	1 543	1 673	1 705	1,9	10,5

^{1/} Variación en puntos porcentuales.
Fuente: Bloomberg.

Términos de intercambio

11. Para 2017 se espera que los **términos de intercambio** del comercio exterior de Perú aumenten 8,2 por ciento, incremento superior al previsto en setiembre debido al alza reciente de las cotizaciones de los metales básicos y el oro. El precio de las exportaciones aumentaría 13,8 por ciento mientras que el de las importaciones lo haría en 5,1 por ciento. Para 2018, los términos de intercambio se han revisado al alza (de 2,0 a 2,8 por ciento) en línea con el alza de los metales. Para 2019, los términos de intercambio se mantendrían estables.





Cuadro 9
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2016-2019

	2016	2017*		2018*		2019*	
		RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
Términos de intercambio (var. % anual)	-0,7	7,0	8,2	2,0	2,8	0,0	0,0
Precios de Exportaciones (var. % anual)	-3,6	12,0	13,8	2,2	4,0	1,0	1,0
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	221	274	279	293	300	295	300
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	95	126	131	129	137	127	133
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	85	103	105	107	108	108	108
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 248	1 252	1 258	1 286	1 288	1 295	1 295
Precios de Importaciones (var. % anual)	-3,0	4,7	5,1	0,1	1,2	1,0	1,0
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	43	49	51	49	54	49	51
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	143	150	145	169	153	183	171
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	135	139	132	156	145	161	157
<i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i>	696	712	710	754	754	755	755
<i>Leche entera (US\$ por TM)</i>	2 471	3 181	3 085	3 189	2 959	3 158	3 010

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

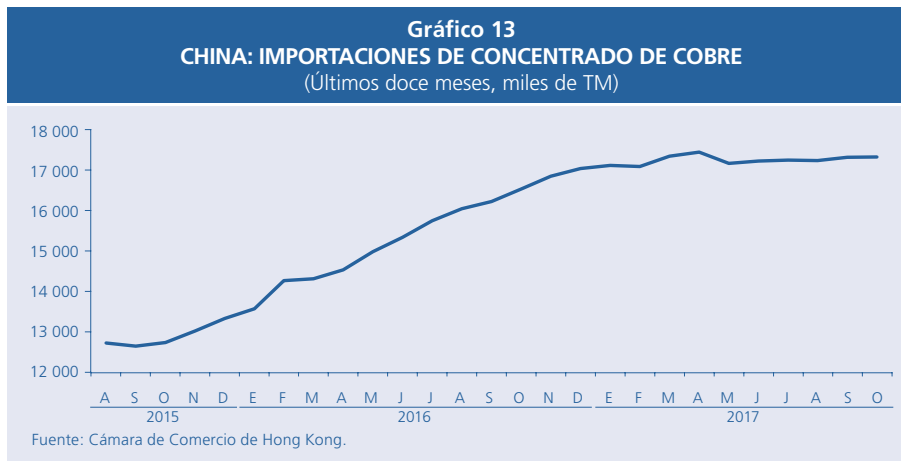
a. Cobre

En noviembre, la cotización del **cobre** alcanzó un promedio mensual de US\$ 3,09 por libra, superior en 5 por ciento al nivel de agosto. Con ello, la cotización acumula un incremento de 21 por ciento en los primeros once meses del año.

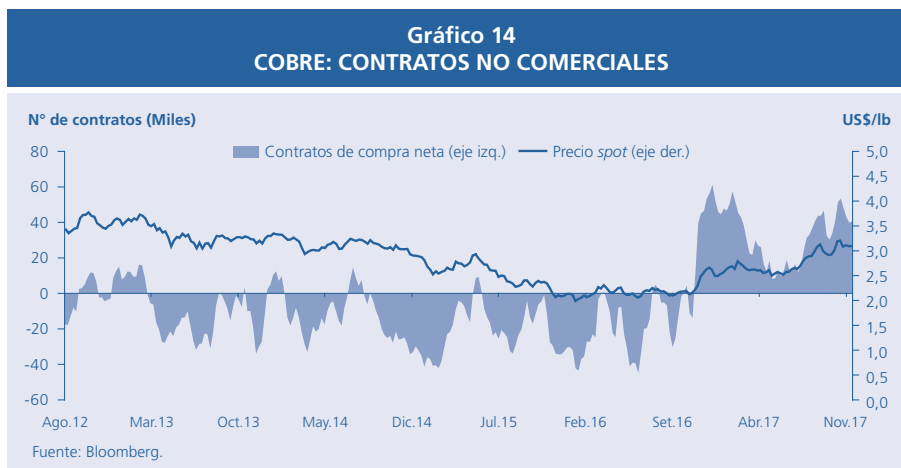
Las presiones al alza registradas en los últimos meses se explican principalmente por mejores condiciones de demanda. En China, los datos de actividad han sido más favorables que lo previsto y la desaceleración del crédito ha estado más centrada en reducir riesgos y no en contraer la demanda real. Las restricciones de oferta también afectaron al mercado: los recortes de producción no esperados que se registraron en el primer semestre contribuyeron a generar un mercado deficitario. En particular, las principales minas de Chile, Indonesia, Perú, Congo y Zambia, registraron recortes superiores al promedio de los últimos años. Otro factor que afectó las perspectivas

de la oferta fueron las expectativas de que China limite sus importaciones de cobre reciclado el próximo año.

El alza reciente en la cotización estuvo sustentada, además, por el retorno de inversionistas a los mercados de futuros, que evidencia expectativas de un alza en el precio del metal, motivada por las positivas cifras de consumo de cobre de China y la caída en los inventarios en las bolsas. Las importaciones de cobre concentrado de China mantuvieron una tendencia creciente hasta abril de 2017. Desde entonces, el nivel ha permanecido en niveles relativamente estable: en octubre y noviembre de este año, las importaciones de cobre concentrado crecieron en términos interanuales 0,3 y 0,1 por ciento, respectivamente.

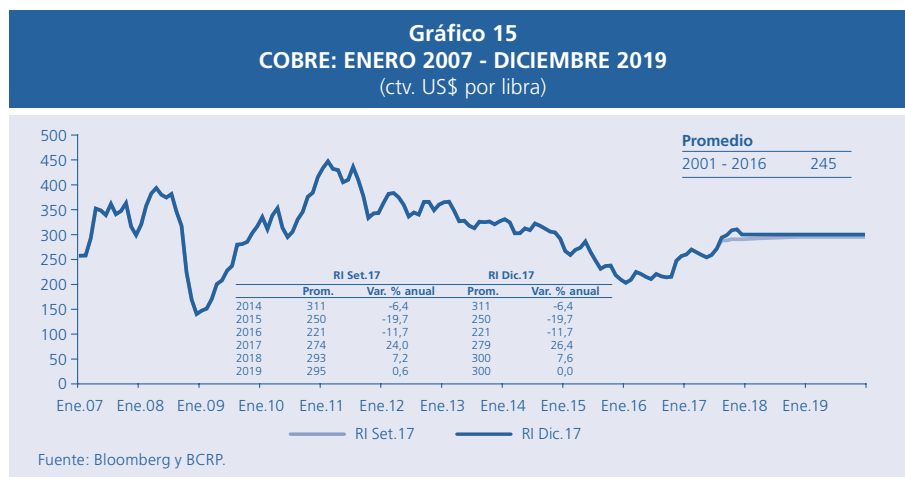


Por otro lado, las posiciones largas netas totales de los administradores de fondos alcanzaron máximos históricos en setiembre y las posiciones largas netas no comerciales aumentaron y alcanzaron en dicho mes niveles cercanos al máximo histórico observado en diciembre de 2016.





Para el horizonte de proyección se espera una ligera corrección a la baja en los precios, aunque éstos se mantendrían por encima de lo estimado en el Reporte de inflación anterior. Esta proyección es consecuente con el ingreso esperado de nueva capacidad en 2018 y asume que los recortes de producción no planeados disminuirían a su promedio histórico. Los principales factores de incertidumbre en la proyección se asocian a la evolución de la demanda china y demandas laborales no previstas que pudieran recortar la oferta.



b. Zinc

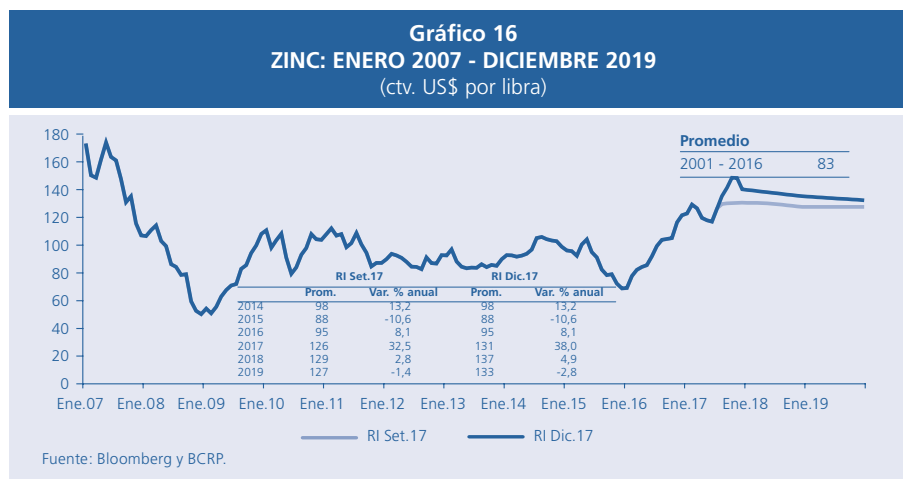
El precio promedio del **zinc** aumentó 21 por ciento en los primeros once meses del año, principalmente por el alza registrada en los últimos 5 meses. Luego de alcanzar un mínimo en el año de US\$ 1,17 por libra en junio –principalmente por datos económicos débiles de China– el precio del zinc ha aumentado y alcanzó en noviembre una cotización promedio de US\$ 1,47 por libra.

El incremento reciente del precio se explica por las señales de un mercado deficitario durante 2016 y 2017, relacionado con cierres de minas por el fin de su vida útil. Además, el incremento de la producción de mina (en respuesta a estos precios más altos) no se está reflejando inmediatamente en una mayor producción de refinados debido a la dificultad de las refinadoras para adaptarse a las nuevas normas medioambientales en China. Por el lado de la demanda, el mayor crecimiento global y los daños asociados a los huracanes en Estados Unidos podrían sostener el crecimiento del consumo de zinc en el corto plazo.

Sin embargo, la nueva capacidad de producción que entrará en el mercado a partir del próximo año mantendría el precio relativamente estable durante el horizonte de

proyección aunque en niveles superiores a los contemplados en el anterior Reporte de Inflación.

La proyección presenta riesgos asociados a la demanda china y a cambios no previstos en la oferta (reinicios de operaciones de minas paralizadas, ampliación de operaciones y aceleración de la inversión en proyectos actualmente en desarrollo).



c. Oro

En noviembre, la cotización promedio del **oro** alcanzó un nivel de US\$ 1 279 por onza, superior en 11 por ciento respecto al nivel alcanzado en diciembre de 2016. En los últimos tres meses, el precio del oro se ha mantenido volátil aunque con poca variación respecto a la cotización de agosto.

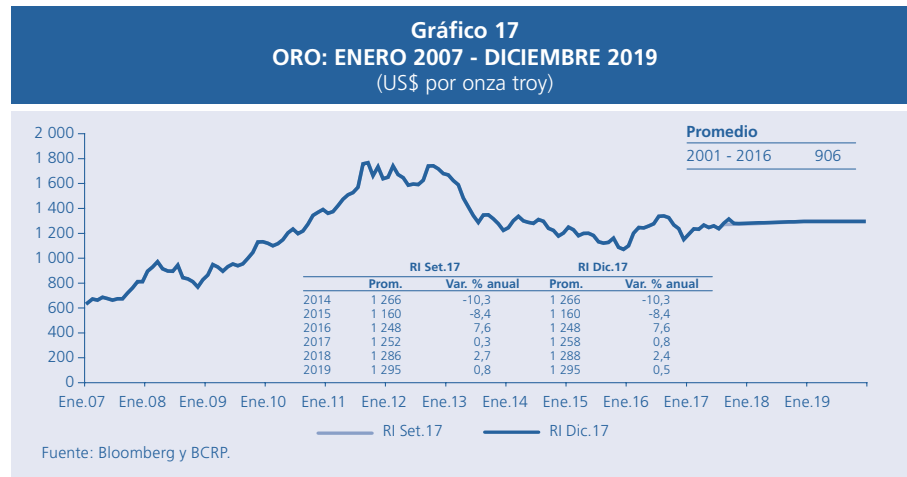
El incremento en el precio del oro se explica por mayores riesgos geopolíticos (que incrementa la demanda por activos seguros), por la depreciación del dólar y por las perspectivas de que las tasas de interés reales continúen bajas debido a la política de ajuste gradual aplicada por la Fed. Otro factor que contribuyó al incremento de la cotización del oro fue el crecimiento de la demanda para inversión en barras y monedas, joyería y tecnología.

La proyección para 2018-2019 asume que la cotización se mantendría en niveles cercanos a los actuales. Los riesgos en esta proyección se asocian en gran medida a la evolución del dólar y, por lo tanto, a las decisiones futuras de política de la Fed que no sean previstas por el mercado (aunque Jerome Powell, sucesor de Janet Yellen en la Fed, ha declarado que mantendrá el ajuste gradual de la política





monetaria). Respecto a la demanda física, su evolución depende las perspectivas de China e India.



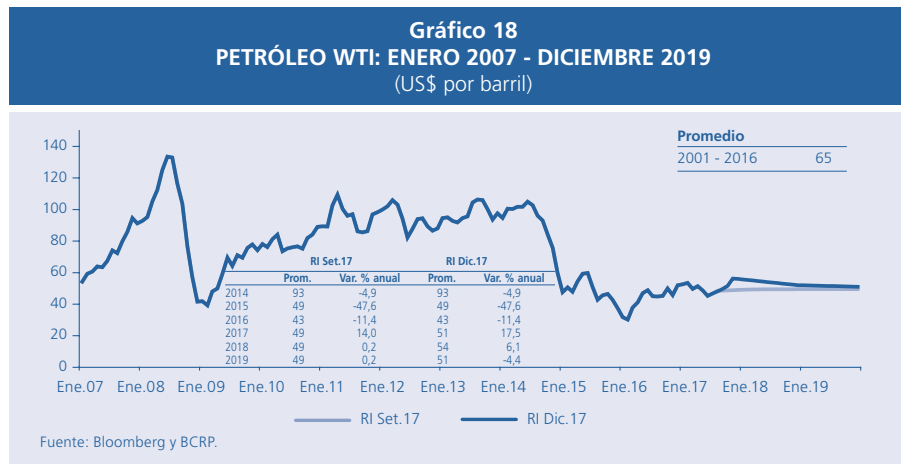
d. **Petróleo**

Durante los últimos tres meses, el precio del **petróleo** WTI aumentó 17 por ciento; y en noviembre promedió US\$ 56 por barril. Con ello, el precio del petróleo revirtió la caída del primer semestre y acumuló un incremento de 8 por ciento en lo que va del año.

El fuerte incremento del precio del petróleo registrado en los últimos tres meses reflejó la reducción gradual del superávit de oferta como consecuencia de los huracanes que afectaron a Estados Unidos y de los recortes de producción de la OPEP y de otros principales productores (como Rusia). También influyeron factores geopolíticos: la incertidumbre política en Arabia Saudita, los ataques de milicias a operaciones petroleras en Nigeria y el escalamiento de las tensiones entre el gobierno de Iraq y los separatistas kurdos. Sin embargo, este incremento en el precio fue limitado por las expectativas de que la producción de crudo de Estados Unidos continúe creciendo y contrarreste los esfuerzos de la OPEP por equilibrar el mercado global (el 30 de noviembre se acordó extender el recorte de producción hasta diciembre de 2018). Por lo tanto, se revisa al alza la proyección del precio del petróleo WTI respecto al Reporte de Inflación previo.

Los factores de riesgo, tanto a la baja como al alza, se mantienen elevados. Los riesgos a la baja se asocian a las estimaciones de un crecimiento en la producción de crudo en Estados Unidos, y a que el crecimiento de la producción supere lo

esperado en países de menores costos (como Irán, Iraq, Arabia Saudita, Kuwait y Rusia). Entre los riesgos al alza, destaca una rápida recuperación de la demanda (en particular de Asia) y las decisiones adicionales de la OPEP sobre recortes de producción.



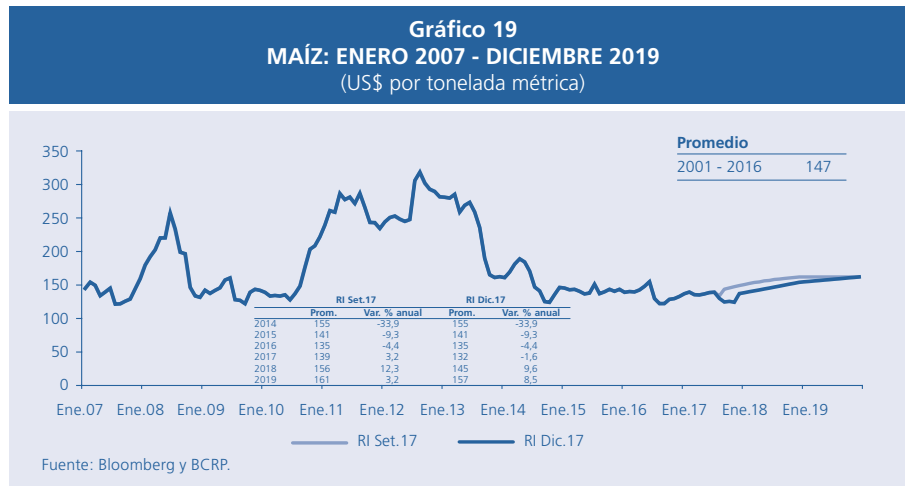
e. Maíz

En noviembre, la cotización internacional promedio del **maíz** disminuyó 5 por ciento respecto a agosto, y alcanzó una cotización promedio de US\$123 por tonelada. Con ello, el precio del maíz registra una caída de 7 por ciento en lo que va del año.

En los últimos meses se profundizó la caída del precio del maíz debido a las mejores perspectivas de la producción global por rendimientos récords registrados en la cosecha de Estados Unidos. Además, los elevados inventarios globales registrados en la campaña anterior mantuvieron el mercado holgado, a pesar del crecimiento en la demanda. De este modo, los precios del maíz revirtieron la tendencia al alza del primer semestre causada por las condiciones climáticas adversas y la reducción del área destinada al cultivo en Estados Unidos.

En línea con estos eventos, se proyecta que el precio promedio del maíz se incremente en el horizonte de proyección, aunque a una tasa menor que la prevista en el Reporte de Inflación de setiembre. Esta proyección tiene un riesgo a la baja asociado a las negociaciones en torno al NAFTA que involucran a Canadá, Estados Unidos y México (principal consumidor de maíz norteamericano).



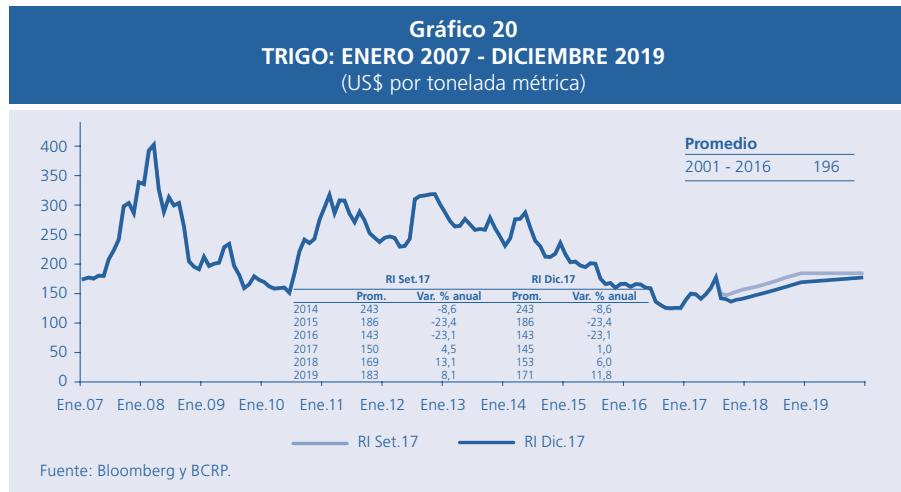


f. Trigo

El precio promedio mensual del **trigo** acumuló un incremento de 13 por ciento en los primeros once meses del año y alcanzó una cotización de US\$ 138 por tonelada en noviembre. Sin embargo, en los últimos tres meses, el precio internacional del **trigo** disminuyó en 1 por ciento.

La corrección de la cotización del trigo de los últimos meses se asoció a la mejora significativa en los estimados de producción de los países del Mar Negro, en respuesta a los rendimientos elevados en la cosecha de trigo de invierno. La cosecha elevada, en particular de Rusia, ocurre en un contexto en el que los inventarios mundiales continúan altos y representa una fuerte competencia al trigo de Estados Unidos. Así, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) estima que los inventarios globales de trigo alcanzarán un máximo histórico en la temporada actual tras dos años de cosechas mundiales elevadas.

Sin embargo, en el horizonte de proyección, se estima que el precio del trigo se recupere (aunque a niveles menores que en el Reporte de Inflación anterior). Esta recuperación se explica por la menor producción prevista en Estados Unidos (el USDA prevé una caída de 25 por ciento para la temporada 2017/2018 debido a menores áreas sembradas). El principal factor de incertidumbre se asocia a cambios no previstos en la oferta por factores climáticos.



g. Aceite de Soya

En noviembre, la cotización promedio del **aceite de soya** fue US\$ 739 por tonelada, nivel superior en 1 por ciento al registrado en agosto. A pesar del alza del precio de los últimos tres meses, la cotización del aceite de soya acumula una caída de 6 por ciento respecto al nivel promedio de diciembre de 2016.

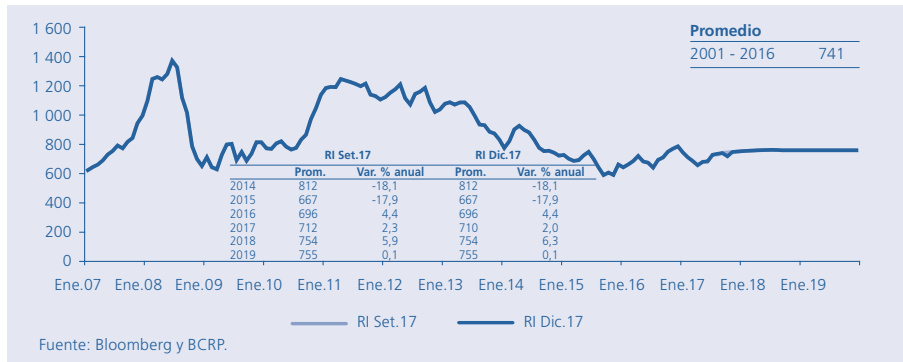
La recuperación reciente de la cotización del aceite de soya se apoyó en la decisión del Departamento de Comercio de Estados Unidos de imponer derechos arancelarios compensatorios a las importaciones de biodiesel de Argentina e Indonesia. A ello se sumó la decisión de la Agencia de Protección Ambiental de Estados Unidos de retirar su propuesta de modificar el mandato de biocombustibles, debido a la oposición de legisladores de estados productores de granos como el maíz y la soya. Sin embargo, el precio aún se encuentra presionado por la recuperación de la producción de aceite de palma (producto sustituto) y los elevados inventarios del grano de soya en Estados Unidos, los cuales registraron niveles no vistos desde la temporada 2006/2007.

Considerando lo anterior, en el horizonte de proyección se mantienen los precios estimados en el Reporte de Inflación de setiembre. Factores que pueden modificar esta tendencia se asocian a cambios no esperados en la producción de aceite de palma, una mayor producción de soya en Sudamérica y modificaciones en la política del consumo de biodiesel en Estados Unidos.





Gráfico 21
ACEITE DE SOYA: ENERO 2007 - DICIEMBRE 2019
(US\$ por tonelada métrica)



II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

12. Durante los primeros nueve meses de este año, el déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** siguió reduciéndose, resultado que reflejó el cada vez mayor superávit de la balanza comercial que viene acumulándose desde los últimos cinco trimestres. En lo que va del año, la balanza comercial se favoreció de la recuperación de los términos de intercambio, la mayor producción minera y el bajo dinamismo de la demanda por importaciones durante el primer semestre.

Cuadro 10 BALANZA DE PAGOS (Millones de US\$)									
	Ene.-Set.			2017*		2018*		2019*	
	2015	2016	2017	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-9 169	-5 303	-1 965	-4 389	-3 554	-4 558	-3 777	-5 076	-4 051
<i>Porcentaje del PBI</i>	-4,8	-2,7	-1,2	-2,0	-1,6	-2,0	-1,6	-2,1	-1,7
1. Balanza comercial	-2 916	1 888	4 256	5 051	5 609	6 400	7 136	6 434	7 092
a. Exportaciones	34 414	37 020	32 482	43 173	44 435	45 940	48 109	48 457	50 339
b. Importaciones	-37 331	-35 132	-28 226	-38 122	-38 827	-39 540	-40 974	-42 024	-43 247
2. Servicios	-2 040	-1 974	-847	-1 515	-1 561	-2 209	-2 056	-2 266	-2 109
3. Renta de factores	-7 544	-9 184	-8 153	-11 636	-11 308	-12 516	-12 611	-13 091	-12 960
4. Transferencias corrientes	3 331	3 967	2 780	3 712	3 707	3 768	3 754	3 848	3 927
Del cual: Remesas del exterior	2 725	2 884	2 258	3 042	3 042	3 194	3 194	3 238	3 322
II. CUENTA FINANCIERA	8 346	5 504	4 639	7 389	6 554	6 558	6 307	7 076	6 591
1. Sector privado	5 236	2 847	1 736	3 220	3 175	3 749	3 390	4 895	4 478
a. Largo plazo	8 792	3 709	1 102	3 569	2 226	3 749	3 390	4 895	4 478
b. Corto plazo ^{1/}	-3 556	-862	634	-20	949	0	0	0	0
2. Sector público ^{2/}	3 110	2 657	2 902	3 840	3 684	2 809	2 917	2 181	2 113
III. VARIACIÓN DE RIN	-823	201	2 674	3 000	3 000	2 000	2 530	2 000	2 540
Nota:									
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado ^{3/} (% del PBI)	6,6	4,6	5,3	5,0	5,2	4,0	4,1	4,2	4,2
* Proyección.									
1/ Incluye errores y omisiones netos y efecto valuación de RIN									
2/ Incluye financiamiento excepcional.									
3/ Incluye Inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.									
RI: Reporte de Inflación.									

Este menor déficit de la cuenta corriente respecto a lo esperado, ha implicado una revisión a la baja en el estimado de déficit de cuenta corriente para todo el horizonte de proyección. Se espera niveles de déficit de 1,6 por ciento del PBI para 2017 y 2018, y de 1,7 por ciento del PBI para 2019. Esta revisión responde básicamente a la evolución esperada de las exportaciones (en un contexto de altos precios de los metales y mayor recuperación de nuestros socios comerciales) y la recuperación de la demanda interna consecuente con lo observado y previsto para este Reporte.





Asimismo, se espera que el financiamiento de largo plazo para el sector privado continúe siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos (5,2 por ciento del PBI para 2017, 4,1 por ciento del PBI para 2018 y 4,2 por ciento 2019), en un contexto de mantenimiento de la entrada de capitales a las economías emergentes.

Balanza comercial

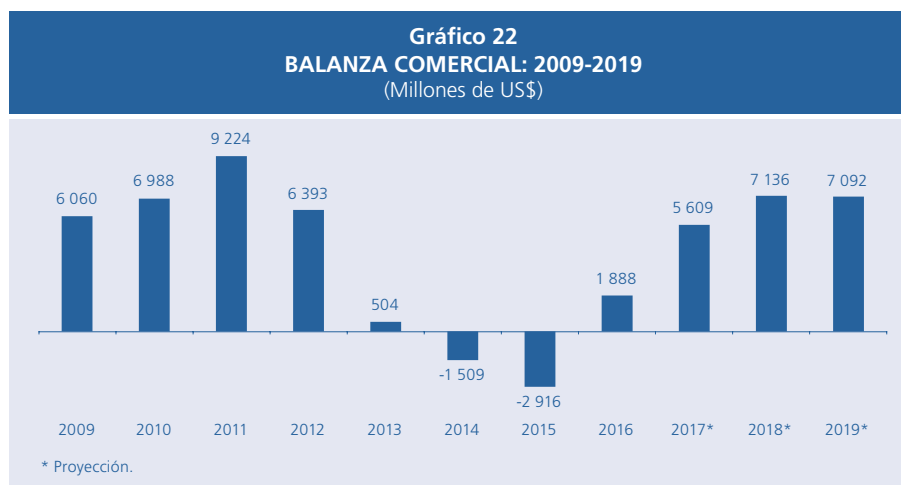
13. Luego de registrar un superávit de US\$ 80 millones entre enero y setiembre de 2016, la balanza comercial tuvo, en igual período de 2017, un superávit de US\$ 4 256 millones. Este aumento del superávit se explica principalmente por las mayores exportaciones de productos tradicionales (como consecuencia de los altos precios de nuestros metales y la mayor producción minera y petrolera). Esta evolución sumada a las mejores perspectivas de crecimiento de nuestros socios comerciales y los mayores términos de intercambio, ha implicado una revisión al alza de la proyección de superávit comercial para el horizonte de proyección. Para 2017, el superávit de balanza comercial ascendería a US\$ 5,6 mil millones, y para 2018 y 2019, a US\$ 7,1 mil millones en cada año.

Cuadro 11 BALANZA COMERCIAL (Millones de US\$)									
	2015	2016	Ene.-Set. 2017	2017*		2018*		2019*	
				RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
EXPORTACIONES	34 414	37 020	32 482	43 713	44 435	45 940	48 109	48 457	50 339
<i>De las cuales:</i>									
Productos tradicionales	23 432	26 137	24 038	31 338	32 700	33 497	35 598	35 184	36 925
Productos no tradicionales	10 895	10 782	8 351	11 718	11 607	12 326	12 381	13 138	13 269
IMPORTACIONES	37 331	35 132	28 226	38 122	38 827	39 540	40 974	42 024	43 247
<i>De las cuales:</i>									
Bienes de consumo	8 754	8 614	6 834	9 185	9 394	9 522	9 506	9 972	9 971
Insumos	15 911	15 140	13 093	17 216	17 801	17 723	18 540	18 480	18 804
Bienes de capital	12 002	11 113	8 175	11 235	11 352	11 777	12 588	12 825	14 110
BALANZA COMERCIAL	-2 916	1 888	4 256	5 051	5 609	6 400	7 136	6 434	7 092

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

En el horizonte de proyección, las exportaciones se verían favorecidas por altos precios de nuestros principales minerales, así como por los mayores volúmenes de productos no tradicionales en un contexto de recuperación de la actividad mundial. Para las importaciones, se prevé un crecimiento ligeramente mayor que el considerado en el Reporte previo, revisión congruente con la evolución esperada de la demanda interna.

El crecimiento del valor de las exportaciones en 2017 (20,0 por ciento) estaría dominado por el aumento de sus precios (13,8 por ciento) y en 2018 y 2019 (8,3 y 4,6 por ciento, respectivamente) por el crecimiento de su volumen (4,1 y 3,6 por ciento, respectivamente).



Cuadro 12
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2015	2016	Ene.-Set. 2017		2017*		2018*		2019*	
			2017	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	
1. Valor:										
Exportaciones	-12,9	7,6	25,0	16,6	20,0	6,4	8,3	5,5	4,6	
Productos tradicionales	-15,4	11,5	31,2	19,9	25,1	6,9	8,9	5,0	3,7	
Productos no tradicionales	-6,7	-1,0	10,0	8,7	7,6	5,2	6,7	6,6	7,2	
Importaciones	-9,0	-5,9	9,0	8,5	10,5	3,7	5,5	6,3	5,5	
2. Volumen:										
Exportaciones	2,4	11,6	11,1	4,1	5,5	4,1	4,1	4,4	3,6	
Productos tradicionales	6,5	16,7	11,7	4,6	5,4	3,8	3,8	4,4	3,3	
Productos no tradicionales	-4,9	0,9	8,8	2,9	5,6	4,9	4,9	4,5	4,8	
Importaciones	0,2	-2,8	3,4	3,6	5,2	3,6	4,3	5,2	4,5	
3. Precio:										
Exportaciones	-15,0	-3,6	12,6	12,0	13,8	2,2	4,0	1,0	1,0	
Productos tradicionales	-20,5	-4,3	17,4	14,6	18,7	3,0	4,9	0,6	0,5	
Productos no tradicionales	-1,9	-1,9	1,1	5,7	2,0	0,3	1,8	2,0	2,3	
Importaciones	-9,2	-3,0	5,4	4,7	5,1	0,1	1,2	1,0	1,0	

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Financiamiento externo

14. Durante el periodo enero – setiembre de 2017, el **flujo neto de capitales del sector privado** fue positivo en US\$ 1,4 mil millones, monto inferior en US\$ 1,7 mil millones al registrado en igual período de 2016, principalmente por las mayores inversiones de las AFPs en el exterior (mayores activos externos). Por otro lado, destacan las mayores emisiones de bonos de empresas privadas en el mercado internacional (mayor inversión en cartera) y los mayores pagos a matrices y amortizaciones de préstamos de largo plazo. Cabe mencionar que parte de las emisiones de bonos se han utilizado para amortizar o prepagar préstamos con el objetivo de aprovechar mejores condiciones de financiamiento.





Para el horizonte de proyección, en comparación con el Reporte previo, se espera una menor entrada neta de capitales principalmente por una mayor inversión en activos externos de cartera y depósitos, y mayores amortizaciones de deuda de largo plazo y pagos a matrices, consistente con la evolución registrada en lo que va de este año.

Cabe resaltar que la inversión directa extranjera se mantendría como la principal fuente de financiamiento, por mayor reinversión de utilidades consistente con la recuperación de la actividad y el mantenimiento de los altos precios de nuestros minerales. Los capitales externos de largo plazo del sector privado seguirán siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos y se espera que éstos asciendan a 5,2, 4,1 y 4,2 por ciento del PBI en 2017, 2018 y 2019, respectivamente, superando de manera holgada los requerimientos de la cuenta corriente para ese período.

Cuadro 13
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

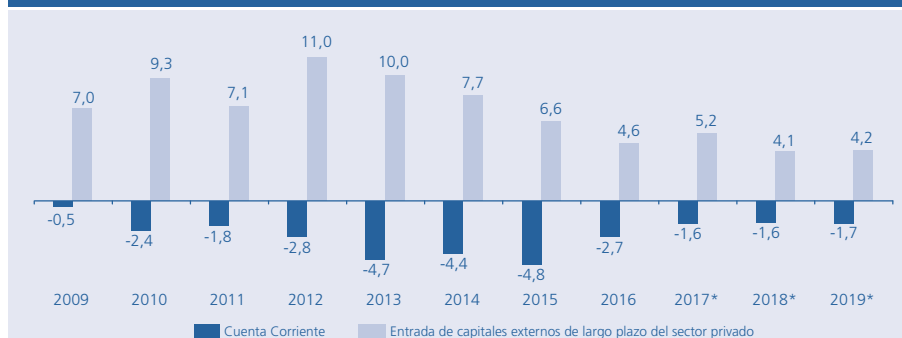
	2015	2016	Ene.-Set. 2017	2017*		2018*		2019*	
				RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
SECTOR PRIVADO (A + B)	6 132	2 815	1 431	3 220	2 869	3 749	3 390	4 895	4 478
<i>Porcentaje del PBI</i>	3,2	1,4	0,9	1,5	1,3	1,6	1,5	2,0	1,8
A. LARGO PLAZO	8 792	3 709	1 102	3 569	2 226	3 749	3 390	4 895	4 478
1. ACTIVOS	-247	-966	-2 794	-2 553	-3 179	-1 867	-2 081	-1 702	-1 995
2. PASIVOS	9 039	4 675	3 896	6 122	5 405	5 616	5 471	6 596	6 472
Inversión directa extranjera en el país	8 272	6 863	4 114	6 577	6 007	6 109	6 264	6 851	6 745
Préstamos de Largo Plazo	1 363	-1 693	-1 732	-2 403	-2 277	-918	-1 218	-769	-1 614
Inversión de cartera	-596	-495	1 514	1 949	1 676	425	425	515	515
B. CORTO PLAZO ^{1/}	-2 660	-894	329	-349	644	0	0	0	0

^{1/} Incluye errores y omisiones netos.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 23
CUENTA CORRIENTE Y ENTRADA DE CAPITALES EXTERNOS DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO: 2009-2019^{1/}
(Porcentaje del PBI)



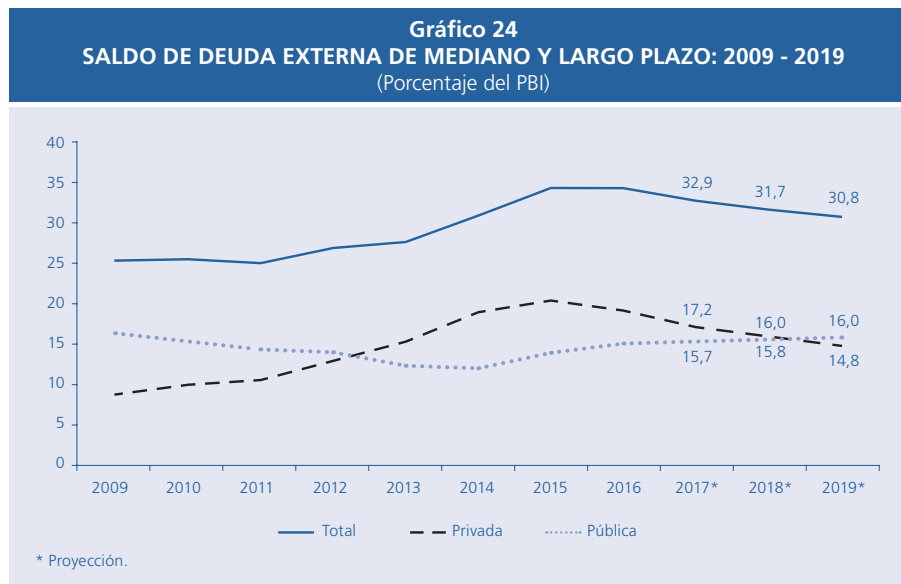
^{1/} Inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.

* Proyección.

15. La **cuenta financiera del sector público** registró un incremento de US\$ 1,2 mil millones en el período enero-setiembre de 2017 en comparación a lo registrado en igual periodo de 2016, lo que reflejó principalmente la colocación de bonos de Petroperú (US\$ 2 000 millones), operaciones de administración de pasivos y la mayor adquisición de deuda local por parte de no residentes, cuya participación ascendió a 47 por ciento.

Para el horizonte de proyección, se mantiene la tendencia prevista de menores requerimientos de financiamiento externo. El ajuste de este año, de US\$ 3,8 a 3,6 mil millones, refleja principalmente los menores desembolsos esperados para el resto del año en vista de lo ya realizado.

16. Se asume que el endeudamiento privado externo muestra una tendencia decreciente durante el horizonte de proyección, compatible con un mayor uso de financiamiento local y tasas de interés internacionales crecientes, con lo que se ubicaría en menos de 15 por ciento del PBI en 2019.



La solidez de la balanza de pagos ante eventos externos negativos 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 gracias a la acumulación preventiva en el período de flujos positivos de capitales y de altos precios de materias primas.





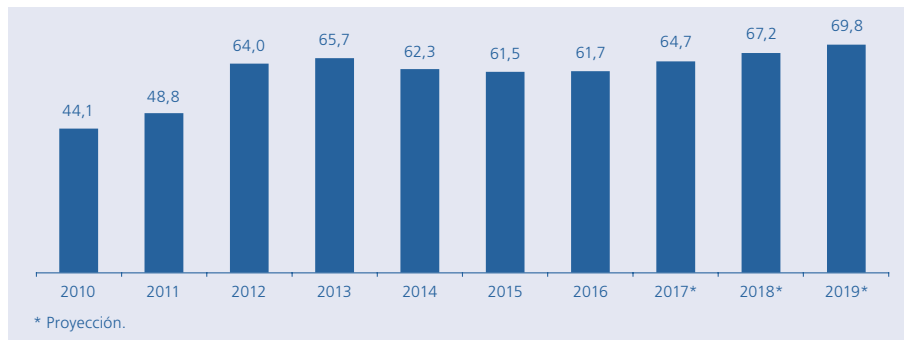
Cuadro 14
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2011	2016	2017*	2018*	2019*
RIN como porcentaje de:					
a. PBI	28,9	31,5	29,9	29,2	28,8
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	470	342	499	513	531
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	365	264	392	398	406
Deuda externa de mediano y largo plazo (% PBI):					
a. Privada	10,4	19,3	17,2	15,8	14,8
b. Pública	14,3	15,1	15,7	16,0	16,0

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

* Proyección.

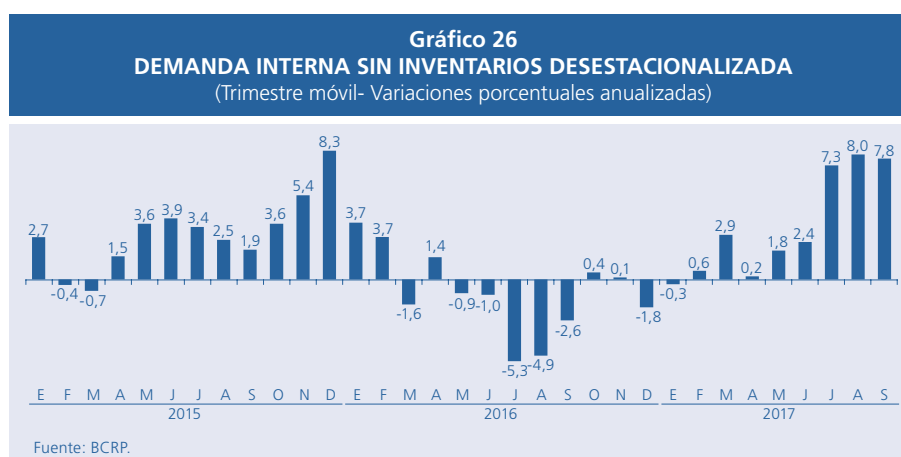
Gráfico 25
RESERVAS INTERNACIONALES
(Miles de millones de US\$)



III. Actividad económica

PBI gasto

17. La actividad económica ha venido recuperándose desde el segundo trimestre del año, luego que se empezaran a revertir los choques que la economía enfrentó a inicios del año. Al excluir el efecto de los inventarios, la recuperación de la demanda interna desestacionalizada se hace significativa, al pasar de una tasa anualizada negativa de 0,3 por ciento a inicios de año, a una tasa positiva de 7,8, por ciento en setiembre. Esta evolución estuvo caracterizada por una recuperación de la inversión privada y pública.



Cuadro 15
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2016	Ene.-Set.	2017*		2018*		2019*	
		2017	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
Demanda interna	1,1	0,5	2,3	2,2	4,2	4,4	4,2	4,3
Consumo privado	3,3	2,4	2,6	2,5	3,3	3,3	3,8	3,8
Consumo público	-0,5	-3,0	2,3	2,4	3,6	3,6	2,0	2,0
Inversión privada	-5,9	-1,0	-1,0	0,6	5,3	6,5	7,5	7,5
Inversión pública	0,6	-4,5	7,0	6,0	15,0	12,5	4,0	4,0
Variación de existencias (contribución)	0,2	-0,4	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Exportaciones	9,5	10,2	5,0	6,4	3,8	3,5	4,4	3,8
Importaciones	-2,2	3,2	3,3	4,7	4,1	4,3	4,6	4,3
Producto Bruto Interno	4,0	2,4	2,8	2,7	4,2	4,2	4,2	4,2
<i>Nota:</i>								
Gasto público	-0,2	-3,4	3,6	3,4	6,9	6,2	2,6	2,6
Demanda interna sin inventarios	0,9	1,6	2,1	2,3	4,3	4,4	4,3	4,3

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.





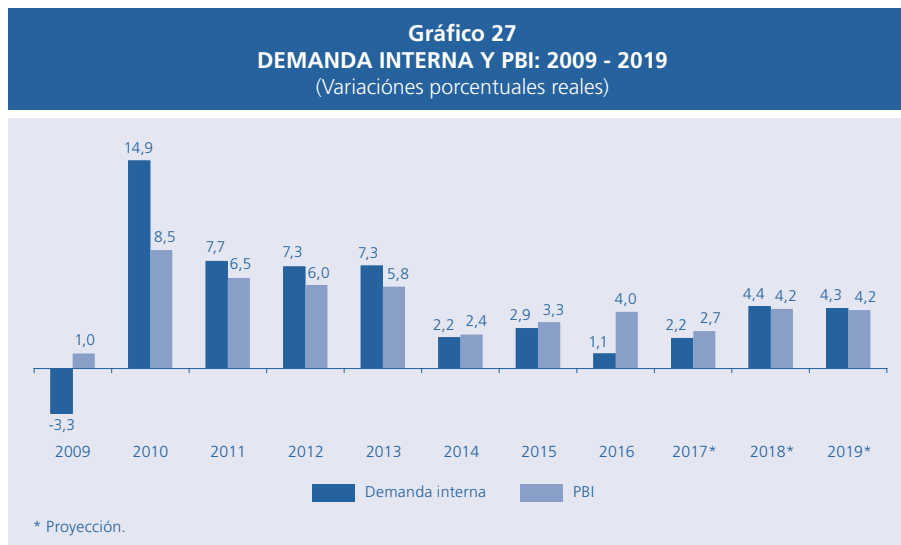
18. Durante los primeros nueve meses del año 2017, el PBI creció 2,4 por ciento, caracterizado por una desaceleración del crecimiento en el primer trimestre del año, reflejo de los eventos negativos que enfrentó la economía principalmente El Niño Costero y por una expansión en los siguientes dos trimestres, luego que se empezaran a revertir estos choques.

La expansión en el segundo y tercer trimestre del año reflejó la recuperación de la demanda interna, la cual registró un crecimiento interanual de 0,2 y 2,4 por ciento, respectivamente. En este sentido, la inversión privada registró un crecimiento positivo en el tercer trimestre después de 14 trimestres consecutivos de caída, reflejo de la recuperación de la confianza empresarial y los términos de intercambio, y la recuperación de la inversión minera (18,7 por ciento). Similar a la inversión privada, el gasto público registró una variación positiva en el tercer trimestre del año, después de cuatro trimestres consecutivos de caída, impulsada por la recuperación del gasto a nivel del gobierno nacional y gobiernos locales. En cuanto al consumo privado, se observó cierta recuperación en su tasa de crecimiento tras los eventos negativos que afectaron su evolución en el primer semestre.

Finalmente, entre enero y setiembre, las exportaciones mantuvieron un crecimiento alto debido a los embarques de productos tradicionales. Cabe resaltar que los productos tradicionales más dinámicos fueron principalmente harina de pescado (mayor captura de anchoveta), mientras que entre los productos no tradicionales destacaron los pesqueros. Por su parte, las importaciones, registraron un crecimiento moderado consecuente con la recuperación de la demanda interna y reflejo de mayores importaciones de bienes de consumo e insumos. Esta evolución implicó una contribución de las exportaciones netas de 1,8 puntos porcentuales, menor que lo registrado en igual periodo del año previo (3,1 puntos porcentuales).

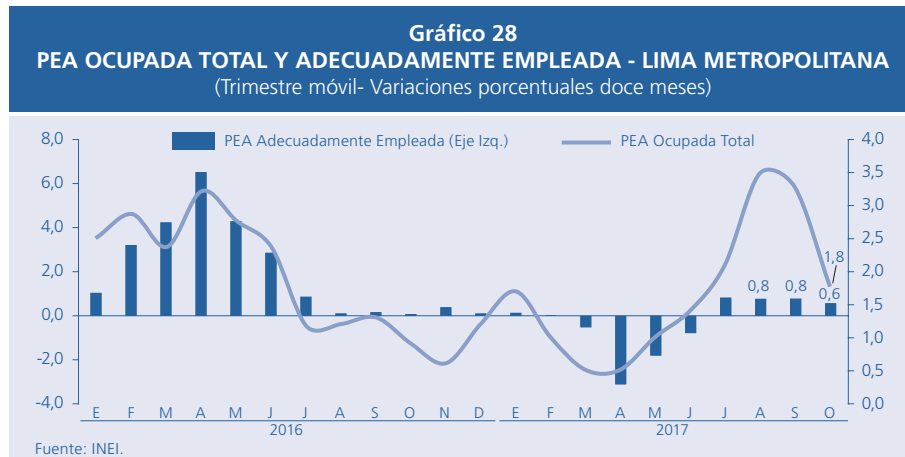
19. Esta evolución de los principales componentes del gasto ha sido compatible con lo previsto en el Reporte de setiembre, con algunos ajustes al alza, particularmente por el lado de la inversión privada fija y las exportaciones, dadas las señales de mayor dinamismo que lo esperado en el Reporte de setiembre para este año. Sin embargo, tomando en cuenta el impacto previsto del choque de oferta (por el reciente enfriamiento del mar) en el sector pesquero para el cuarto trimestre del presente año, se ha revisado ligeramente a la baja el crecimiento del presente año, de 2,8 a 2,7 por ciento. Esta moderación del crecimiento se refleja en una menor contribución de inventarios asociados a la producción pesquera. Como en el Reporte previo, la demanda interna seguirá determinando el dinamismo de la actividad económica. A diferencia del Reporte de setiembre, se considera que la inversión privada mostrará una mayor recuperación mientras que el gasto público reducirá ligeramente la tendencia de crecimiento esperada en lo que resta del año. Finalmente, el consumo privado mantendrá un dinamismo moderado acorde con la evolución de sus determinantes.

20. Para 2018 y 2019, se mantiene la proyección de crecimiento del PBI de 4,2 por ciento para ambos años, tomando en cuenta el mayor dinamismo de la demanda interna. Tal como se informó en setiembre, se espera un mayor crecimiento del consumo privado, sustentado en la recuperación del empleo e ingresos, como consecuencia de la expansión del sector construcción; la mejora de los términos de intercambio y el ingreso disponible. Asimismo, la inversión privada se acelerará ante el mejor desempeño de la inversión minera (asociado a la recuperación de los precios de los minerales), y de infraestructura (asociado al destrabe de algunos proyectos como la Línea 2 del Metro de Lima y el estímulo fiscal). Se estima un mayor dinamismo del gasto público, en particular de la inversión como consecuencia del estímulo fiscal asociado al plan de reconstrucción y los Juegos Panamericanos. Por el lado de las exportaciones, se estima una moderación asociada a un crecimiento más lento de la producción minera. Por su parte, las importaciones crecerían durante 2018 y 2019 a una tasa compatible con el desempeño esperado de la demanda interna, particularmente de la inversión privada.

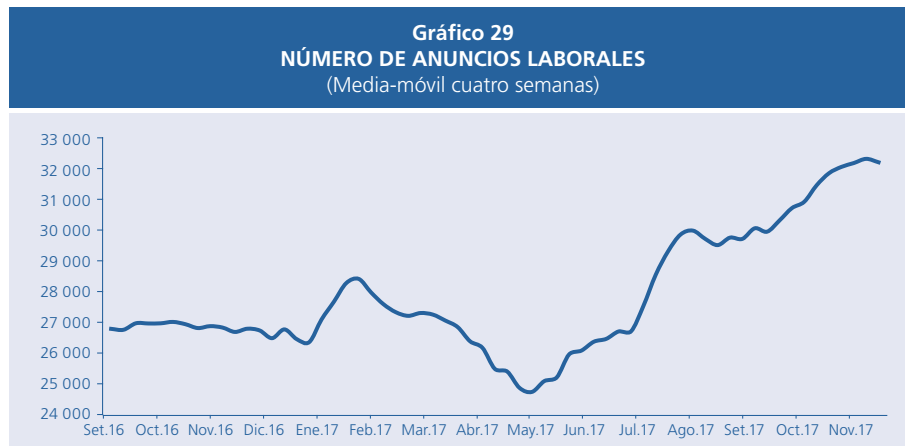


21. Los indicadores recientes del **consumo privado** mostraron una evolución mixta. De un lado, el ingreso real continuó contrayéndose en octubre de 2017, después de estabilizarse en julio, mientras que los indicadores más recientes de empleo señalan recuperación. Asimismo, el crédito a las familias ha mostrado mayor dinamismo desde el tercer trimestre; y las importaciones de bienes de consumo se recuperaron en el segundo y tercer trimestre del año. Por su parte la confianza del consumidor se mantuvo en el tramo optimista.
- a) La Población Económicamente Activa (PEA) ocupada de Lima Metropolitana registró un crecimiento de 1,8 por ciento en el trimestre móvil agosto-octubre, tasa menor a la registrada en los tres trimestres móviles previos.

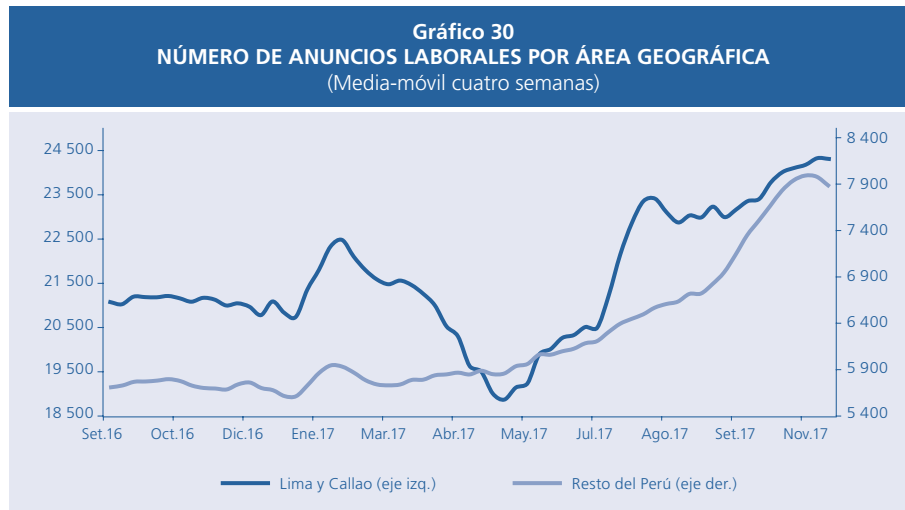




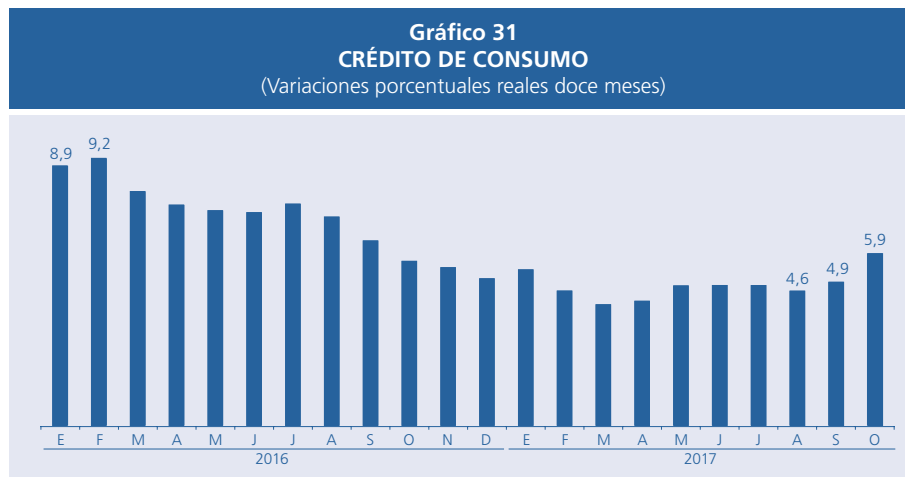
Por otro lado, el número de anuncios de empleo a través de páginas web¹, luego de registrar una fuerte recuperación entre julio e inicios de agosto, registró cierto estancamiento entre mediados de agosto y setiembre. Este último resultado concuerda con la moderación del empleo registrada entre agosto y octubre (de acuerdo a la evolución de la PEA ocupada de Lima Metropolitana). Sin embargo, desde mediados de octubre los anuncios vuelven a elevarse de manera significativa, lo que señalaría una mejor evolución del empleo para los próximos meses.



¹ Desde setiembre de 2016, el BCRP sigue las principales páginas web de anuncios de empleo. A partir de esta información se ha construido un indicador alternativo de empleo que se actualiza diariamente. Cada anuncio contiene una breve descripción del empleo, así como la ubicación de la empresa que contrata. Debido a que los anuncios de empleo reportados pueden mantenerse en cada página web por más de un día y como no existe información acerca si el empleo ha sido cubierto, solo se consideran los anuncios con una antigüedad menor o igual a 7 días para reflejar las condiciones recientes del mercado de trabajo. Los datos considerados son un promedio diario semanal.

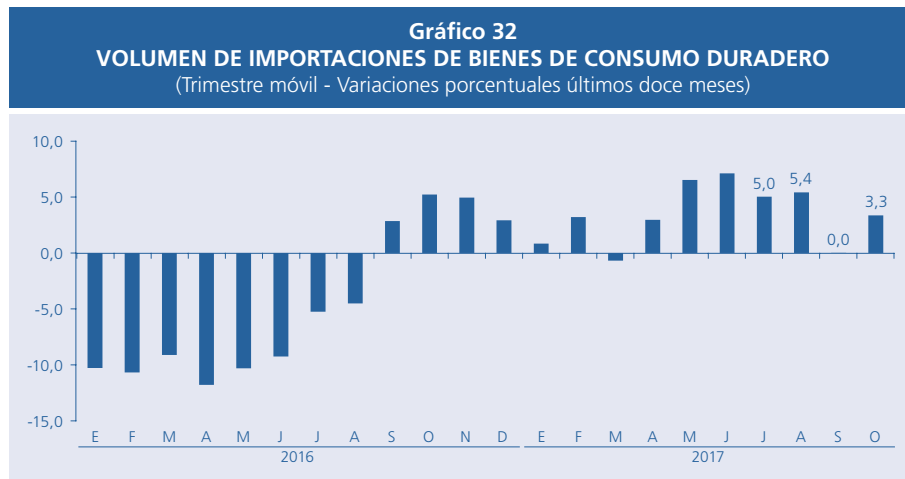


- b) A pesar de mostrar tasas de crecimiento menores respecto a 2016, el crédito de consumo ha venido mostrando mayor dinamismo desde el tercer trimestre.

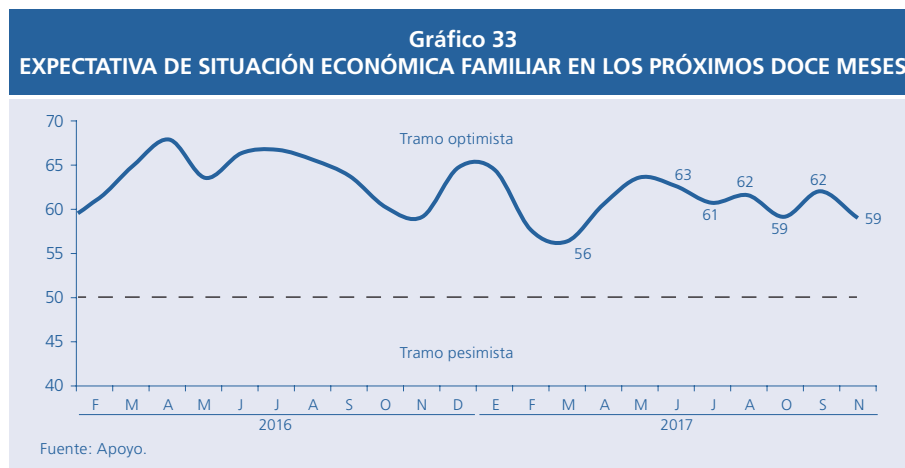


- c) Las importaciones de bienes de consumo duradero mostraron una recuperación de 3,3 por ciento en el trimestre móvil agosto-octubre, luego de no crecer en el trimestre móvil previo, retomando su evolución positiva observada desde marzo, en línea con la recuperación del crédito.





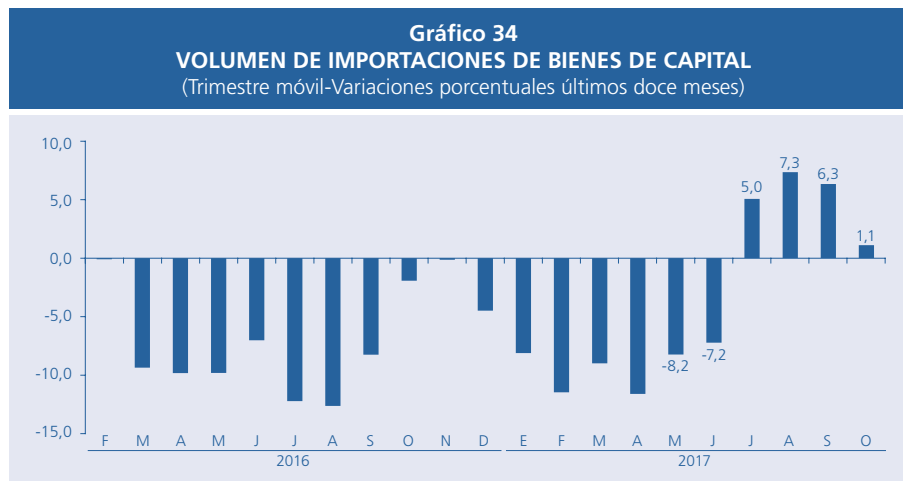
- d) En noviembre de 2017, el índice de confianza del consumidor, medido como la expectativa de la situación económica familiar a 1 año, se ubicó en 59 puntos, manteniéndose en el área optimista y mostrando una recuperación respecto a inicios de año (cuando primaron los choques que afectaron a la economía).



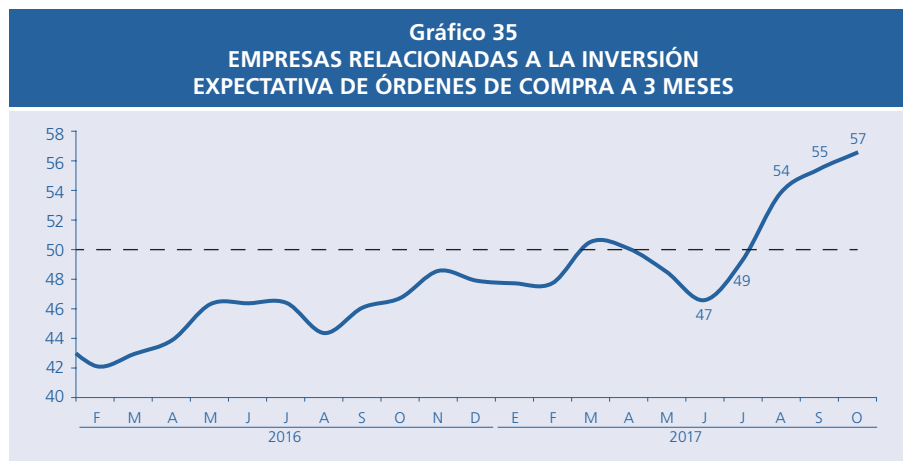
22. En el caso de la **inversión privada**, los indicadores contemporáneos y adelantados recientes señalan recuperación. En octubre, las importaciones de bienes de capital mostraron crecimiento, las expectativas de órdenes de compra (a 3 meses) de las empresas vinculadas a la inversión privada se recuperaron por cuarto mes consecutivo, y las expectativas sobre la economía (de 3 y 12 meses) continuaron al alza.

- a) El volumen de importaciones de bienes de capital, excluyendo materiales de construcción, indicador de la demanda de inversión, aumentó 1,1 por ciento anual en el trimestre móvil agosto – octubre, tasa menor a la registrada en los

tres trimestres móviles previos, aunque por encima a la registrada durante el año previo y el primer trimestre de 2017.

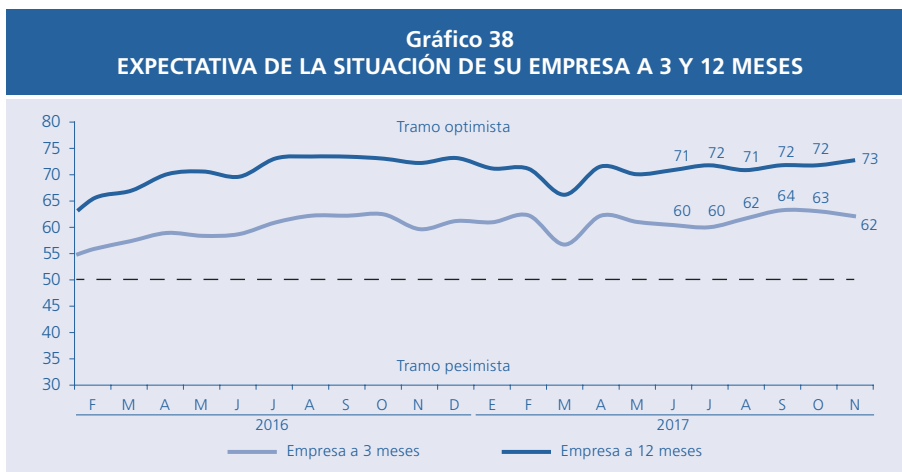
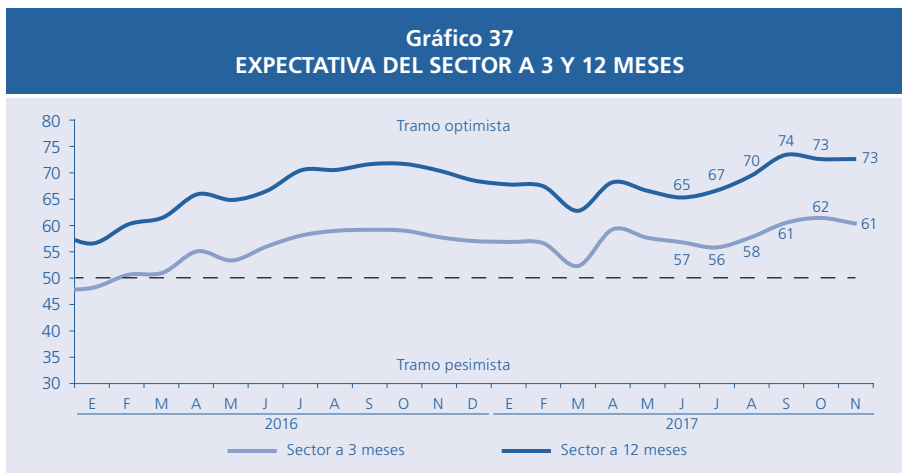
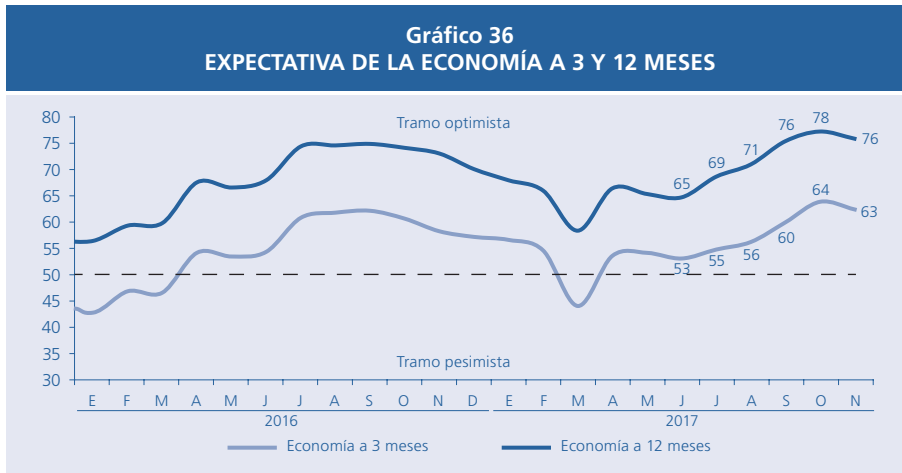


- b) Las expectativas de órdenes de compra a 3 meses de las empresas ligadas a inversión –productoras y/o comercializadoras de bienes de capital, cementeras y empresas de construcción– se han elevado consecutivamente desde julio hasta alcanzar 57 puntos en octubre, nivel no observado desde junio de 2013.



- c) Las expectativas de la economía y del sector, a tres y doce meses, se mantuvieron en el tramo optimista y alcanzaron en noviembre de 2017 niveles superiores al promedio del periodo enero-setiembre 2017 y al periodo previo al Fenómeno El Niño Costero. Por su parte, las expectativas de los empresarios sobre la situación de sus empresas, a 3 y 12 meses, alcanzaron 62 y 73 puntos, respectivamente, mayores a los registrados durante el Fenómeno El Niño Costero.



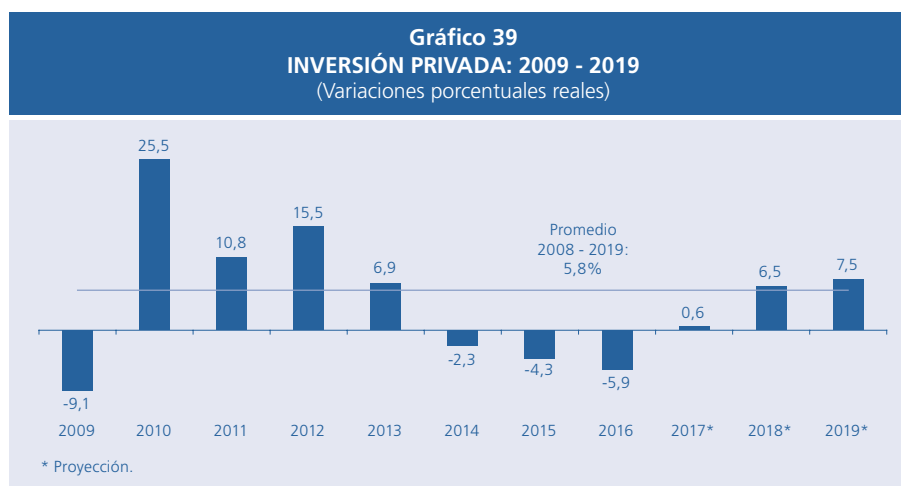


23. Las expectativas de crecimiento del PBI se revisan ligeramente al alza. Para el año 2017, en el caso del sistema financiero y analistas económicos, se registra una ligera revisión de 2,5 a 2,7 por ciento; mientras que en el caso de las empresas no financieras se mantiene el pronóstico de crecimiento en 3,0 por ciento. Para 2018 y 2019, los agentes económicos esperan un crecimiento del PBI, en promedio, de 3,9 por ciento.

Cuadro 16 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI (Variaciones porcentuales)				
		RI Jun.17	RI Set.17	RI Dic.17*
Sistema Financiero				
	2017	2,6	2,5	2,7
	2018	3,6	3,5	3,8
	2019	4,0	3,7	3,8
Analistas Económicos				
	2017	2,6	2,5	2,7
	2018	3,6	3,5	4,0
	2019	4,0	4,0	4,0
Empresas No Financieras				
	2017	3,0	3,0	3,0
	2018	3,9	3,7	3,8
	2019	4,0	4,0	4,0

*Encuesta realizada el 30 de noviembre.

24. En el horizonte de proyección, la **inversión del sector privado** crecería 0,6 por ciento en 2017 y se recuperaría a 6,5 y a 7,5 por ciento en 2018 y 2019, respectivamente.





Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2018-2019 alcanzan US\$ 18,4 mil millones. La mejora en el precio de los metales permitiría destinar fondos a las empresas mineras a la renovación de equipos y exploraciones que estuvieron en espera en los últimos años, mientras que el sector infraestructura tendrá un mayor dinamismo principalmente por el desarrollo de proyectos concesionados.

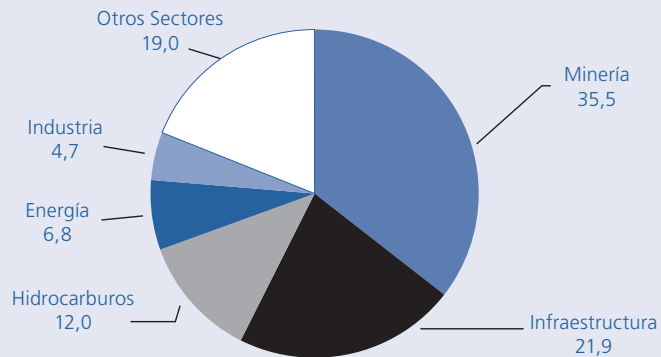
Los anuncios de inversión en los sectores minería e infraestructura concentran más del 50 por ciento de la inversión anunciada.

Cuadro 17
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2018-2019
(Millones de US\$)

	Total inversión	Número de proyectos
Minería	6 529	25
Infraestructura	4 019	24
Otros Sectores	3 481	56
Hidrocarburos	2 213	16
Energía	1 257	21
Industria	870	11
TOTAL	18 369	153

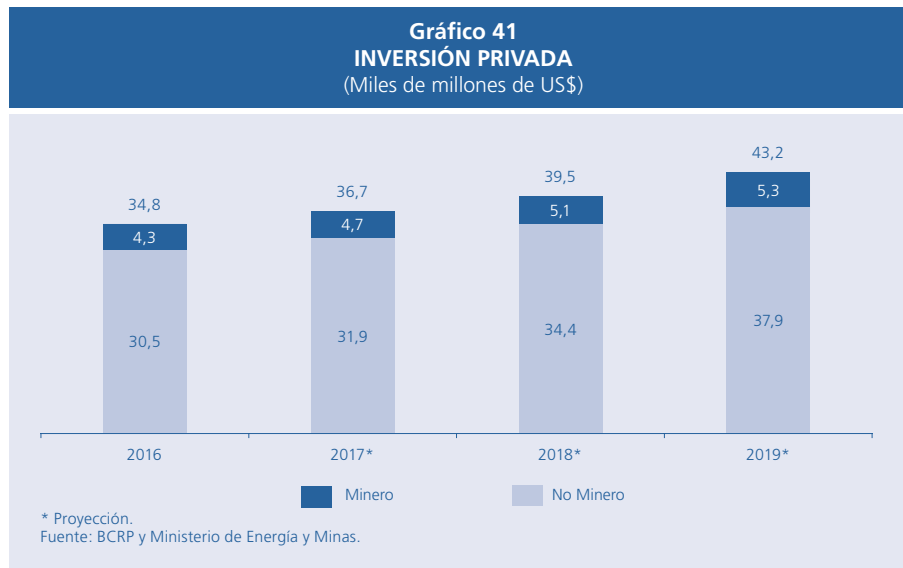
Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

Gráfico 40
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2018-2019
(En porcentaje de participación)



Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

En el **sector minero**, se espera que la ampliación de la mina Toquepala de Southern, se termine en 2018. Esta ampliación, que incluye la implementación de una nueva concentradora con tecnología avanzada, incrementaría la capacidad de producción anual de cobre en 100 mil toneladas a 235 mil toneladas, y también aumentaría la producción de molibdeno en 3,1 mil toneladas. Por su parte, Quellaveco de Anglo American, continúa realizando trabajos de optimización y finalizando el estudio de factibilidad cuyo cambio sería el aumentar la capacidad de procesamiento diario de 85 mil toneladas de mineral a 127,5 mil toneladas. Se estima que la producción anual de este proyecto llegue a 225 mil toneladas de cobre.



En el **sector hidrocarburos**, se observa una caída significativa de los contratos de exploración y explotación. Se espera que el Gasoducto Sur Peruano sea licitado en 2018.

En el **sector infraestructura**, se espera que en 2018 se inicie las obras de ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, con una inversión de US\$ 1 500 millones en un período de cinco años. Por su parte, el proyecto Línea 2 del Metro de Lima, registra un 19,3 por ciento de avance, según el Ministerio de Transportes y Comunicaciones, y tiene aprobados los estudios de ingeniería de las obras civiles de la primera etapa, la que abarca cinco estaciones, seis pozos de ventilación, un túnel subterráneo y un patio taller.





Cuadro 18
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2017-2019
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
A. Adjudicados	376
Hidrovia Amazónica	95
Línea de transmisión Aguaytia-Pucallpa 138 kV	9
Enlace 500 KV Mantaro-Nueva Yanango-Carapongo y SSEE Asociadas y Enlace 500 KV Nueva Yanango-Nueva Huánuco y SSEE asociadas	272
B. Por Adjudicar	10 665
B.1 Convocados	3 984
Proyecto minero Michiquillay	1 950
Obras de cabecera y conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima	600
Longitudinal de la sierra tramo 4:	464
Masificación de uso de gas natural - Distribución de gas natural por red de ductos en las regiones de Apurímac, Ayacucho, Huancavelica, Junín y Cusco, Puno y Ucayali	350
Ferrocarril Huancaayo - Huancavelica	235
Instalación de banda ancha para Puno	77
Instalación de banda ancha para Junín	65
Instalación de banda ancha para Lima	61
Línea de Transmisión 220 KV Tintaya - Azángaro	59
Instalación de banda ancha para Amazonas	57
Instalación de banda ancha para Ica	24
Instalación de banda ancha para Moquegua	16
Instalación de banda ancha para Tacna	15
Inmuebles de propiedad del Fondo Consolidado de Reservas Previsionales -FCR	11
B.2 Por Convocar	6 681
Línea 3 del Metro de Lima	5 600
Parque Industrial de Ancón	500
Creación del Instituto del Niño y Adolescente del Seguro Social de Salud	170
Nuevo hospital de alta complejidad de Piura	144
Nuevo hospital de alta complejidad de Chimbote	110
Repotenciación a 1000 MVA de LT 500 kV Carabaylo - Chimbote -Trujillo y Compensador Reactivo Variable +400/-150 MVAR en SE Trujillo Norte 500 kV	64
Compensador Reactivo Variable en la subestación San Juan	25
Nueva subestación de la Planicie 500/200 kv	20
Subestación Chíncha Nueva	20
Subestación Nazca Nueva	18
Subestación Nueva Carhuaquero 220 kv	10

Fuente: Proinversión.

La inversión estimada en proyectos adjudicados en concesión en 2017 al mes de octubre es de US\$ 376 millones. Proinversión ha anunciado proyectos por adjudicar en el periodo 2017-2019 que involucran una inversión de US\$10,7 millones.

Cuadro 19
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2018-2019

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Aluminium Corp. Of China Ltd.(Chinalco)	Mejoras y ampliación en el sistema productivo de Toromocho
	Shougang Corporation	Ampliación de Mina Marcona
	Angloamerican	Quellaveco
	Grupo Breca	Mina Justa
	Por concesionar	Michiquillay
HIDROCARBUROS	Pluspetrol Perú Corp.	Ampliación de capacidad de transporte
	China National Petroleum Corporation	Exploración Lote 58
	Calidda Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
ENERGÍA	Interconexión Eléctrica S.A.	Enlace Mantaro Nueva Yanango
	Enersur	Intipampa
	Grupo Enel	Wayra 11
INDUSTRIA	Corporación Lindley	Almacenes, centros de distribución y mejoras en infraestructura
	Repsol YPF	Ampliación de Refinería La Pampilla
	Grupo Celepsa	Ampliación de planta en Pisco
INFRAESTRUCTURA	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay
	ADP	Mejoras y nuevas pistas de aterrizaje
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
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
	Inversiones Centenario	Inversiones Inmobiliarias y ampliación de centros comerciales
	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.

25. Para el año 2017, se revisa ligeramente a la baja la proyección de crecimiento de la **inversión del sector público** de 7,0 a 6,0 por ciento, consecuente con el desempeño observado durante los primeros once meses del año. Durante el periodo enero-noviembre, destacan las tasas de crecimiento positivas registradas desde junio por la mayor ejecución de gastos en obras de mejora y ampliación de sistemas de agua potable y alcantarillado; proyectos de infraestructura vial y educativa; y por el inicio de las obras para los Juegos Panamericanos. Asimismo, se observó un esfuerzo de destrabe de grandes proyectos, donde destacó la reanudación de la construcción de la Línea 2 del Metro de Lima y Callao, así como el inicio de obras en la Villa Panamericana y en la Carretera Bellavista–El Estrecho.

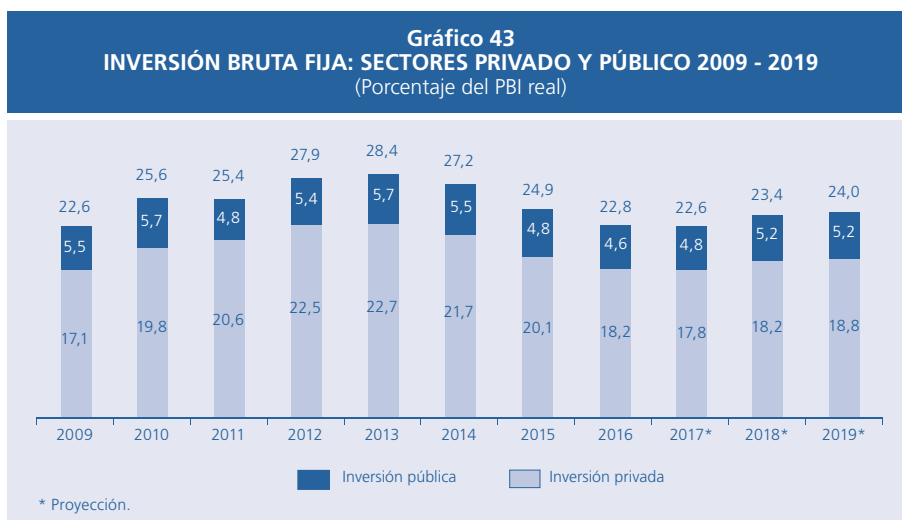
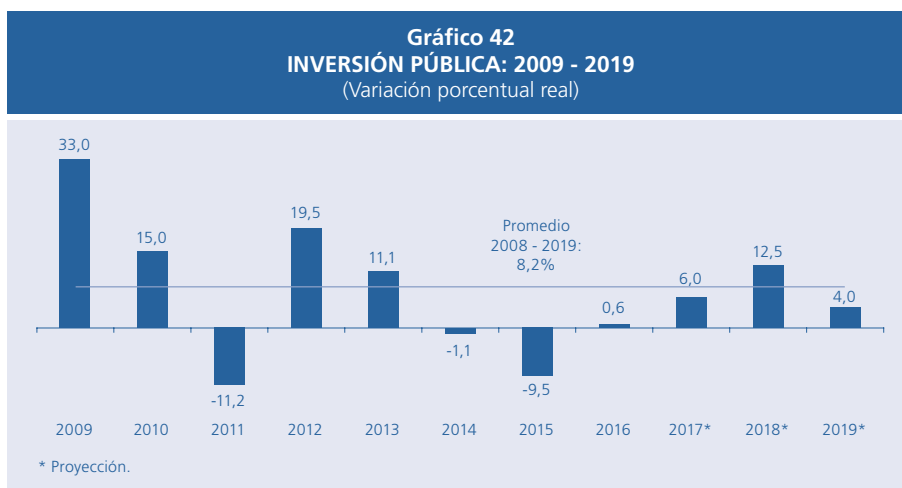
Asimismo, se revisa la proyección de crecimiento de la inversión pública de 15,0 a 12,5 por ciento para 2018, debido a un avance más lento del gasto, y se mantiene





en 4,0 por ciento para 2019. Esta trayectoria es consecuente con la política fiscal expansiva orientada a la reconstrucción de infraestructura (luego del impacto negativo del Fenómeno El Niño Costero) y a los Juegos Panamericanos

Considerando la evolución de la inversión privada y de la inversión pública, el ratio de inversión bruta fija a PBI alcanzaría 24,0 por ciento en el año 2019.



PBI sectorial

26. Respecto a la actividad sectorial, la evolución de los principales sectores, en líneas generales, concuerda con lo esperado. A diferencia del Reporte previo, se revisa ligeramente a la baja la proyección de crecimiento de 2017, de 2,8 a 2,7 por ciento, básicamente por la menor disponibilidad de anchoveta para la industria pesquera en

la zona norte-centro de la costa, cuyo impacto se concentraría en el sector pesquero y la manufactura primaria relacionada al sector. Adicionalmente, el presente escenario de proyección incorpora algunas revisiones al alza particularmente en el sector construcción, compatible con la mejor evolución registrada de la inversión.

En el horizonte 2018-2019, como en el Reporte previo, se proyecta una reversión completa de los impactos negativos asociados al Fenómeno El Niño Costero, así como un mayor estímulo fiscal por reconstrucción y destrabe de los principales proyectos de infraestructura, que permitirían un mayor dinamismo de la inversión y consumo privados. Así, el presente escenario mantiene la proyección de crecimiento del PBI de 4,2 por ciento en 2018 y 2019. Como en el caso del año 2017, se presentan recomposiciones básicamente en los sectores pesquero (al alza) y minero (a la baja).

Cuadro 20 PBI POR SECTORES ECONÓMICOS (Variaciones porcentuales reales)								
	2016	2017*			2018*		2019*	
	Año	Ene.-Set.	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
Agropecuario	2,6	1,5	2,5	2,1	4,5	4,3	4,4	4,4
Agrícola	1,7	0,8	2,9	1,4	4,6	4,3	4,5	4,4
Pecuario	4,0	2,7	1,9	3,1	4,2	4,2	4,4	4,4
Pesca	-10,1	34,2	30,2	4,3	7,2	22,5	2,9	4,1
Minería e hidrocarburos	16,3	3,4	3,5	3,5	5,3	3,8	2,0	2,5
Minería metálica	21,2	4,5	4,1	4,6	4,6	4,2	2,4	2,2
Hidrocarburos	-5,1	-2,7	0,5	-2,5	10,6	1,8	0,0	5,3
Manufactura	-1,4	0,8	1,6	-0,2	3,6	5,0	4,1	4,2
Recursos primarios	-0,6	9,6	11,2	2,4	4,6	9,1	4,7	5,6
Manufactura no primaria	-1,7	-2,0	-1,5	-1,0	3,3	3,5	3,7	3,7
Electricidad y agua	7,3	1,5	2,2	1,4	4,5	3,0	4,5	4,0
Construcción	-3,1	-0,7	0,9	3,5	8,0	8,9	9,5	9,5
Comercio	1,8	0,8	1,8	1,5	3,5	3,5	3,8	3,8
Servicios	4,0	3,1	3,1	3,4	3,6	3,7	4,3	4,0
PRODUCTO BRUTO INTERNO	4,0	2,4	2,8	2,7	4,2	4,2	4,2	4,2
Nota:								
PBI primario	10,0	4,1	4,7	3,1	5,1	4,9	2,9	3,4
PBI no primario	2,4	1,9	2,2	2,5	3,9	4,1	4,6	4,4

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

- a) El sector **agropecuario** creció 5,5 por ciento durante el tercer trimestre del año, por la mayor oferta de café, arándanos y cacao para el mercado externo, así como de arroz y papa para el mercado interno. Por el contrario, disminuyó la producción de uva, limón y banano en Piura y de pimienta piquillo, alcachofa y espárrago en regiones costeras. Con ello, el sector acumuló un crecimiento





de 1,5 por ciento a setiembre, revirtiendo el impacto de los efectos climáticos anómalos (sequía, exceso de lluvias y Niño Costero).

Hacia el resto del año, se esperan mejoras en la producción de cultivos de corto período vegetativo como papa y arroz con la normalización de las condiciones climáticas. Sin embargo, cultivos de amplio período vegetativo como los frutales enfrentan condiciones adversas derivadas de dichas anomalías climáticas en la costa norte, entre ellos la uva y el mango. Ante ello, se revisa a la baja el crecimiento de 2017 de 2,5 a 2,1 por ciento.

Para 2018, se proyecta un crecimiento de 4,3 por ciento considerando mejores condiciones climáticas que permitan restablecer el crecimiento de la producción de arroz y limón en Piura, e incluir mayor área comercial de arándanos, palta y cacao. Para 2019 se espera que se mantenga el ingreso de áreas productivas y el aumento de la oferta exportable, proyectándose un crecimiento de 4,4 por ciento.

- b) Durante el tercer trimestre de 2017, el sector **pesca** se contrajo en 42,8 por ciento después de experimentar un crecimiento de 82,9 por ciento en el primer semestre. Con ello, el sector acumula un crecimiento de 34,2 por ciento a setiembre. Este resultado refleja los menores desembarques de anchoveta destinados a consumo industrial a finales de la primera temporada de pesca en la zona norte-centro así como la menor disponibilidad de especies para consumo humano directo, principalmente de congelado.

Asimismo, durante la segunda temporada de pesca de anchoveta en la zona norte centro, la mayor presencia de juveniles y las condiciones ligeramente frías de la temperatura superficial del mar peruano, que afectan la distribución del recurso, han ocasionado que no existan aglomeraciones importantes de adultos por lo que se ha suspendido la actividad pesquera en los meses de noviembre y diciembre. Con ello, se revisa a la baja la proyección de crecimiento del sector para este año de 30,2 a 4,3 por ciento.

Para 2018, se revisa al alza el crecimiento del sector de 7,2 a 22,5 por ciento pues no se esperan condiciones oceanográficas atípicas. Así, la captura de anchoveta en la zona Norte-Centro se desarrollará en condiciones normales y se favorecerá el desembarque de especies para consumo humano directo. Para 2019, se espera un crecimiento del sector de 4,1 por ciento.

- c) En el periodo enero – setiembre, el subsector **minería metálica** creció 4,5 por ciento con respecto a similar periodo en el año previo. Esta desaceleración con respecto a las tasas observadas en 2016 se debe a un menor crecimiento de la producción de cobre, puesto que durante el año pasado Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde alcanzaron su nivel óptimo de producción.

Sin embargo, esta moderación en el crecimiento ha sido menor que la prevista en el Reporte previo. En consecuencia, el crecimiento del subsector minería metálica se revisa al alza en 2017, de 4,1 a 4,6 por ciento. Esto se debe principalmente a tres factores: (i) mayor producción de zinc de Antamina, debido a que está extrayendo de zonas con mayor contenido de zinc, y al contexto con mejores precios internacionales; (ii) menor caída en el oro por mejores leyes en La Poderosa y Gold Fields La Cima, así como un mayor contenido de oro que el esperado durante el cierre de la mina Pierina de Barrick; y (iii) mayor extracción de molibdeno, subproducto del cobre.

Para 2018, se revisa a la baja el crecimiento del subsector, de 4,6 a 4,2 por ciento, principalmente por menor producción esperada de cobre, estimándose que la ampliación de Toquepala llegue a su máxima capacidad durante el primer trimestre de 2019, en contraste con el Reporte anterior, cuando se esperaba que sea durante el cuarto trimestre de 2018. Para 2019 se espera una moderación en el crecimiento de la producción los principales metales.

Cuadro 21 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)					
	2015	2016	2017*	2018*	2019*
Cobre	25,8	40,1	5,0	5,1	3,1
Oro	4,8	4,2	-0,8	-1,7	-0,5
Zinc	8,0	-6,1	10,3	4,1	-1,8

* Proyección.

- d) La producción del subsector **hidrocarburos** cayó 2,7 por ciento durante los primeros nueve meses de 2017. Ello se debe a menor extracción de líquidos de gas natural (-3,3 por ciento) y de gas natural (-7,7 por ciento). Esto se explica por menores exportaciones del lote 56 (Pluspetrol) y por menor demanda de gas por parte de las generadoras termoeléctricas, lo que afecta principalmente al lote 88 (Pluspetrol). En contraste, la producción de petróleo en este periodo creció 3,5 por ciento por el reinicio de la producción en el lote 192 desde febrero de 2017, pese a la paralización de 43 días iniciada en setiembre por problemas sociales.

Considerando esto, se revisa a la baja la proyección de la producción del subsector hidrocarburos de un crecimiento de 0,5 por ciento a una caída de 2,5 por ciento por menor producción de gas natural y de líquidos de gas natural. En 2018, se espera que el subsector crezca 1,8 por ciento, asumiendo un escenario conservador para el lote 192, ausencia de producción en el lote 67 por los bajos precios del petróleo y los altos costos para el uso del Oleoducto Norperuano, y una menor producción de gas natural por menor demanda para generación de electricidad. Por su parte, en 2019 se espera un crecimiento de 5,3 por ciento.



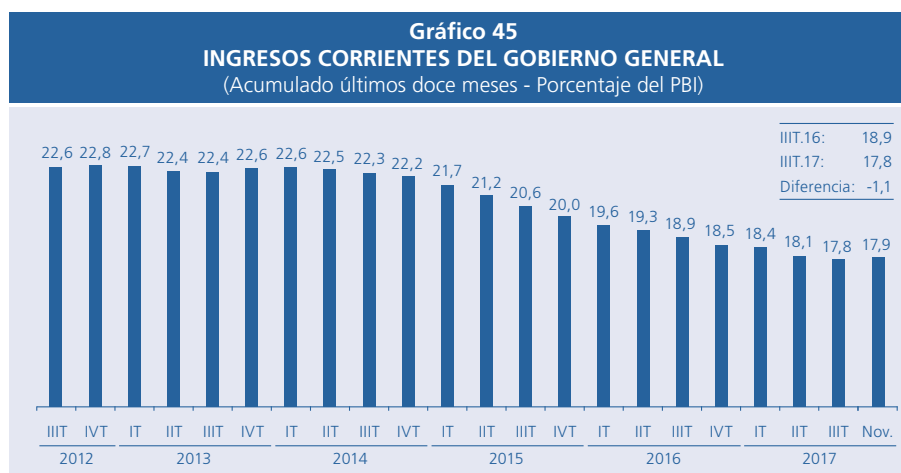
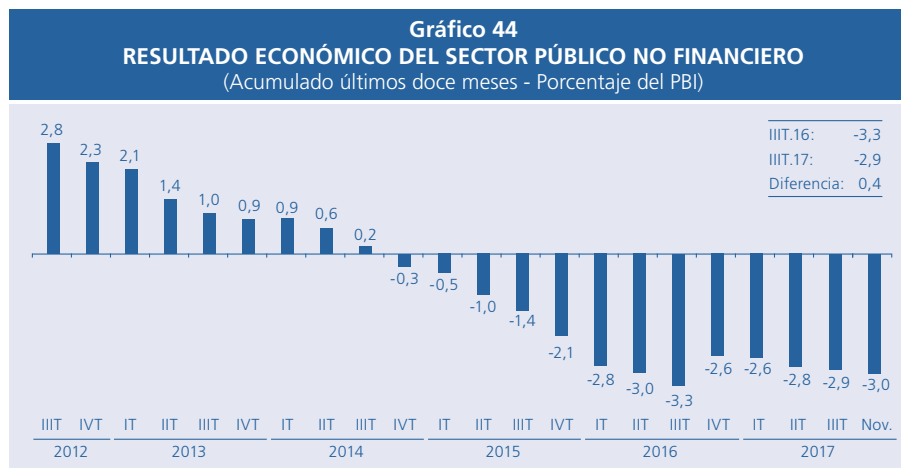


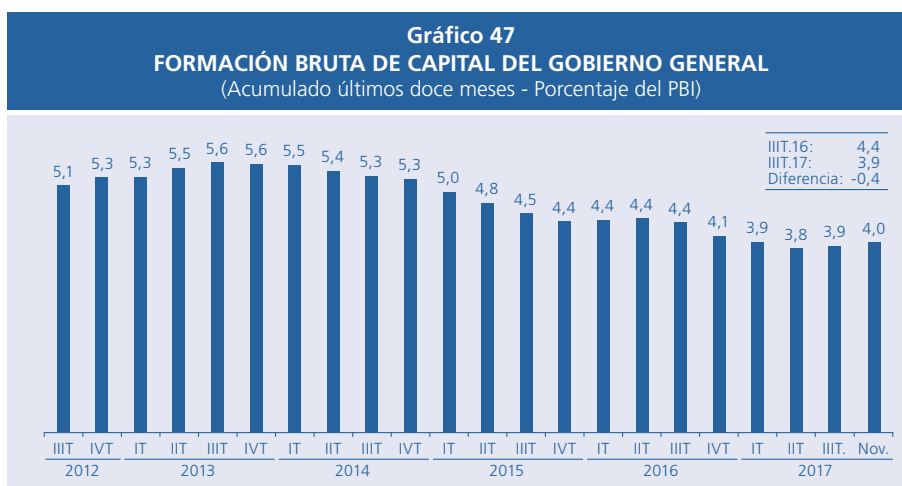
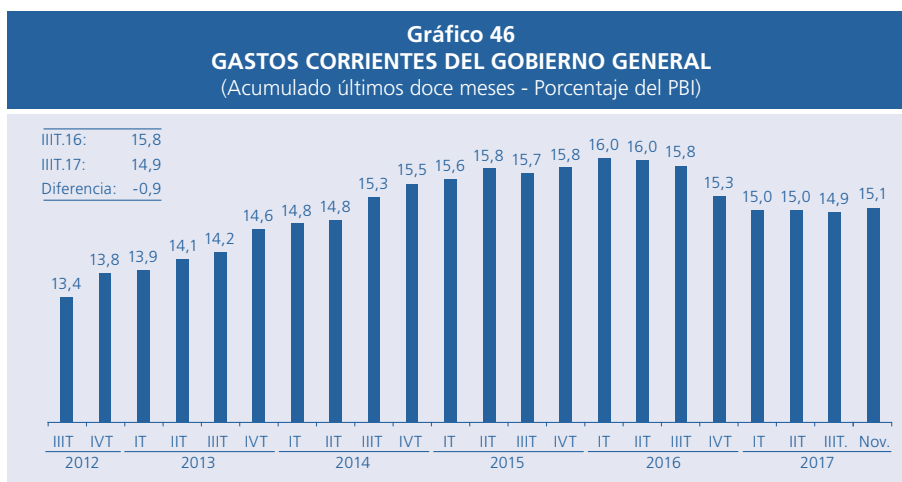
- e) La **manufactura no primaria** se contrajo 2,0 por ciento en los tres primeros trimestres de 2017. Ello fue resultado esencialmente del deterioro de la producción de bienes orientados a insumos, consumo masivo y exportaciones. En contraste, en los últimos meses se recuperaron las ramas industriales vinculadas a inversión.

El crecimiento de la manufactura total en 2017 se revisó a la baja, de 1,6 a -0,2 por ciento, debido a la evolución de la manufactura primaria, por menores rendimientos de azúcar por El Niño Costero, y menor producción de harina y aceite de pescado por capturas de anchoveta menores a lo esperado; y de la manufactura no primaria por menor crecimiento en la producción de insumos. En 2018 y 2019, se proyecta que el sector se recupere y crezca 5,0 y 4,2 por ciento respectivamente, debido al mayor dinamismo del lado primario y la reversión del declive del no primario, en línea con la recuperación esperada del consumo y la inversión.

IV. Finanzas públicas

27. El sector público no financiero registró un déficit fiscal acumulado en doce meses equivalente a 3,0 por ciento del PBI a noviembre de 2017, por encima del déficit de 2,6 por ciento del PBI alcanzado en diciembre de 2016. Este resultado se explicó, básicamente, por la reducción de ingresos corrientes, que representaron el 17,9 por ciento del producto en noviembre, 0,6 puntos del producto menos con respecto a 2016. Por su parte, los gastos corrientes llegaron al nivel de 15,1 por ciento del PBI, luego de haberse mantenido cercanos al 15,0 por ciento del producto durante los tres primeros trimestres de 2017. Asimismo, la formación bruta de capital aumentó a 4,0 por ciento del producto, con lo que se confirmó la reversión del declive que se venía dando desde 2013 en esta variable.





28. Como se informó en el reporte previo, el escenario de proyección asume la presencia de un estímulo fiscal, con énfasis en la inversión pública, desde el cuarto trimestre de 2017 y a lo largo de 2018. Así, se proyecta un déficit de 3,0 por ciento del PBI en 2017 y de 3,5 del PBI en 2018, consistentes con los niveles contemplados en el Marco Macroeconómico Multianual 2018-2021 y con las metas de déficit aprobadas en la Ley N° 30637. Los gastos se moderarían en 2019 y con ello el déficit descendería a 2,9 por ciento del PBI, en consonancia con el compromiso de convergencia hacia un déficit fiscal de 1,0 por ciento del PBI en 2021.

Cuadro 22
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Porcentaje del PBI)

	2016	2017	2017*		2018*		2019*	
	Año	Ene.-Set.	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
1. Ingresos corrientes del gobierno general ^{1/}	18,5	18,0	18,1	18,1	18,3	18,3	18,4	18,5
Variación % real	-4,1%	-1,6%	1,3%	1,8%	5,4%	5,9%	4,9%	5,4%
2. Gastos no financieros del gobierno general ^{2/}	19,9	18,3	20,0	20,1	20,4	20,5	19,9	20,0
Variación % real	-2,4%	0,8%	4,2%	4,7%	6,4%	7,1%	1,5%	1,6%
Del cual:								
Gasto corriente	15,3	14,3	15,0	15,1	15,0	15,2	14,6	14,8
Variación % real	0,3%	0,7%	2,3%	2,8%	4,1%	5,8%	1,4%	1,4%
Formación bruta de capital	4,1	3,3	4,3	4,3	4,8	4,7	4,8	4,6
Variación % real	-3,1%	-1,9%	9,6%	9,9%	16,4%	14,0%	3,4%	3,3%
3. Otros	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	-1,5	-0,3	-1,8	-1,8	-2,1	-2,2	-1,5	-1,4
5. Intereses	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4
6. Resultado económico	-2,6	-1,7	-3,0	-3,0	-3,5	-3,5	-2,9	-2,9
Nota:								
Resultado económico estructural	-2,7	-1,6	-3,2	-3,2	-3,5	-3,6	-2,8	-2,8
Impulso fiscal ponderado	-0,5	-0,3	0,1	0,1	0,6	0,5	-0,5	-0,5
Brecha del producto	0,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,3	-0,2	0,0	0,0

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

Ingresos fiscales

29. Los ingresos corrientes del gobierno general, medidos en términos del PBI, han continuado disminuyendo, principalmente por el deterioro de los ingresos tributarios. Sin embargo, esta tendencia se atenuó desde el inicio del tercer trimestre del año, lo cual es consecuente con la recuperación de la actividad económica anticipada en el Reporte de setiembre.

En el período enero-noviembre de 2017, los ingresos corrientes se redujeron en 0,7 puntos porcentuales del producto respecto al nivel observado en el mismo período de 2016. El impuesto a la renta (caída de 0,5 puntos porcentuales del PBI), se vio afectado negativamente por la desaceleración de la actividad económica durante los dos primeros trimestres del año y la aplicación del Régimen MYPE Tributario,





que implica un menor pago a cuenta de las empresas bajo dicho régimen. Por su parte, el IGV se contrajo (caída de 0,3 puntos porcentuales del PBI) debido al menor crecimiento de la demanda interna en los dos primeros trimestres del año y a la aplicación del IGV Justo, que permite la prórroga por tres meses del pago de este impuesto para las micro y pequeñas empresas.

Asimismo, en el primer semestre, los ingresos tributarios fueron afectados por dos factores adicionales: el aumento de devoluciones y el aplazamiento de pago de impuestos por el Fenómeno El Niño Costero. Por un lado, las devoluciones alcanzaron niveles máximos históricos debido a la atención de requerimientos de saldos a favor de los exportadores. Por otro lado, la SUNAT estableció una prórroga de los plazos de vencimiento de la declaración y pago de las obligaciones tributarias mensuales y de la declaración jurada anual del impuesto a la renta e impuesto a las transacciones financieras para los contribuyentes de las regiones afectadas por el Fenómeno El Niño Costero.

Sin embargo, desde el tercer trimestre del año, la caída de ingresos fue atenuada por la recuperación de la demanda interna, así como la regularización del pago de impuestos de contribuyentes que habían postergado su desembolso por efectos del Fenómeno El Niño Costero.

De acuerdo con esta evolución de los ingresos tributarios y con los ingresos por repatriación de capitales esperados para fin de año, se ha mantenido la proyección de los ingresos corrientes en 18,1 por ciento del producto para 2017. Asimismo, se proyecta una recuperación de los ingresos en 2018 y 2019 para llegar a los niveles de 18,3 y 18,5 por ciento del PBI, respectivamente. Este escenario es congruente con un retorno de las devoluciones tributarias a sus niveles históricos y con la aceleración de la demanda interna que permitiría la recuperación de los ingresos tributarios. Vale apuntar que estas proyecciones no consideran medidas fiscales adicionales a las dadas entre diciembre de 2016 e inicios de 2017.

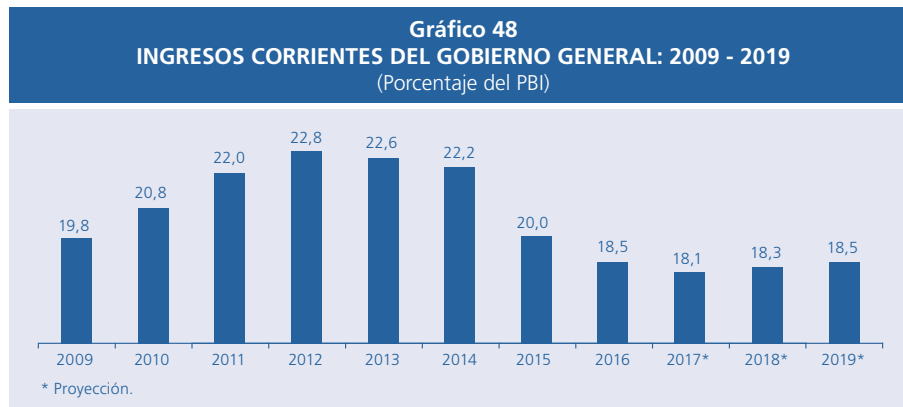
Cuadro 23
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2016	2017	2017*		2018*		2019*	
	Año	Ene.-Set.	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
INGRESOS TRIBUTARIOS	14,0	13,1	13,3	13,4	13,7	13,9	13,9	14,1
Impuesto a la Renta ^{1/}	5,6	5,3	5,3	5,4	5,4	5,4	5,3	5,5
Impuesto General a las Ventas	8,0	7,8	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0	8,0
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7
Devoluciones de impuestos	-2,5	-2,7	-2,5	-2,5	-2,3	-2,2	-2,0	-2,1
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,5	4,9	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,5
TOTAL	18,5	18,0	18,1	18,1	18,3	18,3	18,4	18,5

1/ Incluye los ingresos por repatriación de capitales.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.



Gasto público

30. En lo que va de 2017, la evolución del gasto público puede descomponerse en dos tramos. Durante el período enero-julio, el gasto público tuvo una caída de 0,7 puntos porcentuales del PBI con respecto al mismo período de 2016. Esta evolución se revirtió durante el período agosto-noviembre, cuando el gasto registró un crecimiento de 0,9 puntos del producto comparado con similar período de 2016. Este resultado fue impulsado por un fuerte crecimiento de la formación bruta de capital desde el tercer trimestre del año en los tres niveles de gobierno.

La recuperación de la inversión pública se explica por la mayor ejecución de gastos en obras de mejora y ampliación de sistemas de agua potable y alcantarillado; proyectos de infraestructura vial y educativa; y por el inicio de las obras para los Juegos Panamericanos. Asimismo, se observó un esfuerzo de destrabe de grandes proyectos, donde destacó la reanudación de la construcción de la Línea 2 del Metro de Lima y Callao, así como el inicio de obras en la Villa Panamericana.

Se espera que en diciembre se mantenga la tendencia creciente del gasto en formación bruta de capital. Esto es compatible con un Presupuesto Institucional Modificado (PIM) de inversión del gobierno general que asciende a S/ 43 mil millones, del cual solo se ha devengado el 56,4 por ciento al 14 de diciembre. Los principales proyectos del gobierno general se encuentran en Transportes (S/ 14,3 mil millones), donde destacan la Línea 2 del Metro de Lima, la carretera Puerto Bermúdez-San Alejandro y la Integración Vial Tacna-La Paz. Por su parte, en Saneamiento se tiene proyectos del gobierno general por S/ 6,5 mil millones, donde resalta el proyecto de instalación de los servicios de agua potable y alcantarillado sanitario en la nueva ciudad de Olmos.

Por otra parte, en setiembre del presente año, se aprobó el Plan Integral de Reconstrucción con Cambios, mediante el DS N° 091-2017-PCM. Dicho plan contempla intervenciones para rehabilitar y reconstruir la infraestructura dañada por el Fenómeno El Niño Costero, así como la ejecución de actividades y obras de prevención frente a los desastres ocasionados por fenómenos naturales.

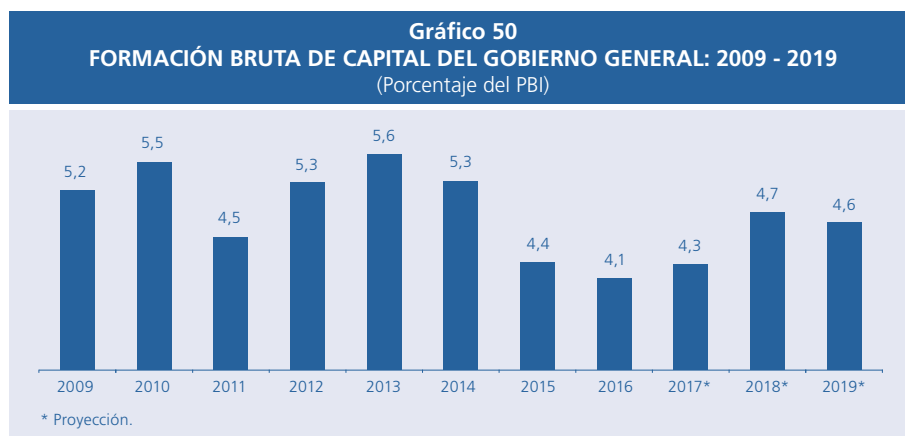
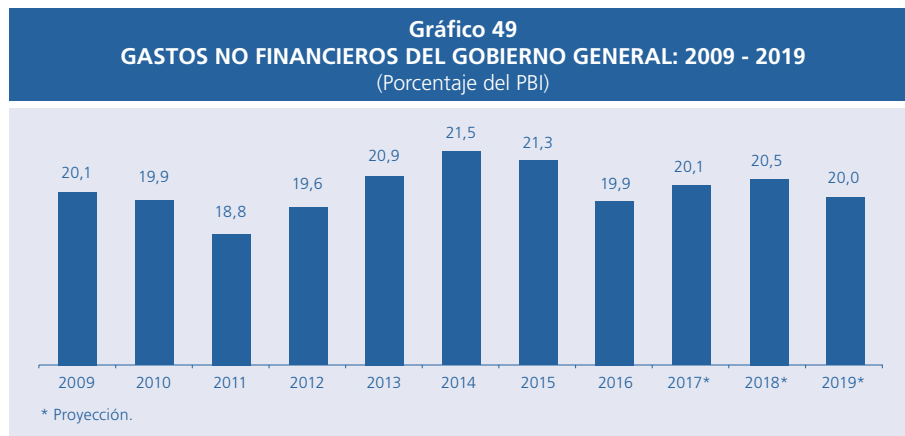




El gasto total planificado para la ejecución del Plan asciende a S/ 25 655 millones, de los cuales S/ 19 759 millones se destinarán a reconstrucción, S/ 5 446 millones a prevención y desarrollo urbano, y S/ 450 millones al fortalecimiento institucional y generación de capacidades. Se espera que la ejecución de estos gastos se concentre a partir de 2018.

Con todo ello, se justifica mantener la formación bruta de capital en 4,3 puntos porcentuales del producto y revisar hacia arriba el gasto total a 20,1 puntos porcentuales del PBI para este año. Cabe destacar que este escenario toma en cuenta que ya se inició la ejecución de obras de prevención y rehabilitación en el marco del Plan de Reconstrucción con Cambios, así como las primeras obras para los Juegos Panamericanos.

En 2018, se proyecta un aumento del gasto total de 0,4 puntos porcentuales del PBI con respecto a 2017. Esta proyección toma en cuenta un incremento de 0,4 puntos porcentuales del producto en la formación bruta de capital debido a la ejecución del proceso de reconstrucción y de obras para los Juegos Panamericanos, gastos concentrados principalmente en el año 2018. Posteriormente, el gasto descenderá a 20,0 por ciento del producto en 2019, básicamente por los menores gastos corrientes, lo cual es coherente con una reducción gradual del déficit fiscal.



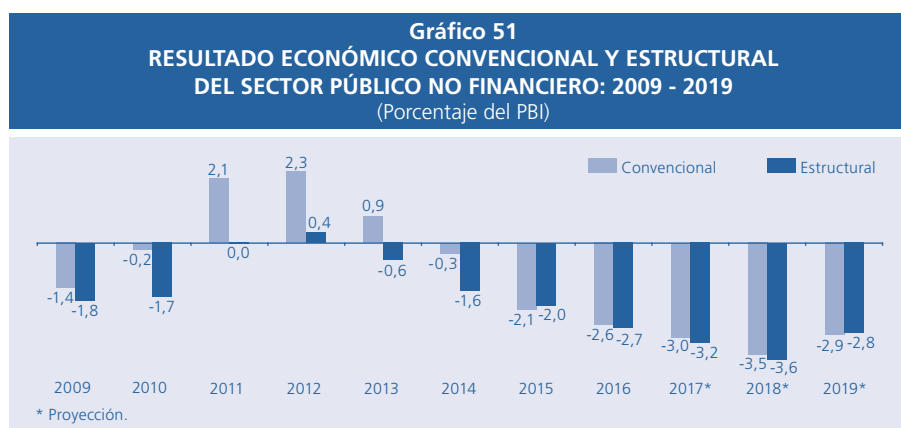
Cuadro 24
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Porcentaje del PBI)

	2016	2017	2017*		2018*		2019*	
	Año	Ene.-Set.	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
GASTO CORRIENTE	15,3	14,3	15,0	15,1	15,0	15,2	14,6	14,8
Gobierno Nacional	10,5	9,8	10,3	10,3	10,3	10,5	10,0	10,1
Gobiernos Regionales	3,1	3,0	3,1	3,2	3,1	3,2	3,0	3,1
Gobiernos Locales	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
GASTO DE CAPITAL	4,7	4,0	5,0	5,0	5,4	5,3	5,3	5,2
Formación Bruta de Capital	4,1	3,3	4,3	4,3	4,8	4,7	4,8	4,6
Gobierno Nacional	1,4	1,1	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8
Gobiernos Regionales	0,9	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9
Gobiernos Locales	1,8	1,5	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	1,9
Otros	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
TOTAL	19,9	18,3	20,0	20,1	20,4	20,5	19,9	20,0
Gobierno Nacional	12,5	11,5	12,4	12,5	12,6	12,7	12,3	12,4
Gobiernos Regionales	4,0	3,6	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0	4,1
Gobiernos Locales	3,5	3,1	3,6	3,5	3,7	3,7	3,6	3,6

* Proyección.
 RI: Reporte de Inflación.

Resultado estructural e impulso fiscal

31. 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. En 2016, el resultado económico estructural fue deficitario en 2,7 por ciento del PBI, en tanto que para 2017 y 2018 se proyecta un déficit estructural ascendente de 3,2 y 3,6 por ciento, respectivamente, que luego descendería a 2,8 por ciento del PBI en 2019.

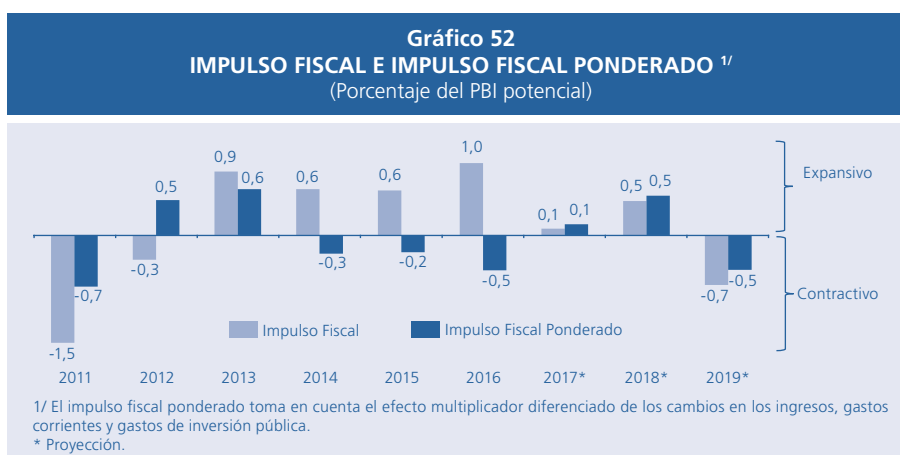


32. El impulso fiscal mide el impacto de la política fiscal sobre el nivel de actividad económica, aislando los factores asociados al ciclo económico. Para determinar la postura fiscal de manera más acertada, se pondera de acuerdo con el efecto multiplicador diferenciado de los cambios en los ingresos y gastos del fisco. Tomando ello en cuenta, el impulso fiscal ponderado de 2016 fue contractivo. En contraste, en 2017, se espera que la





posición fiscal sea ligeramente expansiva (0,1 por ciento del PBI potencial). Este resultado obedecería al mayor efecto multiplicador de la inversión pública, que se aceleró desde el segundo semestre de 2017. Por ese mismo motivo, el crecimiento proyectado de la inversión pública de 12,5 por ciento en términos reales para 2018, principalmente por la ejecución del Plan de Reconstrucción con Cambios, implica un impulso fiscal ponderado de 0,5 puntos porcentuales del PBI potencial. En 2019, el impulso fiscal ponderado sería contractivo, acorde con una reducción del gasto.



Cuadro 25
IMPULSO FISCAL
(Porcentaje del PBI potencial)

	2015	2016	2017*	2018*	2019*
1. Impulso Fiscal (a+b)	0,6	1,0	0,1	0,5	-0,7
a. Por Ingresos	0,9	1,7	0,1	0,0	-0,2
b. Por Gastos ^{1/} (i+ii)	-0,3	-0,7	0,0	0,4	-0,5
i. Corrientes	0,1	-0,3	-0,3	0,1	-0,5
ii. Capital	-0,4	-0,4	0,2	0,3	0,0
2. Impulso Ponderado ^{2/}	-0,2	-0,5	0,1	0,5	-0,5

* Proyección.
1/ Incluye Empresas Públicas
2/ Ponderado por los multiplicadores fiscales. En periodos de expansión: ingresos 0; gasto corriente 0,28; gasto de capital 0,73. En periodos de contracción: Ingresos 0,25; gasto corriente 0,93; y gasto de capital 1,42.

Deuda pública

33. El requerimiento financiero pasa de S/ 32 mil millones en 2016 a S/ 39 mil millones en 2017, para luego descender a S/ 30 mil millones en 2018 y a S/ 27 mil millones en 2019. En términos de PBI, este requerimiento pasa de 4,8 por ciento del PBI en 2016 a 5,6 por ciento del producto en 2017, para luego descender a 4,0 y a 3,4 por ciento del PBI en 2018 y 2019, respectivamente.

Cabe destacar que la vida promedio de la deuda pública pasó de 11,4 años en 2009 a 12,7 años en agosto de 2017, con lo que se amplió el margen de maniobra

para espaciar los vencimientos de los pagos. Adicionalmente, el saldo de deuda por tasa de interés fija representó el 91 por ciento del total del saldo de deuda al tercer trimestre de 2017, 7 puntos porcentuales por encima del cierre de 2016. Este último incremento se debió, principalmente, a la transacción de administración de deuda realizada en julio por un monto aproximado de S/ 10 mil millones, mencionada en el Reporte previo.

Cuadro 26
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	2016	2017	2017*		2018*		2019*	
	Año	Ene.-Set.	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Set.17	RI Dic.17
I. USOS	31 749	26 080	39 658	39 384	32 182	30 042	29 013	27 130
1. Amortización	14 829	17 156	18 349	17 911	6 305	3 673	5 969	4 349
a. Externa	5 634	13 250	13 916	13 580	4 060	1 427	2 706	2 686
b. Interna	9 195	3 906	4 432	4 331	2 246	2 246	3 263	1 663
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	629	638	859	954	858	858	658	658
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	16 920	8 924	21 310	21 473	25 877	26 369	23 044	22 781
II. FUENTES	31 749	26 080	39 658	39 384	32 182	30 042	29 013	27 130
1. Desembolsos y otros	30 045	31 016	36 480	33 052	30 537	25 731	23 323	24 017
2. Variación de Depósitos y Otros ^{1/}	1 704	-4 936	3 179	6 331	1 645	4 311	5 690	3 113

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta

Saldo de deuda pública neta ^{2/}

23,8

24,1

24,9

24,5

26,9

26,2

27,7

27,4

6,9

8,2

10,0

9,6

13,0

12,6

15,4

15,0

^{1/} Signo positivo indica reducción de depósitos.

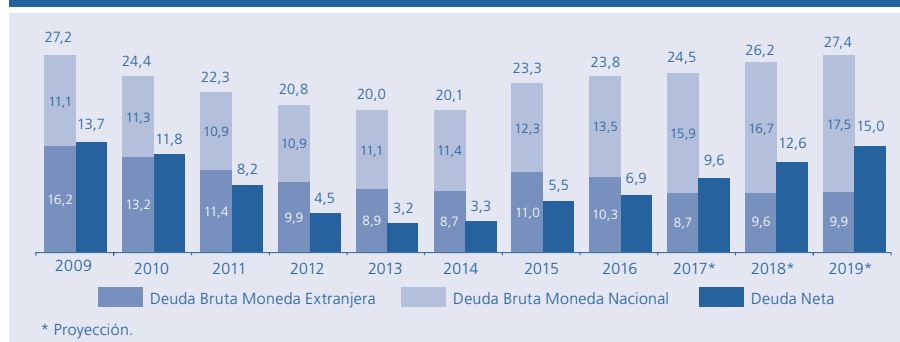
^{2/} Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

El saldo de deuda bruta del sector público no financiero se ubicaría en 27,4 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección. La participación de la moneda local en el portafolio alcanzaría el 64 por ciento en 2019, cerca de 23 puntos porcentuales del producto por encima de la proporción registrada al cierre de 2009. Por su parte, la deuda neta aumentaría a 15,0 por ciento del producto hacia 2019.

Gráfico 53
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2009 - 2019
(Porcentaje del PBI)





Recuadro 1 RECONSTRUCCIÓN CON CAMBIOS

Mediante la Ley N° 30556 de abril de 2017 se creó la Autoridad para la Reconstrucción con Cambios (ARCC), como una entidad adscrita a la Presidencia del Consejo de Ministros (PCM), con el fin de liderar el diseño, ejecución y supervisión de un plan integral para la reconstrucción de la infraestructura dañada por El Niño Costero.

Con el fin de que los procesos de contrataciones sean más expeditivos, se establecieron herramientas de gestión y facilidades administrativas de carácter extraordinario y temporal, entre las que destacan: (a) adjudicación simplificada; (b) concurso-oferta bajo precios unitarios; y (c) simplificación de procedimientos administrativos (por ejemplo, silencio administrativo positivo y licencias de habilitación urbana y edificación en forma automática).

Plan Integral de Reconstrucción con Cambios

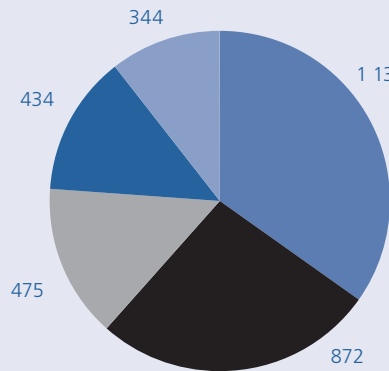
Mediante DS N° 091-2017-PCM de setiembre se aprobó el Plan Integral de Reconstrucción con Cambios. El gasto total, ascendente a S/ 25 655 millones, comprende S/ 5 446 millones para prevención y desarrollo urbano, S/ 19 759 millones para reconstrucción y S/ 450 millones para fortalecimiento institucional y generación de capacidades. De acuerdo al Plan, dicho monto representa el 11 por ciento del PBI de las regiones afectadas y 4 por ciento del PBI nacional.

Respecto de la distribución del gasto de reconstrucción en el diseño vigente, el gobierno nacional concentra el 74 por ciento, los gobiernos regionales el 21 por ciento y los gobiernos locales el 5 por ciento. Según departamentos, destacan Piura, La Libertad, Ancash, Lambayeque y Lima, los cuales concentran el 84 por ciento del total de los recursos asignados para reconstrucción.

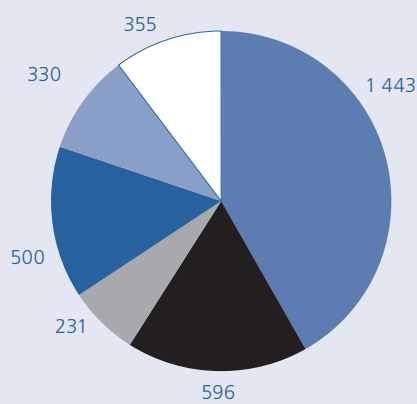
De un total de 9 804 proyectos identificados por la ARCC (por un monto de S/ 19,0 mil millones), sólo 39 presentan un nivel de gasto mayor o igual a S/ 50 millones por proyecto y 115 entre S/ 20 millones y S/ 50 millones. Los proyectos con un gasto mayor o igual a S/ 50 millones serán ejecutados por el gobierno nacional a través del Ministerio de Transportes y Comunicaciones (MTC), Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento (MVCS) y Ministerio de Salud (MINS), así como por los gobiernos regionales (GORE) de Piura y La Libertad. Estos mismos ministerios y gobiernos regionales también estarán a cargo de la mayor parte de los proyectos entre S/ 20 millones y S/ 50 millones.

Si se clasifican los proyectos identificados por la ARCC según los tipos de documentos técnicos requeridos para declarar la viabilidad de los proyectos en el marco de Invierte.pe, sólo 32 proyectos (por S/ 2 846 millones), requerirían de un estudio a nivel de perfil. El resto de proyectos sólo requeriría de fichas técnicas simplificadas o estándar.

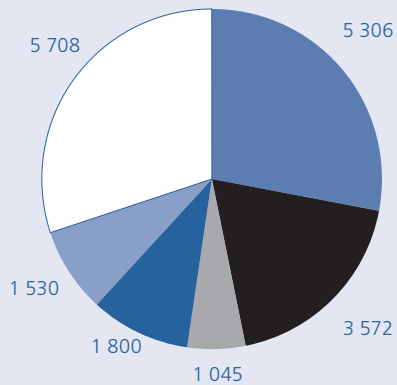
PROYECTOS MAYORES A S/ 50 MILLONES POR UNIDAD EJECUTORA
(Millones de soles)



PROYECTOS MAYORES A S/ 20 Y MENORES A S/ 50 MILLONES POR UNIDAD EJECUTORA
(Millones de soles)

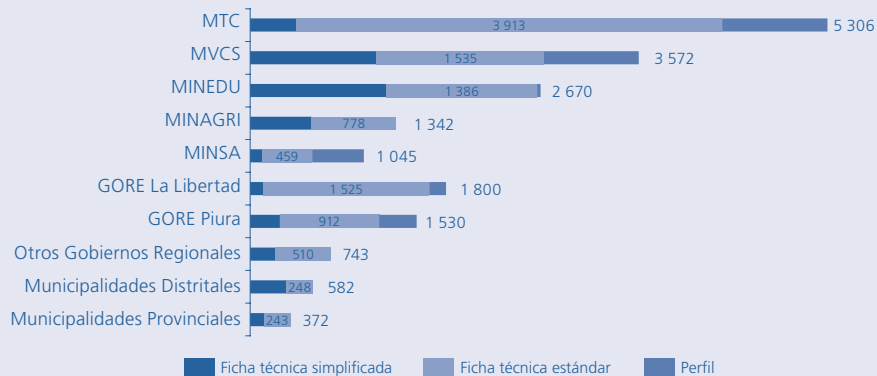


TOTAL DE PROYECTOS POR UNIDAD EJECUTORA
(Millones de soles)



- MTC
- MVCS
- MINSA
- GORE La Libertad
- GORE Piura
- Resto

PROYECTOS DE RECONSTRUCCIÓN POR UNIDAD EJECUTORA SEGÚN DOCUMENTO TÉCNICO REQUERIDO POR INVIERTE.PE
(Millones de soles)





La información de la ARCC disponible al 20 de noviembre de 2017 muestra que se ha adjudicado un total de S/ 945 millones principalmente para servicios (S/ 562 millones) y, en menor medida, para obras (S/ 375 millones). Si se consideran las obras y servicios que se encuentran en ejecución o han culminado, el monto total asciende a S/ 399 millones.

RECONSTRUCCIÓN CON CAMBIOS: AL 20 DE NOVIEMBRE DE 2017
(Millones de soles)

	Obras	Servicios	Bienes	TOTAL
AGRORURAL		291		291
En ejecución		242		242
Provías Nacional	215			215
En ejecución o concluído	102			102
Programa Subsectorial de Irrigaciones		232		232
En ejecución		39		39
Gobiernos Regionales	150	29	8	187
En ejecución	2	0	0	2
Programa Nacional de Infraestructura Educativa		9		9
En ejecución		8		8
Municipalidades Provinciales	10			10
En ejecución	6			6
TOTAL	375	562	8	945
En ejecución o concluído	110	289		399

Fuente: Autoridad para la Reconstrucción con Cambios.

El monto de los servicios que se encuentran en ejecución asciende a S/ 289 millones, destacando AGRORURAL (S/ 242 millones), principalmente para la descolmatación del cauce del río Piura, en particular desde la laguna Ramón hasta el sector Cordillera y desde este sector hasta el puente Independencia. Asimismo, cabe mencionar al Programa Sectorial de Irrigaciones - PSI (S/ 39 millones), principalmente en Tumbes.

El monto de los proyectos de inversión que se encuentran en ejecución o han culminado asciende a S/ 110 millones, destacando Provías Nacional (S/ 102 millones) básicamente para la construcción de puentes definitivos en Piura y Tumbes; y puentes modulares en Piura, La Libertad, Ancash y Lima.

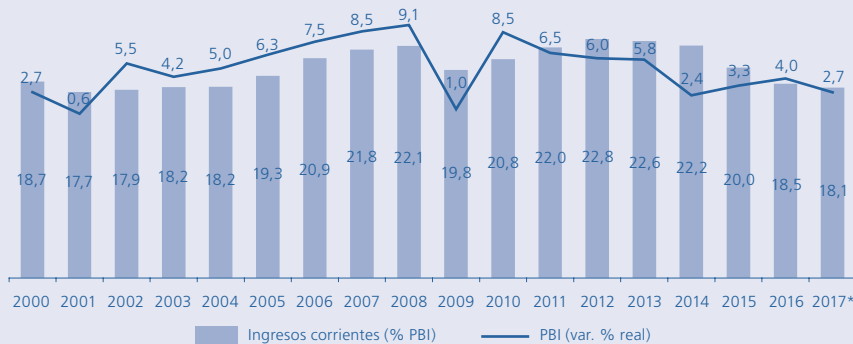
Inicialmente, se identificaron algunas fallas en los procesos de selección de postores para la ejecución de servicios y obras. Estos factores podrían retrasar la ejecución del Plan en 2018. El esfuerzo de reconstrucción exige contar con capacidades institucionales e instancias de coordinación en los diferentes niveles de gobierno, los cuales deben ejecutar procesos adicionales a los que usualmente realizan. Al respecto, la ARCC ha definido acciones que permitirían enfrentar estos factores, tales como el "empaquetamiento" de proyectos pequeños, la priorización para la elaboración de fichas técnicas y expedientes técnicos, y el reforzamiento y acompañamiento de las unidades ejecutoras, entre otros. Además, un grupo de proyectos de rehabilitación de vías estará a cargo de las firmas concesionarias en sus ámbitos de operación.

Recuadro 2 DETERMINANTES DE LA CAÍDA EN LOS INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL

En los últimos años se ha observado un deterioro de los ingresos corrientes del sector público, el cual ha sido consecuencia de múltiples factores, algunos de naturaleza macroeconómica (menor crecimiento económico y caída de los precios de los *commodities*), los cuales se revertirían una vez que retornen a sus niveles de largo plazo y otros de política económica (medidas de recorte tributario y capacidad fiscalización tributaria).

En general, los ingresos del Gobierno General (GG) han seguido una senda ligada al ciclo económico. Durante el periodo de expansión 2002-2008, se incrementaron en 4,2 puntos porcentuales, pasando de 17,9 a 22,1 por ciento del PBI. Este importante crecimiento obedeció a varios factores, siendo el principal los precios de los *commodities* que se estima explican 3,0 puntos de dicho incremento. Adicionalmente, se tomaron diversas medidas como el aumento de la tasa del IGV (de 18 a 19 por ciento), se introdujeron los sistemas de pago anticipado del IGV (retenciones, percepciones y detracciones), y se crearon el Impuesto Temporal a los Activos Netos (ITAN) y el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF). Asimismo, el crecimiento económico favoreció el aumento del empleo formal que impactó positivamente sobre el impuesto a la renta personal.

INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL VS CRECIMIENTO DEL PBI



* Proyección.

En 2009, a consecuencia de la crisis financiera, se afecta la tasa de crecimiento del producto, así como la recaudación, que en dicho año se redujo a 19,8 por ciento del PBI. Esta situación se explicó por menores ingresos provenientes de las empresas mineras (impuesto a la renta y regalías) y por menor IGV a la importación de insumos y bienes de capital, debido a la reducción en la inversión privada.

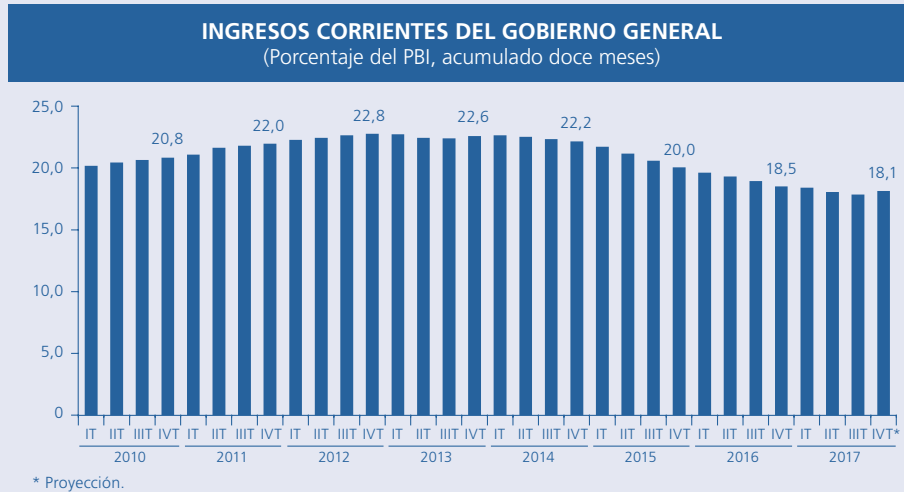
Posteriormente, con la mejora de los precios de los *commodities* y el crecimiento económico, se retoma la senda positiva de la recaudación. Así, en 2012 se observa el pico en los ingresos fiscales (22,8 por ciento). Durante 2012-2014, los ingresos corrientes se mantienen altos, explicado por la ampliación de los sistemas de pago anticipado (detracciones a servicios y a





construcción), que en dichos años implicaban recursos por más de 4 por ciento del PBI y por la introducción a mediados de 2012 de un pago a cuenta mínimo del impuesto a la renta empresarial (1,5 por ciento de las ventas)², con el fin de asegurar el pago de sectores de difícil fiscalización.

A partir del año 2015 se acentúa el deterioro de los ingresos corrientes, cuando las cuentas fiscales sufrieron los efectos de las medidas de recorte tributario tomadas a fines de 2014, así como por el impacto negativo de menores precios internacionales de los minerales y el menor crecimiento económico.



Se estima que en 2017 los ingresos corrientes del gobierno general sean equivalentes a 18,1 por ciento del PBI, con lo cual, entre 2012 y 2017, éstos se habrían deteriorado en 4,6 puntos porcentuales del PBI.

Ingresos Corrientes 2012	22,8
Términos de intercambio	-2,2
Actividad económica	-0,3
Medidas Tributarias *	-0,5
Mayor evasión reconocida (IGV)	-0,9
Reducción del saldo de devoluciones	-0,4
Otros	-0,3
Ingresos Corrientes 2017	18,1

* Incluye 0,3% PBI de ingresos transitorios por la "repatriación de capitales"

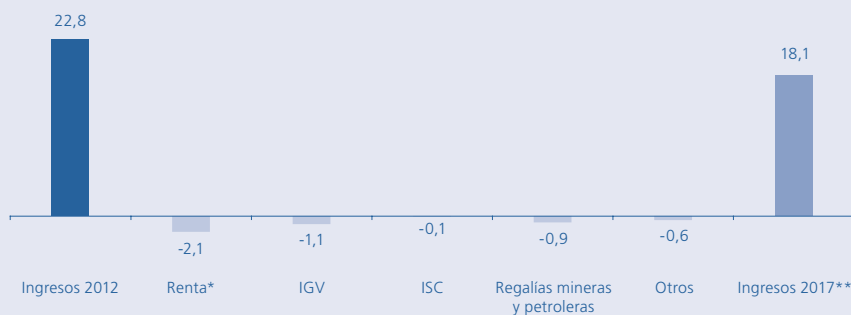
2 Mediante el Decreto Legislativo 1120 se modificó la forma de determinar el coeficiente de pago a cuenta, introduciendo un coeficiente mínimo de 1,5 por ciento. el cual puede revisarse a partir de la obligación de mayo con información al cierre de abril.

Entre los factores que explican esta pérdida se encuentran:

- Menores términos de intercambio: El escenario internacional adverso con menores precios internacionales impactaron negativamente en los ingresos mineros y petroleros, lo que implica una pérdida de ingresos fiscales de 2,2 por ciento del PBI.
- Menor crecimiento económico: La tasa de crecimiento de la economía se ha reducido y la brecha del PBI se estima en valores negativos. Ello significa una menor recaudación fiscal estimada en 0,3 por ciento del PBI.
- Medidas Tributarias: En 2012 y 2016 se tomaron medidas tributarias con el fin de estimular la economía o fomentar la formalización, que implicaron un costo en la recaudación estimado en -0,5 por ciento del PBI.
- Mayor Incumplimiento Tributario: Se estima que la evasión del IGV entre 2012 y 2017 se habría incrementado en 0,9 por ciento del PBI, lo que implica una reducción de la recaudación en dicho monto.
- Menor saldo de devoluciones: En 2016 se inició un proceso de reducción del saldo de devoluciones de impuestos, el cual había subido fuertemente en años anteriores. Así, se estima que 2017, las devoluciones de impuestos representen 2,5 por ciento del PBI frente a 2,1 por ciento en 2012. Con ello, los ingresos en 2017 por este efecto tendrían una merma de 0,4 por ciento del PBI.

Si se analiza por impuestos, los principales impactos están en el Impuesto a la Renta (-2,1 por ciento del PBI), IGV (-1,1 por ciento del PBI), Canon y regalías (-0,9 por ciento del PBI), entre otros.

VARIACIÓN DE LOS INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL (Porcentaje del PBI)



* Incluye ingreso excepcional de 0,3% PBI por "repatriación de capitales".
** Proyección.

La recaudación fiscal se ha venido reduciendo en los últimos años, lo que significa que, cuando resulte necesario el retiro gradual del impulso fiscal, será necesario evaluar medidas para recuperar la capacidad recaudatoria del fisco, lo que permitirá asegurar la provisión de los servicios públicos en un nivel adecuado a mediano plazo.



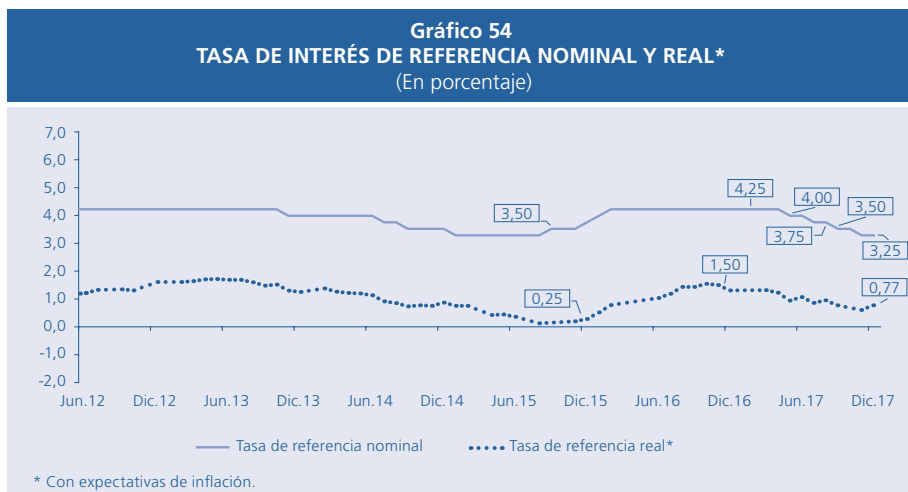


V. Política monetaria y mercados financieros

Acciones de política monetaria

34. Entre setiembre y diciembre, las acciones de política del BCRP continuaron orientadas a mantener condiciones monetarias expansivas en un contexto en el que la inflación continuó reduciéndose, las medidas de tendencia inflacionaria se ubicaron dentro del rango meta y el crecimiento de la actividad económica se mantuvo por debajo de su potencial, aunque se viene recuperando rápidamente en el cuatro trimestre.

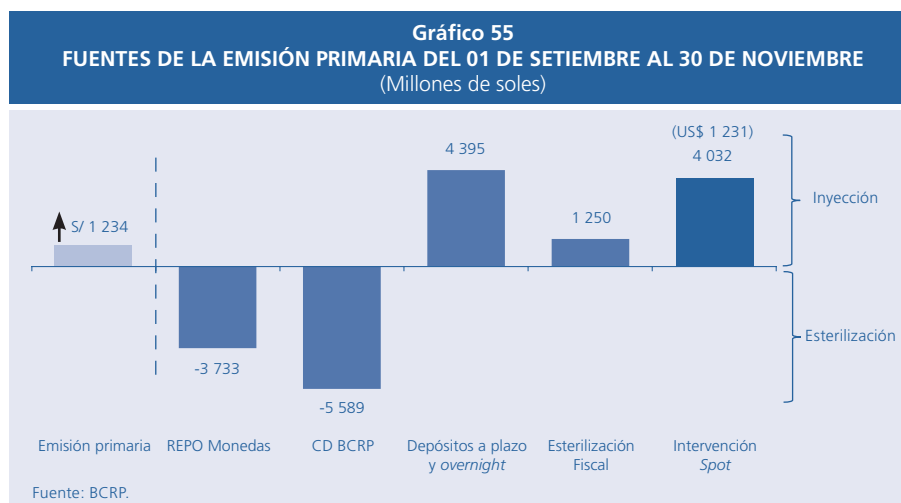
En este contexto, el Directorio del BCRP redujo la tasa de interés de referencia a 3,25 por ciento en noviembre, la mantuvo en dicho nivel en diciembre y reiteró que se encuentra "atento a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de su política monetaria". Como resultado de estas medidas, las tasas de interés a plazos en el mercado monetario mantuvieron una tendencia decreciente durante el cuarto trimestre y la tasa de interés real permaneció por debajo del 1,0 por ciento, mostrando así una posición de política expansiva.



El BCRP continuó reduciendo el tope de la tasa media de encaje y la tasa marginal de encaje en dólares, las que pasaron de 41 por ciento en setiembre a 40 por ciento en el mes de octubre, manteniendo el mismo nivel en noviembre. Ello permitió reducir el impacto en las condiciones financieras y crediticias domésticas de los aumentos futuros en las tasas de interés internacionales. Así, estas medidas de flexibilización del encaje también están contribuyendo a propiciar condiciones monetarias y financieras expansivas en el sistema financiero.

Operaciones Monetarias

35. Entre setiembre y noviembre, las operaciones monetarias del Banco Central se orientaron a proveer niveles adecuados de liquidez en moneda nacional en un periodo caracterizado por una mayor demanda por circulante (S/ 882 millones) asociada al mayor dinamismo de la actividad económica. En este contexto, se inyectó liquidez mediante el vencimiento de los depósitos a plazo y depósitos *overnight* (S/ 4 395 millones) y las compras de moneda extranjera en la mesa de negociación por US\$ 1 231 millones (S/ 4 032 millones), efecto parcialmente compensado por el vencimiento de las operaciones Repo de Monedas³ (S/ 3 733 millones) y la colocación de Certificados de depósitos (S/ 5 589 millones).



Como resultado de lo anterior, el saldo de operaciones de reporte pasó de 10,5 por ciento de los activos netos del BCRP en agosto a 8,9 por ciento en noviembre. Por

3 Operaciones colocadas durante los años 2014 y 2015 como parte del programa de desdolarización del crédito.





el lado de los pasivos del BCRP, el retiro de depósitos por parte del Sector Público redujo su participación⁴ en el balance del BCRP de 33,6 a 32,5 por ciento, aunque éstos aún se mantienen como el pasivo más importante del BCRP. En cuanto a los instrumentos monetarios, estos pasaron de representar el 15,9 a 16,6 por ciento de los activos netos, debido principalmente al incremento del saldo de CDBCRP como resultado de la esterilización de las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario.

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

	Dic.15	Dic.16	Nov.17
I. Activos netos	100%	100%	100%
1. Reservas Internacionales Netas	87,4%	87,8%	91,1%
	(US\$ 61 485 mills.)	(US\$ 61 686 mills.)	(US\$ 62 983 mills.)
2. Repos	12,6%	12,2%	8,9%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	32,7%	34,0%	32,5%
En moneda nacional	13,0%	12,2%	13,4%
En moneda extranjera	19,7%	21,8%	19,1%
2. Depósitos totales del sistema financiero	37,1%	33,4%	28,5%
En moneda nacional	4,5%	4,6%	4,5%
En moneda extranjera	32,6%	28,8%	24,0%
3. Instrumentos del BCRP	10,0%	11,1%	16,6%
CD BCRP	6,5%	9,9%	15,2%
CDLD BCRP	0,0%	0,0%	0,5%
CDR BCRP	3,0%	0,3%	0,0%
Depósitos a Plazo	0,4%	0,0%	0,6%
Depósitos <i>overnight</i>	0,1%	0,9%	0,2%
4. Circulante	15,7%	17,2%	18,8%
5. Otros*	4,5%	4,3%	3,7%

* Incluye intereses, descuentos y ganancias netas.
Fuente: BCRP.

De otro lado, el BCRP continuó realizando subastas regulares de CDBCRP, tres veces por semana y a los plazos de 6, 12 y 18 meses. Ello, con la finalidad de regular la liquidez de la banca y contribuir a la formación de la curva de rendimiento de corto plazo en soles.

⁴ Con respecto a los activos netos del BCRP.

Cuadro 28
TASAS DE INTERÉS DE SUBASTA DE CDBCRP POR PLAZOS
 (En porcentaje)

	Meses				
	1	3	6	12	18
1-Set-17		3,64			
4-Set-17			3,56		
6-Set-17					3,68
7-Set-17				3,59	
11-Set-17			3,57		
12-Set-17			3,58		
13-Set-17		3,56	3,56		3,64
14-Set-17		3,55	3,55	3,57	
15-Set-17		3,50	3,50		
18-Set-17			3,50	3,50	
19-Set-17			3,50	3,51	
20-Set-17		3,50	3,50		3,63
21-Set-17			3,51	3,53	
25-Set-17			3,50		
26-Set-17			3,50		
27-Set-17	3,50				3,60
28-Set-17				3,58	
29-Set-17			3,54		
2-Oct-17			3,50		
4-Oct-17					3,60
5-Oct-17			3,50	3,53	
6-Oct-17			3,50		
9-Oct-17			3,51	3,52	
10-Oct-17			3,50	3,51	
11-Oct-17			3,51	3,53	3,60
12-Oct-17			3,50	3,52	
13-Oct-17			3,50	3,56	
16-Oct-17			3,51		
17-Oct-17			3,51		
18-Oct-17			3,51		3,59
19-Oct-17			3,51	3,55	
20-Oct-17		3,51			
23-Oct-17			3,51		
26-Oct-17		3,52		3,54	3,59
27-Oct-17			3,52		
30-Oct-17			3,54		
2-Nov-17				3,55	
6-Nov-17		3,50	3,52		
7-Nov-17		3,50	3,51		
8-Nov-17		3,50	3,51		3,56
9-Nov-17		3,50	3,51	3,55	
10-Nov-17		3,29	3,32	3,35	
13-Nov-17		3,32	3,30		
14-Nov-17			3,33		
15-Nov-17					3,36
16-Nov-17		3,30		3,35	
17-Nov-17	3,26	3,31			
20-Nov-17		3,33	3,33		
21-Nov-17		3,32			
22-Nov-17					3,37
23-Nov-17				3,38	
27-Nov-17			3,33		
29-Nov-17					3,37
30-Nov-17				3,38	

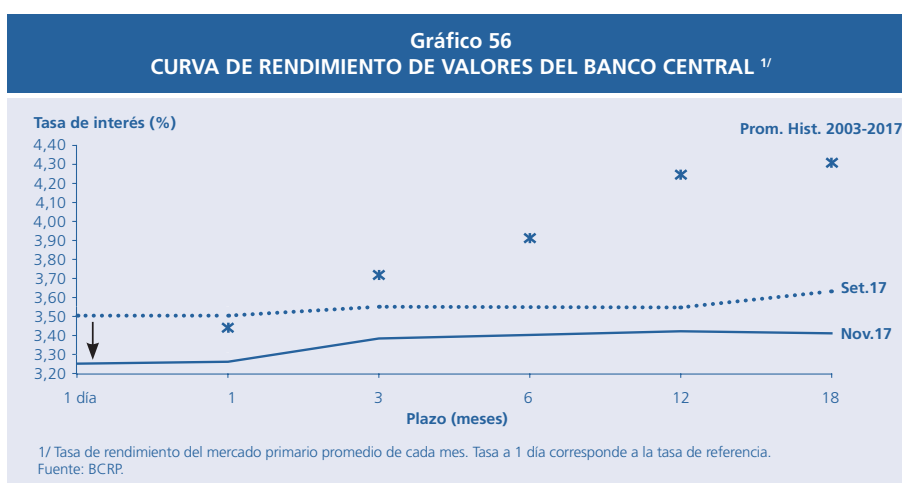
Fuente: BCRP.

36. La curva de rendimiento de emisiones de CDBCRP continuó desplazándose hacia abajo, en línea con las recientes reducciones en la tasa de referencia del BCRP. Las tasas de interés acumulan una reducción anual de 98 puntos básicos a lo largo de la curva de rendimiento, reflejando el impacto de la reducción de 100 puntos básicos





entre diciembre de 2016 y noviembre de 2017. Asimismo, la forma aplanada de la curva de valores del BCRP en los meses de setiembre y octubre presenta ahora una pendiente positiva a plazos entre 1 y 18 meses, lo que indica la existencia de una prima por plazo positiva. Entre setiembre y noviembre de 2017 las tasas de interés de CDBCRP disminuyeron en 17 puntos básicos. La curva de rendimiento de noviembre se ubica en promedio 54 puntos por debajo de la curva de rendimiento histórica entre los años 2003 y 2017.



Tasas de interés

37. La mayor flexibilidad en las condiciones monetarias en moneda nacional ha permitido importantes reducciones en las tasas de interés de los mercados monetarios y crediticios. En el mercado monetario, la tasa interbancaria descendió de 3,50 a 3,25 por ciento entre setiembre y noviembre; mientras que la tasa activa corporativa lo hizo de 3,64 a 3,52 por ciento. En el caso de las tasas del mercado crediticio de las empresas bancarias, éstas descendieron en promedio 47 puntos básicos en todos los segmentos, entre los cuales destaca el sector consumo, cuya tasa descendió 13 puntos básicos.

Por el lado de las tasas de interés pasivas de las empresas bancarias, éstas también fueron influenciadas por la reducción en la tasa de referencia. En promedio las tasas de interés descendieron 26 puntos básicos a plazos entre 30 y 360 días entre setiembre y noviembre de 2017. En el caso de las tasas de interés pasivas preferenciales corporativas a 1, 2 y 3 meses, las reducciones fueron 12, 13 y 19 puntos básicos; respectivamente.

Como se muestra en el siguiente cuadro, casi todas las tasas de interés se encuentran por debajo de sus promedios históricos, lo cual es consistente con las condiciones monetarias y financieras más flexibles.

Cuadro 29
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(En porcentaje)

	Dic.15	Set.16	Dic.16	Mar.17	Jun.17	Set.17	Oct.17	Nov.17	Prom. Hist.
Tasa de interés de referencia	3,75	4,25	4,25	4,25	4,00	3,50	3,50	3,25	3,92
Pasivas									
Depósitos hasta 30 días	3,88	3,95	4,31	4,05	3,89	3,08	2,99	2,97	3,68
Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,53	4,47	4,73	4,42	4,18	3,60	3,36	3,20	3,88
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,77	4,61	4,86	4,77	4,35	4,08	3,85	3,81	4,23
Activas									
Corporativos	6,18	6,07	5,88	5,78	5,31	4,49	3,93	3,91	5,68
Grandes Empresas	7,12	7,23	7,12	7,52	7,04	6,68	6,58	6,50	7,15
Medianas Empresas	10,23	10,74	10,39	10,47	10,56	10,42	10,13	9,92	10,56
Pequeñas Empresas	20,45	21,59	21,65	21,54	20,78	20,27	20,37	20,23	21,78
Consumo	44,03	44,01	46,77	45,24	45,64	48,34	47,71	47,04	41,66
Hipotecario	8,95	8,82	8,52	8,73	8,53	8,05	7,99	7,82	9,02

Fuente: SBS. Promedio histórico comprende desde setiembre de 2010 a noviembre de 2017.

Gráfico 57
TASAS EN SOLES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS, TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT Y TASA DE REFERENCIA
(En porcentaje)



Fuente: BCRP.

En el caso de las tasas de interés en dólares, las medidas de encaje tomadas desde enero de 2017 han permitido que la tasa interbancaria y activa preferencial corporativa a tres meses disminuyan. En setiembre de 2017 se presentó menor disponibilidad de liquidez en moneda extranjera por ventas de dólares de las empresas, situación que fue rápidamente revertida por acciones realizadas por el BCRP, con lo que la tasa interbancaria disminuyó de 2,08 a 1,25 entre setiembre y noviembre de 2017. La tasa activa preferencial a 90 días disminuyó de 2,27 a 2,08 por ciento en similar periodo.

Las tasas de interés en dólares del mercado crediticio descendieron en la mayoría de segmentos. En el caso de las tasas de interés pasivas, las tasas





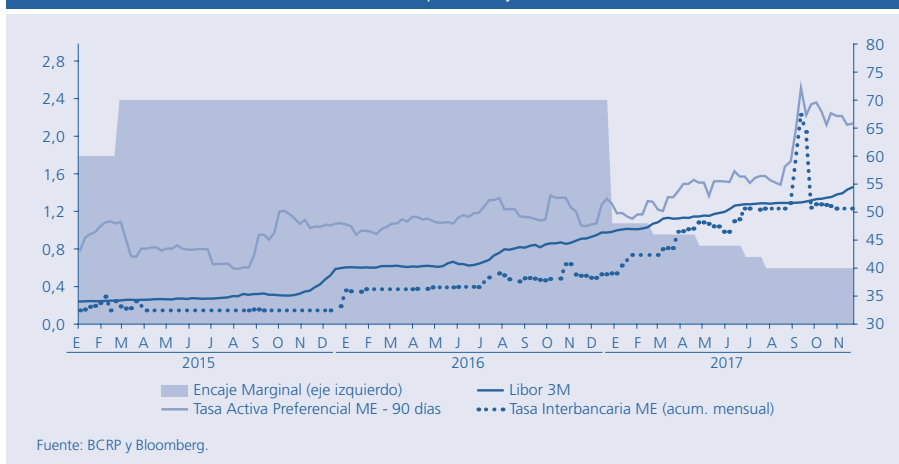
se incrementaron, aunque en niveles inferiores a las del mercado monetario internacional. Así, las tasas libor a 1 y 3 meses se incrementaron en 14 y 15 puntos básicos, respectivamente; mientras que las tasas pasivas promedio subieron de 1,09 a 1,15 por ciento.

Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA
(En porcentaje)

		Dic.15	Set.16	Dic.16	Mar.17	Jun.17	Set.17	Oct.17	Nov.17	Prom. Hist.
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	0,16	0,22	0,23	0,50	0,65	1,12	1,30	1,14	0,47
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	0,38	0,49	0,51	0,69	0,87	1,13	1,40	1,26	0,67
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	0,48	0,52	0,61	0,77	0,73	1,01	0,95	1,03	0,74
Activas	Corporativos	2,33	3,00	2,47	3,03	2,42	3,13	3,14	3,31	3,00
	Grandes Empresas	5,54	5,18	5,02	5,12	5,29	4,98	4,77	5,00	5,42
	Medianas Empresas	8,06	7,37	6,91	7,07	6,98	6,70	6,95	6,18	8,36
	Pequeñas Empresas	11,26	10,00	10,67	9,83	10,56	8,56	8,91	7,89	13,02
	Consumo	32,07	32,38	32,08	32,54	33,53	33,51	33,65	33,41	27,26
	Hipotecario	6,71	6,46	6,14	6,35	6,13	5,94	5,85	5,90	7,54

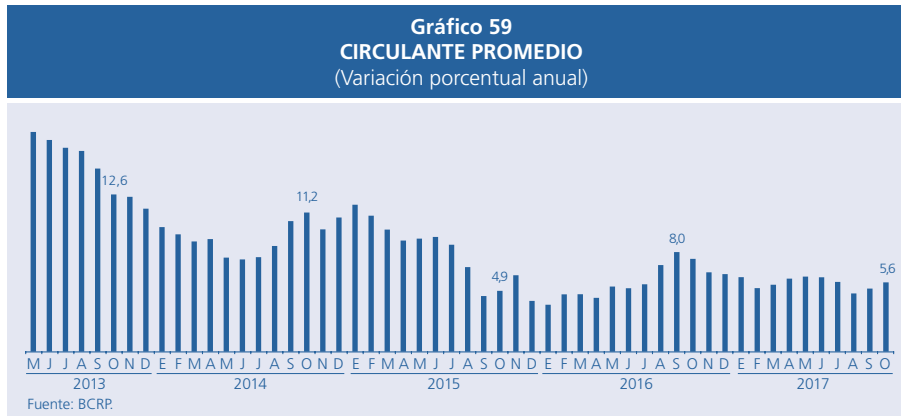
Fuente: SBS. Promedio histórico comprende desde setiembre de 2010 a noviembre de 2017.

Gráfico 58
TASAS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS, TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT Y TASA LIBOR A 3 MESES
(En porcentaje)

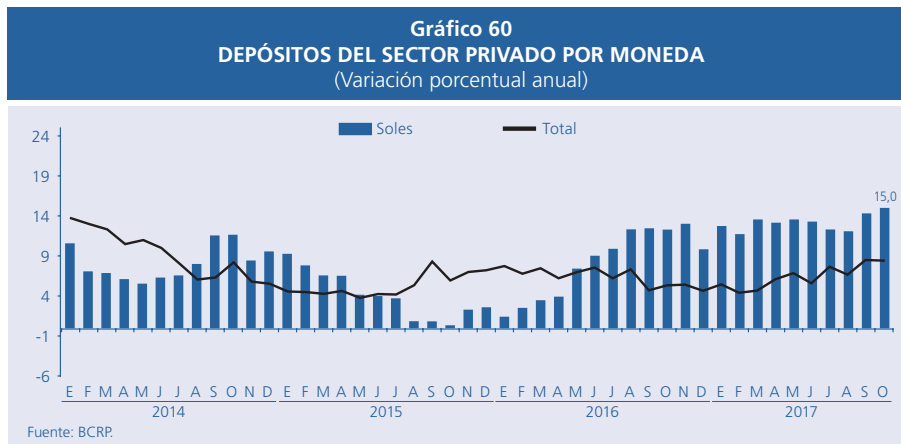


Liquidez

38. El circulante promedio, agregado monetario más asociado a transacciones, creció 5,6 por ciento interanual en octubre de 2017, tasa mayor a la registrada en los meses previos, en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica.



La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado pasó de 5,5 por ciento en junio a 8,4 por ciento en octubre. Por monedas, los depósitos en soles mostraron un mayor dinamismo al registrar un crecimiento de 15,0 por ciento, en tanto que los depósitos en dólares tuvieron un crecimiento nulo. Con ello se mantiene una mayor preferencia por ahorrar en soles en respuesta a menores expectativas de depreciación, que hacen más atractivo el ahorro en soles.



Cuadro 31
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	Mar.17	Jun.17	Set.17	Oct.17
1. Circulante (promedio)	4,1	4,6	5,1	8,0	6,2	5,4	6,0	5,1	5,6
2. Depósitos en moneda nacional	2,6	3,5	9,0	12,4	9,8	13,6	13,3	14,3	15,0
3. Depósitos totales ^{1/}	7,2	7,4	7,5	4,6	4,6	4,6	5,5	8,5	8,4
4. Liquidez en moneda nacional	3,0	4,1	8,4	11,1	9,0	11,5	10,7	11,7	12,3
5. Liquidez total ^{1/}	6,5	7,1	7,5	5,1	5,0	4,7	5,0	7,8	7,9
6. Crédito al sector privado en moneda nacional	28,0	23,1	17,0	9,5	7,2	5,8	3,8	5,3	5,3
7. Crédito al sector privado total ^{1/}	8,0	7,7	7,1	5,0	5,6	5,6	4,7	4,8	5,3

^{1/} Los saldos en moneda extranjera están valuados al tipo de cambio de diciembre de 2016.
Fuente: BCRP.





En este contexto de mayor creación de depósitos en soles, el coeficiente de dolarización de los depósitos se redujo de 49,1 por ciento en diciembre de 2016 a 47,5 por ciento en octubre. Por tipo de depósitos, se ha observado una menor dolarización de los depósitos de personas (principalmente de ahorro y a plazo). Por su parte, la dolarización de los depósitos de empresas disminuyó de 54,3 por ciento en diciembre de 2016 a 50,0 por ciento en octubre del presente año.

Cuadro 32
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO
(Porcentajes)

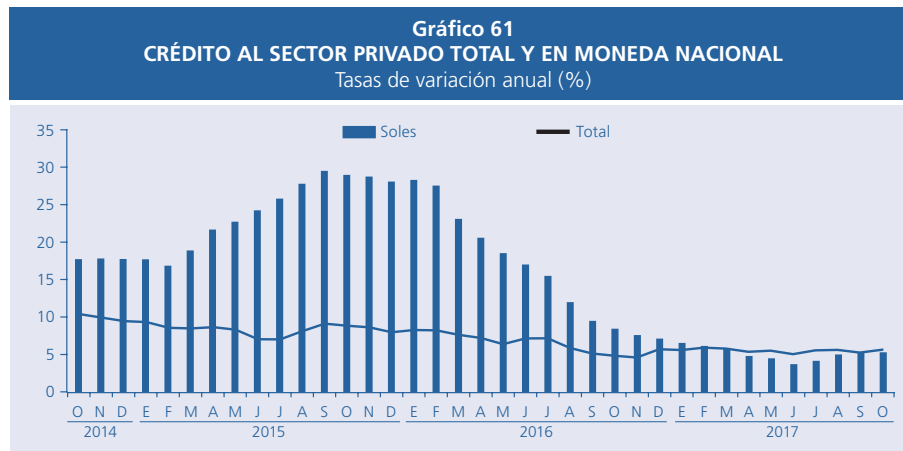
	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Set.17	Oct.17
Empresas	50,7	55,5	54,3	50,6	50,0
Vista	47,1	50,6	52,2	48,3	47,6
Ahorro	63,6	68,9	57,6	52,9	65,1
Plazo	61,8	71,7	62,7	57,4	56,0
Personas	33,7	40,3	36,3	34,2	33,9
Vista	48,0	50,6	52,2	47,1	47,6
Ahorro	35,2	40,7	40,0	39,5	39,3
Plazo	30,8	38,5	30,7	27,3	26,8
CTS	33,9	33,6	30,1	28,5	28,4
Otros	29,5	40,3	31,0	26,8	26,3
Fondo de pensiones	62,0	68,3	56,9	57,2	56,9
Fondos Mutuos	60,5	67,4	63,4	59,4	58,6
TOTAL	49,2	54,9	49,1	47,9	47,5

Fuente: BCRP.

Para el período 2018-2019, se prevé que el proceso de desdolarización de la liquidez continúe por el mayor crecimiento relativo esperado de los depósitos en soles dadas las menores expectativas de depreciación, lo que juntamente con tasas de interés en soles mayores que en dólares harían más atractivo el ahorro en moneda doméstica. En consecuencia, se prevé tasas de crecimiento de los depósitos en moneda nacional superiores al 10,0 por ciento para los siguientes dos años.

Crédito al sector privado

39. El crédito al sector privado creció 5,6 por ciento interanual en octubre, nivel mayor al 5,2 por ciento registrado en setiembre, y explicado principalmente por el crédito a personas (7,9 por ciento), así como el crédito a medianas empresas (2,7 por ciento). Referente al crédito a personas, se observa una aceleración de los préstamos hipotecarios al registrarse las tasas más altas del año en setiembre y octubre (5,7 por ciento y 7,6 por ciento, respectivamente). Asimismo, continúa el proceso de desdolarización de los préstamos hipotecarios, al registrarse una tasa de variación interanual negativa de 4,0 por ciento para el crédito en dólares.



Cuadro 33
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual anual)

	Oct.16	Dic.16	Oct.17
Moneda Nacional	8,5	7,2	5,3
Moneda Extranjera	-3,3	2,1	6,2
Total	4,7	5,6	5,6

Se observa también un ligero incremento del crédito a empresas, que pasó de 4,1 por ciento en setiembre a 4,2 por ciento en octubre. Esto es resultado del mayor crecimiento del crédito a medianas empresas (2,7 por ciento) y el crédito corporativo y a grandes empresas que mantuvo su crecimiento en 3,0 por ciento. Por su parte, el crédito a personas aumentó 7,9 por ciento, explicado por una mayor demanda de créditos hipotecarios en soles.

Cuadro 34
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL
(Tasas de crecimiento anual)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Set.17	Oct.17
Crédito a empresas	8,6	6,2	4,8	4,1	4,2
Corporativo y gran empresa	9,6	12,7	4,7	3,0	3,0
Medianas empresas	13,1	-2,5	2,6	1,9	2,7
Pequeña y microempresa	1,5	2,7	7,7	9,3	8,9
Crédito a personas	11,4	11,4	7,1	7,1	7,9
Consumo	11,3	14,5	8,7	8,0	8,1
Vehiculares	5,8	-8,0	-7,4	-6,5	-5,7
Tarjetas de crédito	14,9	23,7	8,2	2,9	2,9
Resto	9,9	11,6	10,2	12,1	12,1
Hipotecario	11,6	7,3	4,9	5,7	7,6
TOTAL	9,6	8,0	5,6	5,2	5,6





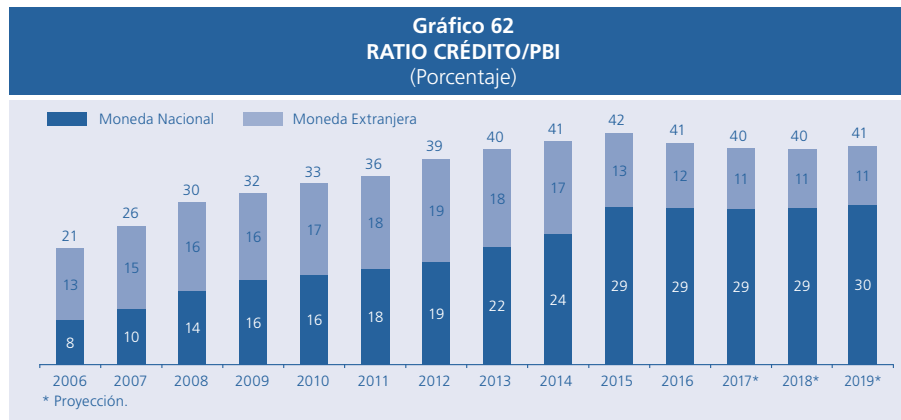
En octubre el crédito total de empresas bancarias registró un crecimiento de 3,3 por ciento, mayor al 2,2 por ciento de setiembre. Si bien este indicador no recoge el total de la dinámica de las sociedades de depósito, sí constituye un buen indicador adelantado del mismo. Por sectores económicos, la recuperación del crédito se observa principalmente por el lado del sector minero e hipotecario, así como del sector comercio y manufactura.

Cuadro 35
EMPRESAS BANCARIAS: CRÉDITOS POR SECTOR ECONÓMICO
(Variación porcentual anual)

Sector Económico	Dic.16	Jun.17	Set.17	Oct.17
I. CRÉDITOS CORPORATIVOS A GRANDES, MEDIANAS, PEQUEÑAS Y MICROEMPRESAS	3,0	1,0	1,1	2,3
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	3,7	8,4	1,8	2,2
Pesca	-0,4	1,4	-16,8	-19,0
Minería	-18,4	4,8	9,1	17,1
Industria Manufacturera	3,0	-3,3	-3,1	-0,8
Electricidad, Gas y Agua	5,1	1,9	-11,0	-9,5
Construcción	-2,4	-1,2	-3,7	-8,4
Comercio	2,9	1,4	3,0	2,6
Hoteles y Restaurantes	2,4	4,5	10,6	10,4
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	9,3	1,3	2,3	4,0
Intermediación Financiera	3,2	-9,6	-2,2	-1,8
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	9,5	4,3	-0,1	0,8
Enseñanza	15,4	9,7	12,8	10,9
Servicios Sociales y Salud	11,4	12,7	0,2	0,2
Otras Actividades de Servicios Comunitarios	-1,2	2,4	16,9	18,0
Hogares Privados c/Serv. Doméstico y Órganos Extraterritoriales	2,8	10,5	11,9	4,9
II. CRÉDITOS HIPOTECARIOS PARA VIVIENDA	4,0	4,1	4,3	6,4
III. CRÉDITOS DE CONSUMO	7,2	5,1	4,4	4,4
TOTAL CRÉDITOS	3,9	2,2	2,2	3,3

Proyección del Crédito al sector privado

40. Para el horizonte de proyección 2017-2019, se prevé que las tasas de crecimiento del crédito al sector privado y la liquidez evolucionen de acuerdo con el ritmo de crecimiento de la demanda interna. En particular, para 2017 se proyecta un crecimiento del crédito total de 5,5 por ciento y de 7,0 por ciento para 2018 y para 2019. Ello se encuentra en línea con las medidas de flexibilización monetaria implementadas por el BCRP, tanto mediante la tasa de interés de referencia como a través de las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera.



41. Al mes de octubre, el coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 29,5 por ciento. Por su parte, continúa la desdolarización del crédito a personas, especialmente en los segmentos hipotecario y vehicular.

Cuadro 36
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO
(Porcentajes)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Set.17	Oct.17
Crédito a empresas	51,4	38,4	38,3	39,6	39,6
Corporativo y gran empresa	62,6	46,1	49,3	52,5	52,8
Medianas empresas	62,1	47,2	42,9	42,4	42,2
Pequeña y microempresa	12,8	8,7	7,0	6,5	6,4
Crédito a personas	22,0	15,7	13,3	12,5	12,5
Consumo	10,6	7,8	6,9	6,9	6,9
Vehiculares	71,4	44,2	26,8	22,3	22,1
Tarjetas de crédito	7,4	6,3	6,4	7,1	7,3
Resto	6,7	5,9	5,9	5,9	5,8
Hipotecario	36,6	26,5	22,4	20,5	20,4
TOTAL	41,1	30,2	29,2	29,5	29,5
<i>A tipo de cambio corriente</i>	38,2	30,5	29,2	28,9	28,8

En cuanto al crédito de empresas, se observa que la reducción de la dolarización ha continuado para el caso de los créditos a pequeña y micro y mediana empresa; sin embargo, los créditos al sector corporativo y gran empresa han registrado un incremento de la dolarización de 49,3 a 52,8 por ciento entre diciembre de 2016 y octubre de 2017. Ello reflejaría la percepción de las empresas en este segmento de mercado de un menor riesgo cambiario; en particular para el corto plazo, ante la apreciación observada en el sol.

Morosidad

42. El ratio de morosidad del crédito fue de 3,4 por ciento en octubre, el cual resulta similar al promedio en lo que va del año (3,38 por ciento) y ligeramente mayor al registrado en diciembre de 2016 (3,1 por ciento). Al respecto, los rubros que presentaron mayores aumentos fueron los créditos para medianas, micro y pequeñas empresas.





Cuadro 37
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(Porcentajes)

	Dic. 14	Dic. 15	Dic. 16	Set. 17	Oct. 17
Crédito a empresas	3,14	3,12	3,28	3,44	3,49
Corporativo y gran empresa	0,37	0,47	0,41	0,51	0,48
Medianas empresas	4,79	5,28	6,10	7,04	7,19
Pequeña y microempresa	7,82	7,46	7,16	7,40	7,52
Crédito a personas	2,46	2,65	3,05	3,24	3,35
Consumo	3,34	3,32	3,66	3,71	3,81
Vehiculares	4,23	4,10	4,86	5,13	5,05
Tarjetas de crédito	4,25	4,41	5,60	6,15	6,26
Hipotecario	1,44	1,84	2,28	2,66	2,77
PROMEDIO	2,91	2,87	3,09	3,37	3,44

Por su parte, la morosidad para el crédito en soles ha mostrado un aumento ligeramente mayor con respecto al de dólares; no obstante, los niveles de morosidad para los créditos en soles son menores que los de los créditos en dólares en el segmento de crédito a personas y micro y pequeña empresa, que son los segmentos con menor capacidad para protegerse contra el riesgo cambiario. El deterioro de los créditos para medianas empresas y los destinados a tarjetas de crédito fue relativamente mayor dentro de los rubros en moneda nacional, aunque se mantiene en niveles menores a la morosidad de los créditos en dólares. Para los créditos en dólares, los créditos hipotecarios y de tarjetas de crédito son los que presentan un mayor aumento en morosidad.

Cuadro 38
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA NACIONAL
(Porcentajes)

	Dic. 14	Dic. 15	Dic. 16	Set. 17	Oct. 17
Crédito a empresas	4,03	3,30	3,63	4,03	4,09
Corporativo y gran empresa	0,24	0,22	0,20	0,52	0,46
Medianas empresas	5,63	5,04	6,07	7,05	7,32
Pequeña y microempresa	7,65	6,90	6,63	6,96	7,10
Crédito a personas	2,57	2,53	2,90	3,12	3,21
Consumo	3,33	3,23	3,57	3,64	3,75
Vehiculares	4,31	4,20	5,03	5,31	5,25
Tarjetas de crédito	4,61	1,91	2,58	3,59	3,76
Hipotecario	1,33	1,46	1,87	2,35	2,41

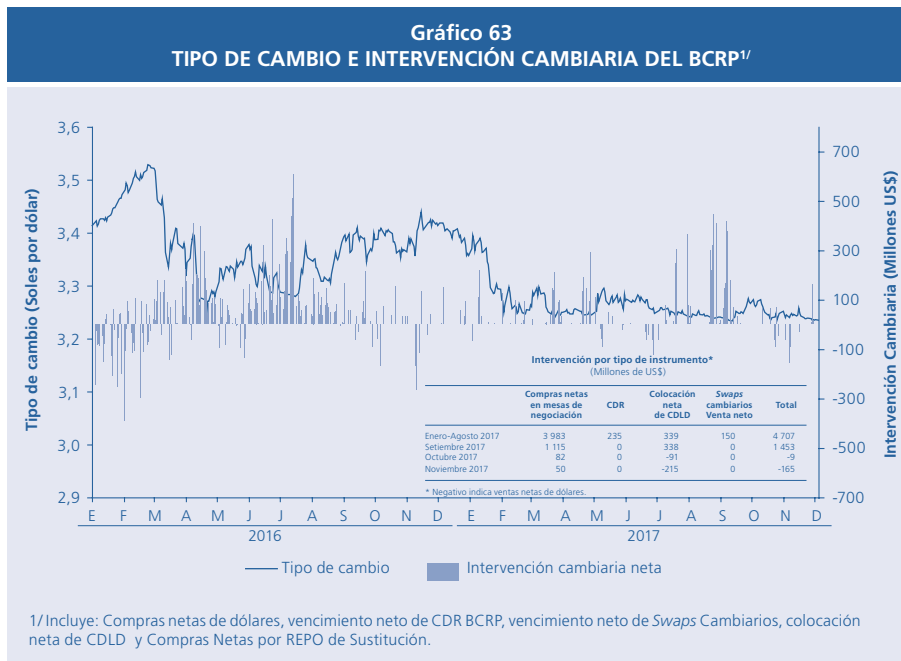
Cuadro 39
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA EXTRANJERA
(Porcentajes)

	Dic. 14	Dic. 15	Dic. 16	Set. 17	Oct. 17
Crédito a empresas	2,14	2,84	2,72	2,52	2,51
Corporativo y gran empresa	0,45	0,78	0,64	0,49	0,51
Medianas empresas	4,22	5,55	6,15	7,01	7,01
Pequeña y microempresa	9,39	15,70	19,58	20,27	20,08
Crédito a personas	2,06	3,28	4,08	4,17	4,37
Consumo	3,42	4,58	5,29	4,90	4,86
Vehiculares	3,07	2,62	2,59	2,67	2,59
Tarjetas de crédito	4,09	7,52	13,86	14,68	14,91
Hipotecario	1,64	2,88	3,70	3,93	4,21

Tipo de cambio e intervención cambiaria

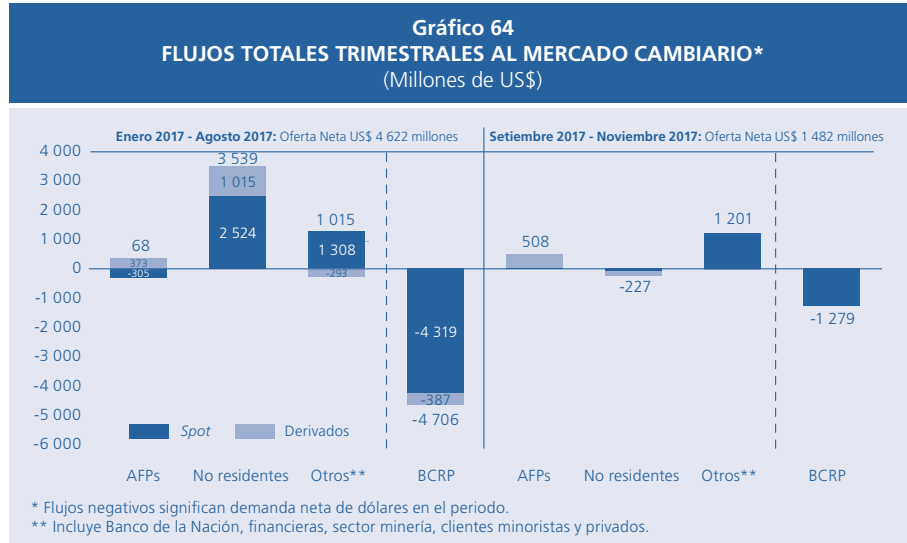
43. En el periodo de setiembre a noviembre de 2017, el tipo de cambio registró una apreciación de 0,2 por ciento, pasando de S/ 3,24 a S/ 3,23 por dólar. Con ello, el sol registra una apreciación de 3,7 por ciento en lo que va del año. Sin embargo, dentro del periodo el sol mostró una evolución diferenciada.

Así, en setiembre el sol se depreció 0,8 por ciento ante señales de la Fed de continuar con su proceso de normalización de la política monetaria. Posteriormente, el sol se apreció 1,0 por ciento entre octubre y noviembre, al continuar la evolución positiva de las cuentas externas, las cuales fueron favorecidas por la recuperación sostenida de los precios de los *commodities*.



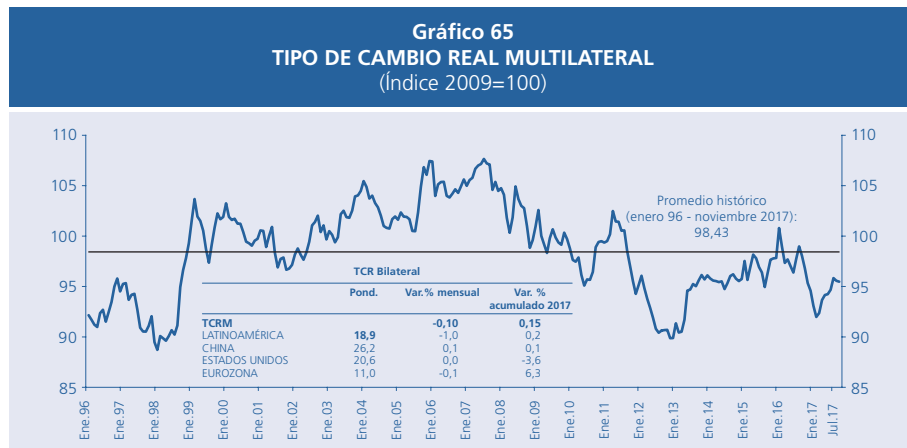
Con respecto a los flujos en el mercado cambiario local, entre setiembre y noviembre de 2017 se registró una oferta neta de dólares por US\$ 1 482 millones, la cual provino principalmente de empresas mineras (US\$ 1 367 millones), clientes minoristas (US\$ 1 141 millones), y en menor medida de AFPs (US\$ 508 millones). Por otro lado, la demanda provino de agentes privados (US\$ 1 058 millones) y de no residentes (US\$ 227 millones). La demanda de dólares de no residentes obedece principalmente a un ligero incremento en la cobertura cambiaria de sus activos en soles, ello en contraste a la oferta de dólares que se venía registrando de estos agentes en periodos previos.





Por su parte, el Banco Central en el mismo periodo compró dólares por US\$ 1 279 millones, principalmente a través de compras en la mesa de negociación por US\$ 1 247 millones, y en menor medida por la colocación neta de Certificados de Depósitos Liquidables en Dólares (CDLD) por US\$ 32 millones.

El índice de tipo de cambio real multilateral se ubicó en un nivel de 95,4 en noviembre en relación al periodo base de 2009, nivel mayor en 0,15 por ciento con respecto a diciembre de 2016. Este aumento en lo que va del año se ha debido principalmente al incremento del tipo de cambio real con respecto a países de Asia (0,9 por ciento) y Latinoamérica (0,2 por ciento), compensado por la disminución con respecto a países desarrollados (0,4 por ciento).



Mercados financieros

44. Las empresas privadas disminuyeron la emisión de valores en el mercado de capitales doméstico en lo que va del cuarto trimestre de 2017, aunque en términos anuales el total emitido durante el año es únicamente menor en S/ 173 millones al total del año 2016. Las empresas financieras destacan con los mayores montos colocados en los últimos meses, entre los cuales sobresale la emisión del BBVA por S/ 350 millones al plazo de 3 años.



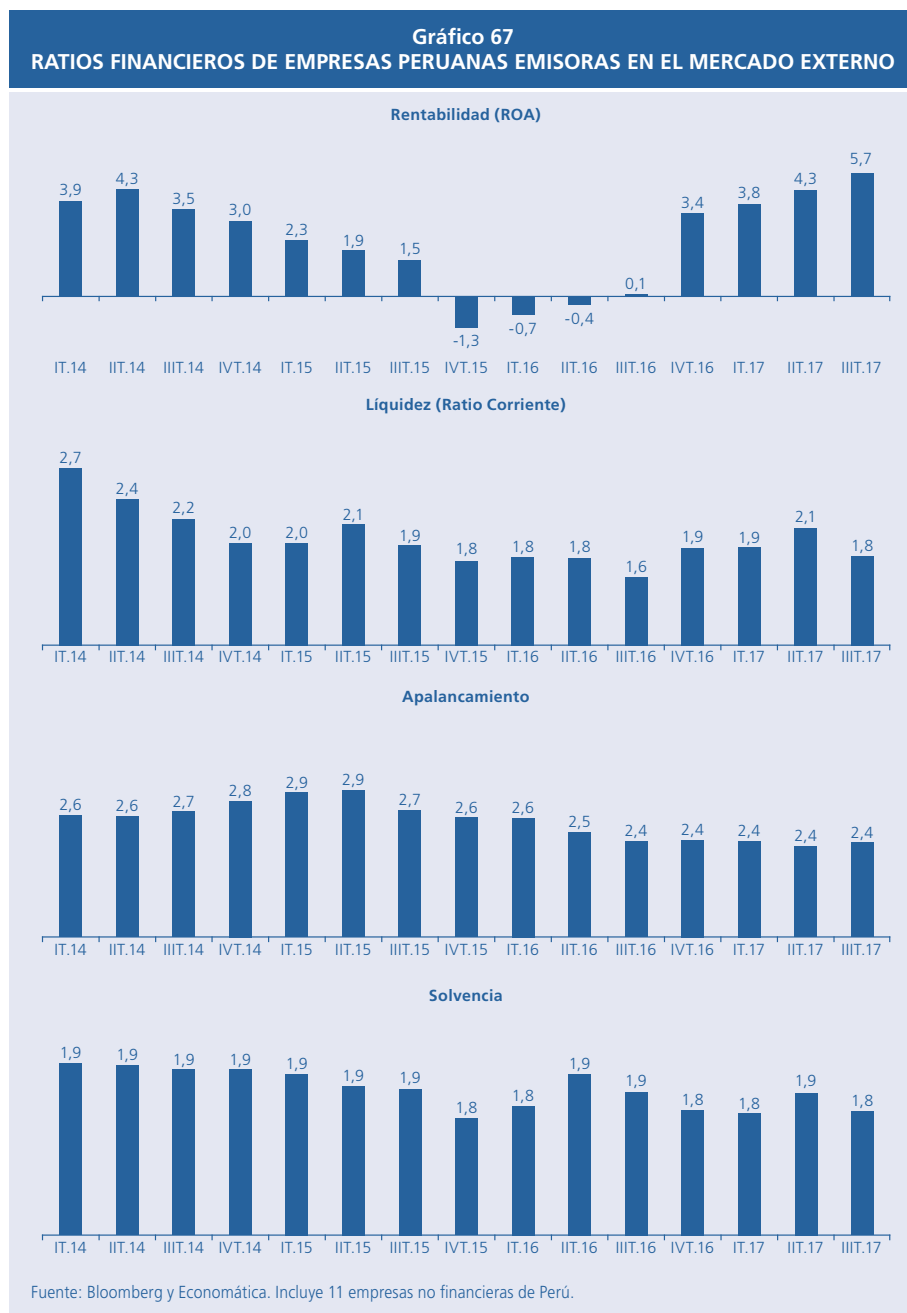
En el mercado de capitales internacional, las empresas peruanas privadas colocaron entre setiembre y noviembre de 2017 un total de US\$ 1 558 millones a plazos entre 3 y 10 años. Con ello el saldo de valores asciende a US\$ 22 386 millones, correspondiendo el 37 por ciento a empresas del sector privado. Considerando que en los años 2018 y 2019 vencen US\$ 730 y US\$ 600 millones de bonos, respectivamente, es probable que las empresas vuelvan a financiarse en el mercado externo si se considera la perspectiva estable de la calificación crediticia de la deuda soberana y la alta demanda por valores de mercados emergentes.

Entre las emisiones del periodo destaca la colocación del Banco de Crédito del Perú por S/ 2 000 millones al plazo de 3 años y tasa cupón de 4,85 por ciento con el objetivo de financiar las operaciones crediticias de la empresa. Los *senior unsecured* recibieron una calificación crediticia de BBB+ por Fitch. La tasa cupón fue mayor en 122 puntos básicos al bono soberano de similar plazo, y 308 puntos básicos por encima del bono global a 3 años.





Cabe destacar que las empresas peruanas emisoras en el mercado internacional continúan presentando indicadores financieros estables. En el tercer trimestre de 2017, los ratios de rentabilidad mejoraron en promedio, mientras que los indicadores de solvencia y apalancamiento se mantuvieron estables. El sector minero destaca con el mejor desempeño en términos de ratios financieros, en línea con la recuperación del precio de los principales metales. Las tasas de interés de los bonos emitidos en el exterior descendieron en todos los sectores.



Cuadro 40
EMISIÓN DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

Empresa	Fecha de Emisión	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
AÑO 2014		5 510		
Sector no Financiero		3 306		
Compañía Minera Ares	15 Ene.	350	7	7,75%
Minsur	31 Ene.	450	10	6,25%
Abengoa Transmisión Sur	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%
Sector Financiero		2 204		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>1 025</u>		
Banco de Crédito	15 Ene.	200	13	6,13%
Interbank	11 Mar.	300	15	6,63%
Banco de Crédito	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%
AÑO 2015		4 510		
Sector no Financiero		3 361		
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%
Sector Financiero		1 149		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>349</u>		
Intercorp	3 Feb.	250	10	5,88%
Interbank**	3 Feb.	99	15	7,66%
<u>Sector Financiero Público</u>		<u>800</u>		
COFIDE	7 Jul.	200	4	3,25%
COFIDE	7 Jul.	600	10	4,75%
AÑO 2016		797		
Sector no Financiero		497		
Kallpa Generación	19 May.	350	10	4,88%
Camposol	20 May.	147	5	10,50%
Sector Financiero		300		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>300</u>		
Banco de Crédito del Perú	20 Oct.	300	3	2,25%
AÑO 2017		5 362		
Sector no Financiero		3 840		
<u>Sector No Financiero Privado</u>		<u>1 840</u>		
Orazul	25 Abr.	550	10	5,63%
Cerro del Águila	9 Ago.	650	10	4,13%
San Miguel Industrias	12 Set.	300	5	4,50%
Fenix Power Perú	13 Set.	340	10	4,32%
<u>Sector No Financiero Público</u>		<u>2 000</u>		
Petróleos del Perú	12 Jun.	1 000	15	4,75%
Petróleos del Perú	12 Jun.	1 000	30	5,63%
Sector Financiero		1 522		
<u>Sector Financiero Privado</u>		<u>918</u>		
Intergroup	12 Oct.	300	10	4,13%
Banco de Crédito del Perú**	26 Oct.	618	3	4,85%
<u>Sector Financiero Público</u>		<u>605</u>		
Fondo MiVivienda**	7 Feb.	455	6	7,00%
Fondo MiVivienda	7 Feb.	150	7	3,50%

*Emisión en Francos suizos.

** Emisión en Nuevos Soles.

*** Emisión en Nuevos Soles VAC.

Fuente: Bloomberg y SMV.



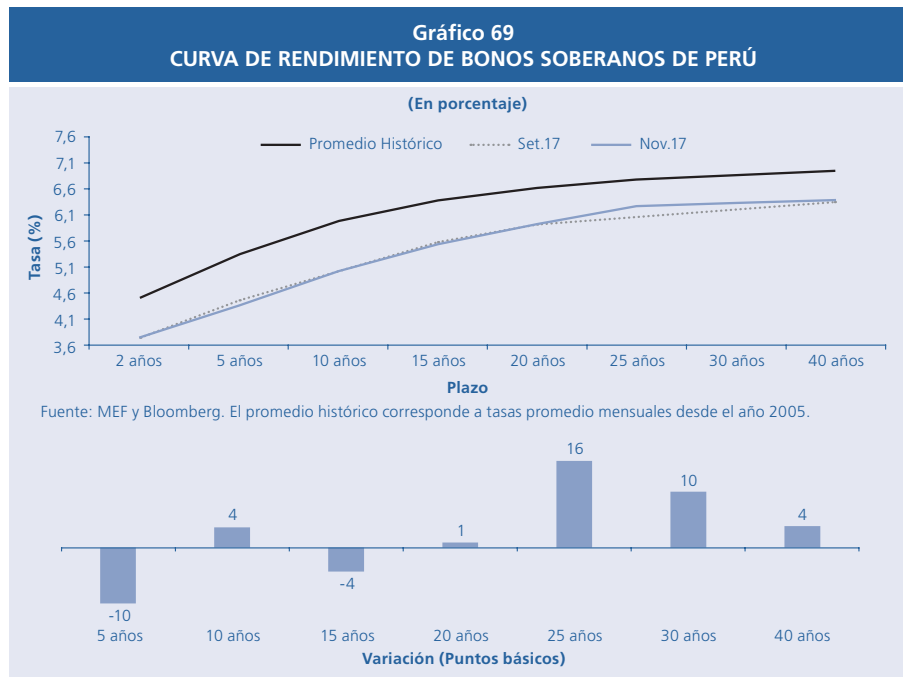


El saldo de bonos gubernamentales de Perú se incrementó de S/ 85 078 millones en setiembre a S/ 85 521 millones en noviembre de 2017. De acuerdo al proyecto de Ley de Endeudamiento del Sector Público del año 2018, el MEF podría endeudarse en los mercados internos y externos por montos máximos de S/ 13 755 y US\$ 1 421 millones, respectivamente.

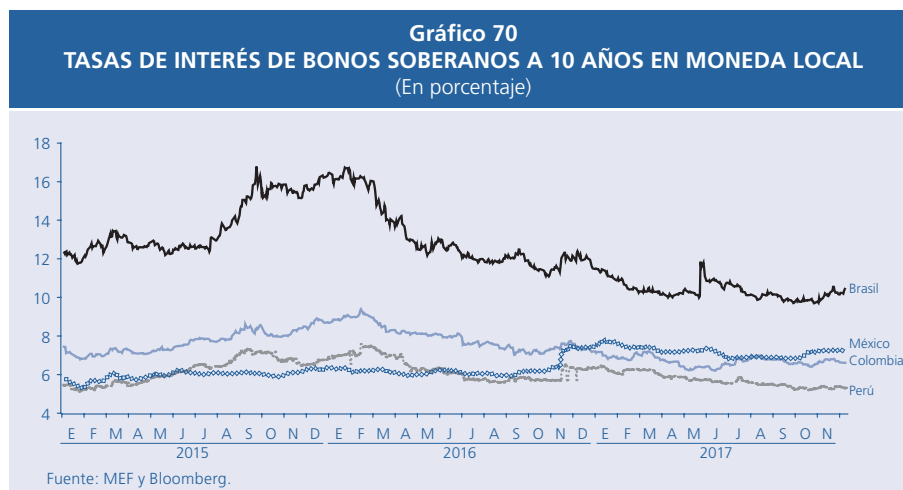
En los dos últimos meses se ha observado una reducción de la participación de inversionistas no residentes en el mercado de bonos soberanos, en línea con las redenciones de fondos de renta fija en mercados emergentes. A noviembre de 2017 la tenencia de bonos asciende a S/ 37 773 millones (46 por ciento del saldo vigente). Cabe destacar que, las empresas bancarias han incrementado sus inversiones en bonos entre diciembre de 2016 y octubre de 2017 en S/ 6 619 millones, mientras que los inversionistas no residentes han comprado S/ 15 285 millones. Las AFP han mantenido estables sus inversiones en bonos soberanos.



La curva de rendimiento soberana ha presentado un ligero incremento en sus tasas de interés entre setiembre y noviembre. La mayor demanda por valores del Tesoro Estadounidense, junto a una reducción del diferencial de tasas de interés en soles y dólares explica el comportamiento reciente de las tasas de interés. Sin embargo, se espera una reducción de las tasas de interés en un contexto de menor volatilidad financiera.



En el mercado de renta fija gubernamental de América Latina en moneda local, Perú y Colombia destacan con las tasas de interés de mejor desempeño al plazo de 10 años, mientras que las tasas de interés de los bonos de Chile, México y Brasil presentaron desvalorizaciones importantes. El desempeño promedio negativo considera la reciente fortaleza del dólar, la incertidumbre del plan tributario en Estados Unidos y los conflictos geopolíticos en Asia. Sin embargo, se considera que los bonos gubernamentales de la región son aún considerados activos atractivos para los inversionistas globales. Un factor de riesgo a considerar en los próximos meses son las elecciones del año 2018 en Brasil, Colombia y México.

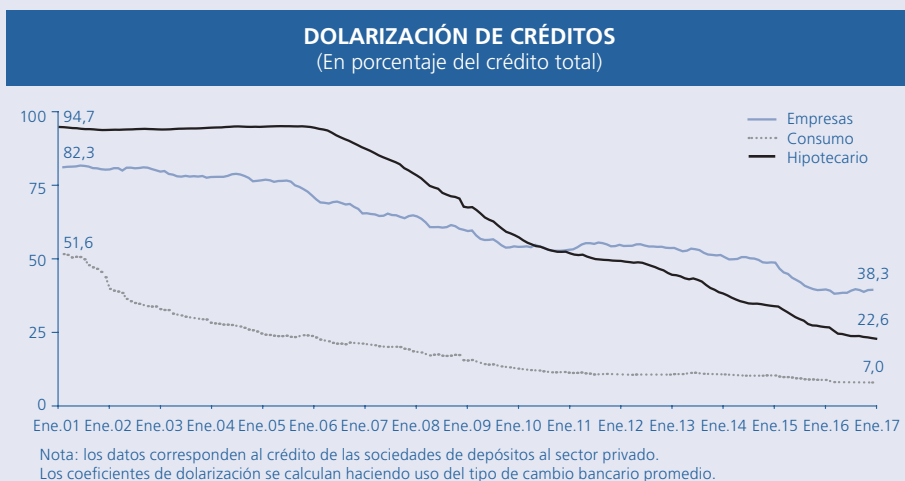




Recuadro 3 HETEROGENEIDAD DE LA DOLARIZACIÓN DE CRÉDITOS

En una economía con dolarización parcial de créditos los agentes económicos se encuentran expuestos a los descalces generados por los movimientos bruscos del tipo de cambio. Esta exposición es aún mayor a nivel de personas pues podrían tener mecanismos de cobertura cambiaria menos desarrollados que las empresas.

En el caso de Perú, la dolarización constituye una de las características estructurales que tuvo origen en el periodo de alta inflación de la década de los ochenta y que en términos generales respondió a una estrategia racional de los agentes que buscaron refugiarse en una moneda más estable. La dolarización de créditos totales alcanzó niveles pico de 81,7 por ciento en 1999, y se logró reducir significativamente hasta cerca de 30 por ciento hacia fines de 2015.



Utilizando datos a nivel de personas de la Encuesta Nacional de Hogares (ENAH) y del Reporte Consolidado de Créditos (RCC) de la Superintendencia de Banca y Seguros, se analizan dos indicadores de dolarización: el porcentaje de créditos (saldos) en dólares y el número de créditos en dólares. Ambos se calculan según el tipo de crédito y las características observables de las personas que acceden al crédito, tales como el nivel de educación, la edad, y las características de la región geográfica.

- Se observa que la dolarización de créditos es altamente heterogénea según las características observables de las personas. Por niveles de ingreso, la dolarización del crédito total de las personas del quintil de más altos ingresos es aproximadamente 3 veces superior a la de los otros quintiles, tal que en el quintil superior el porcentaje de créditos en moneda extranjera es de 6,5 por ciento, mientras que en los otros quintiles está en el rango entre 1,1 y 1,8 por ciento. En el caso de los créditos hipotecarios la relación positiva entre ingresos y

dolarización de créditos es más fuerte, mientras que en los créditos de consumo y micro empresa esta relación es ligeramente menos intensa.

- En promedio, las personas de mayor edad presentan altos niveles de dolarización de créditos, tanto en número de créditos como en el volumen. Entre las personas mayores de 50 años, se observa que cerca del 20 por ciento de créditos son en dólares, mientras que entre las personas jóvenes menores a 30 años la dolarización es solo de aproximadamente 10 por ciento de los créditos. Adicionalmente, la relación positiva entre edad y dolarización es más fuerte en el caso de los créditos hipotecarios, mientras que en el caso de los créditos de consumo y de micro empresas esta regularidad es menos intensa.
- Por sector económico, los trabajadores que se desempeñan en los sectores comercio, servicios y manufactura reportan los índices más altos de dolarización de créditos, mientras que los menores ratios se encuentran en el sector de construcción. Esto está en línea con la hipótesis de que los trabajadores que se desempeñan en algunos sectores altamente transables pueden tomar créditos de manera natural en moneda extranjera.
- Las personas que viven en Lima presentan los mayores ratios de dolarización, tanto en número de créditos como en los saldos de créditos en moneda extranjera. Las regiones con más altos índices de dolarización de créditos se encuentran en las áreas fronterizas, lo que estaría relacionado con el comercio con Bolivia, Chile y Ecuador.
- El crédito formal no es exclusivo de los trabajadores formales. El acceso al crédito bancario formal por parte de trabajadores informales obedece probablemente a la disponibilidad de colaterales que exige el sistema bancario para otorgar créditos. El 15,4 por ciento de los créditos de los trabajadores formales están dolarizados mientras que este porcentaje es 7,9 por ciento para los trabajadores informales.
- Las personas que reciben remesas son las que están más dolarizadas en sus créditos, especialmente en el caso de los créditos hipotecarios. Este hecho estilizado constituye una evidencia del comportamiento de cobertura cambiaria que toman los hogares en sus decisiones de crédito ante las probables fluctuaciones del tipo de cambio.

Al analizar la dolarización⁵ antes y después de diciembre de 2011 por categoría, se registra que quienes se desdolarizan más son aquellos con menores ingresos, los que no reciben remesas, los más jóvenes en edad y los menos educados. Además, las personas de más altos ingresos y las de mayor nivel educativo se han desdolarizado menos en comparación al promedio nacional, y la desdolarización de los créditos hipotecarios ha sido menor en comparación al promedio de la desdolarización de todos los créditos.

5 Medida como el porcentaje del número de créditos en moneda extranjera.





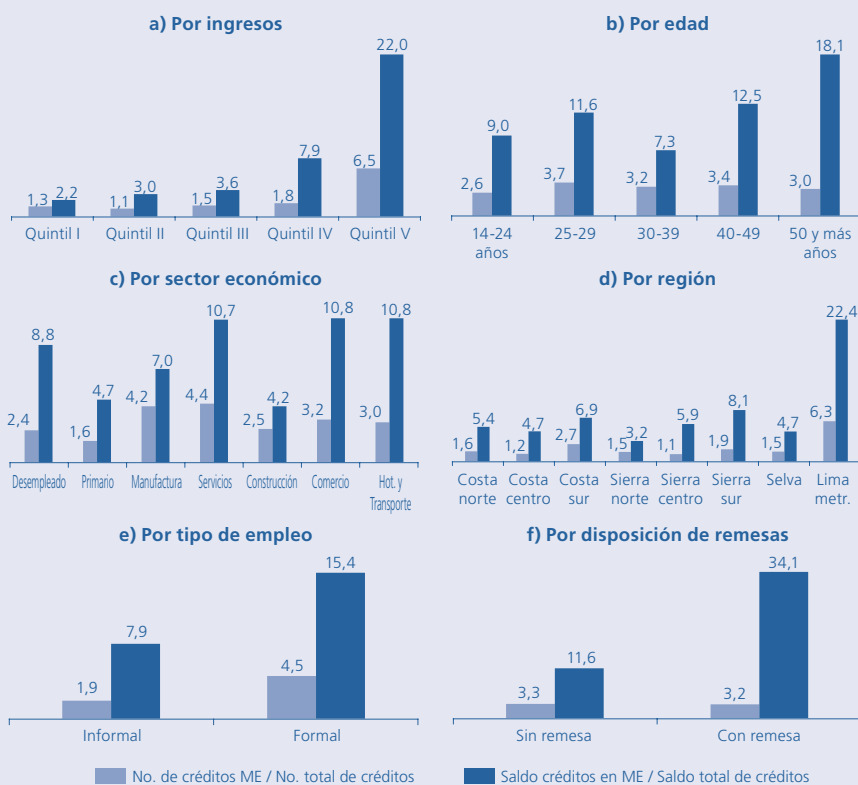
DOLARIZACIÓN DE CRÉDITOS ANTES Y DESPUÉS DE DICIEMBRE DE 2011
(% de número de créditos en moneda extranjera del total de créditos)

		2008-2011	2012-2014
Por ingresos	Quintil I	1,8	1,1
	Quintil II	1,9	0,7
	Quintil III	2,0	1,3
	Quintil IV	2,6	1,6
	Quintil V	7,6	6,4
Por obtención de remesas	Sí	3,5	3,2
	No	4,3	2,7
Por edad	14-24 años	3,3	2,4
	25-29 años	4,0	3,6
	30-39 años	3,6	3,2
	40-49 años	3,6	3,4
	+50 años	3,1	3,0

Fuente: ENAHO (INEI) y RCC 2008-2014 (SBS).

En resumen, los datos obtenidos de la ENAHO y el RCC sugieren que los consumidores de más edad, con altos ingresos y que se ubican en Lima, son aquellos que toman más créditos en moneda extranjera. En particular, es importante que el diseño de las políticas de desdolarización utilice la información de las características de los individuos, pues hay espacio para la desdolarización por ejemplo en el sector de altos ingresos.

DOLARIZACIÓN DE CRÉDITOS 2008-2014, SEGÚN CATEGORÍAS
(En %)

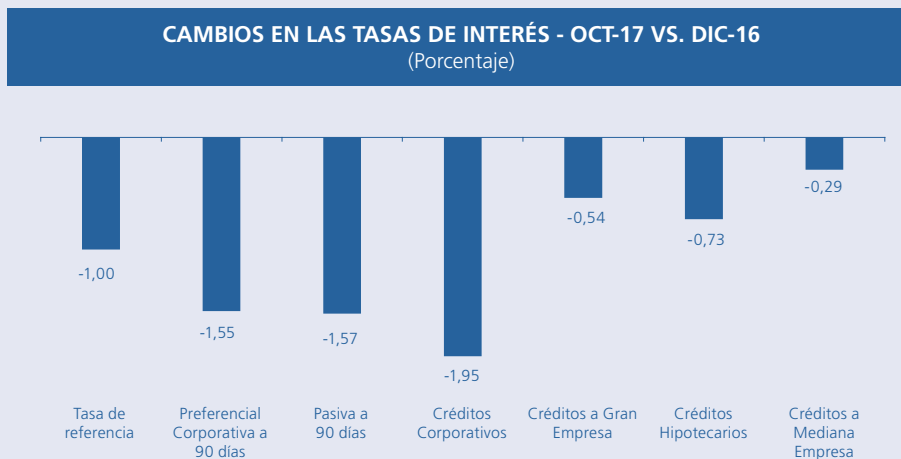


Fuente: ENAHO (INEI) y RCC 2008-2014 (SBS).

Recuadro 4
TRASPASO DE LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA A LAS TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA FINANCIERO

La transmisión de las acciones de política monetaria a las tasas de interés del sistema financiero es fundamental para una efectiva implementación de la política monetaria. Este recuadro reporta un actualización de la estimación del efecto traspaso de la tasa de política monetaria a las tasas del sistema financiero.

Este año el BCRP ha reducido su tasa de referencia en 100 puntos básicos, en un contexto de brecha del producto negativa, y tasa de inflación tendencial dentro del rango meta. Como primer indicador de la transmisión de la política monetaria, el gráfico siguiente muestra los cambios de las principales tasas de interés de préstamos de la banca para el mismo periodo. Se observa una marcada caída de las tasas de interés, en línea con la reducción de la tasa de referencia. Esta caída ha sido generalizada y se ha reflejado en menores tasas tanto para los créditos a empresas, como a familias, como es el caso de las tasas de interés de los créditos hipotecarios que en soles se han reducido en 73 puntos básicos.



Un segundo análisis utiliza un estudio de eventos, que toma en cuenta las quince últimas reducciones en la tasa de referencia entre el periodo comprendido entre setiembre de 2003 y noviembre de 2017 en una ventana de cinco días antes y después de una reducción en la tasa del BCRP. Se observa un efecto traspaso importante de las reducciones de la tasa de referencia a las tasas del sistema financiero. En particular, se puede destacar que los mercados secundarios de plazos más cortos (letras del tesoro de tres y seis meses) reaccionaron más que los mercados de plazos mayores a 1 año (bonos soberanos). Por otro lado, en el caso de las tasas activas y pasivas preferenciales a 90 días, la reducción ha sido superior en las tasas activas, como se observa en el siguiente cuadro.




EFFECTO SOBRE TASAS DEL MERCADO MONETARIO Y VALORES
 (En Puntos Básicos)

		Interbancaria	Letras del Tesoro 3M	Letras del Tesoro 6M	Bonos del Tesoro 12M	Bonos del Tesoro 24M	Bonos del Tesoro 10A	Activa Prime	Pasiva Prime
Feb. 09	▽ 25 Puntos Básicos	-51	16	11	5	-1	10	-27	-27
Mar. 09	▽ 25 Puntos Básicos	-22	-27	-25	-23	-21	-23	-19	-20
Abr. 09	▽ 100 Puntos Básicos	-40	-20	-20	-32	-23	-26	-103	-105
May. 09	▽ 100 Puntos Básicos	-80	-15	-19	-22	-16	23	-43	-32
Jun. 09	▽ 100 Puntos Básicos	-76	-60	-46	-28	-11	8	-59	-47
Jul. 09	▽ 100 Puntos Básicos	-81	-68	-50	-30	-17	-6	-66	-60
Ago. 09	▽ 75 Puntos Básicos	-64	-3	12	18	2	-10	-31	-33
Nov. 13	▽ 25 Puntos Básicos	-20	-2	-3	-4	-3	15	-31	-40
Jul. 14	▽ 25 Puntos Básicos	-28	-1	-2	-4	-9	-13	-26	-15
Set. 14	▽ 25 Puntos Básicos	-18	-1	-2	-3	-1	13	-22	-14
Ene. 15	▽ 25 Puntos Básicos	-21	-9	-11	-13	-15	-18	-32	-27
May. 17	▽ 25 Puntos Básicos	-24	-2	-2	-1	0	-4	-26	-9
Jul. 17	▽ 25 Puntos Básicos	-20	-3	-3	-4	2	-13	-10	-9
Set. 17	▽ 25 Puntos Básicos	-14	-11	-11	-10	-11	-12	-25	-27
Nov. 17	▽ 25 Puntos Básicos	-26	-17	-14	-8	-4	2	-14	-10

Finalmente, se estimó un modelo de vectores autorregresivos aumentado por factores (FAVAR) utilizando un conjunto amplio de tasas de interés del sistema financiero⁶. Esta metodología permite resumir la información de todas estas tasas en un reducido número de factores, identificando los factores que están detrás del comportamiento conjunto de las mismas. Este análisis permite aislar la transmisión de la política monetaria de otros factores que afecten el funcionamiento del propio sistema financiero, tales como variaciones en las políticas de otorgamiento de crédito por parte los bancos o alteraciones en el apetito por riesgo de los inversionistas.

Los resultados del análisis anterior se muestran en el siguiente cuadro, donde se aprecia un alto traspaso para las tasas de créditos con menor riesgo crediticio y de menor plazo. Esta heterogeneidad es explicada por particularidades asociadas a cada segmento del mercado crediticio. Por ejemplo, debido a que la tasa de referencia puede variar en el mediano plazo, las tasas de créditos a largo plazo no sólo consideran la tasa de política actual, sino también las expectativas relativas a las tasas de interés futuras. Cuando se trata de plazos largos, las expectativas de largo plazo o sobre la tasa de interés natural generarán menor efecto traspaso. Por otra parte, si se trata de instrumentos de plazos relativamente cortos, una reducción o incremento en la tasa puede señalar un ciclo de reducciones o aumentos de tasas futuras, afectando las tasas de hasta 18 meses en la misma dirección. Es por ello que se observan elasticidades superiores a uno. Finalmente, observamos una baja elasticidad en mercados relativamente ilíquidos o concentrados en pocos participantes, tales como los de Letras del Tesoro Público y en aquellos en los que la demanda no es sensible a la tasa de interés, tales como en los instrumentos de ahorro, en los que la relación del cliente con el banco o promociones generan una importante incidencia sobre las decisión de elección de los agentes.

6 Los factores se obtienen a partir de las tasas de interés. Asimismo, se incluyen variables macroeconómicas en el modelo VAR, tales como el crecimiento del PBI, inflación anual, expectativas de inflación, depreciación anual, la tasa de encaje y la tasa de interés interbancaria.

EFFECTO TRASPASO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA A LAS TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA FINANCIERO UN AÑO DESPUÉS^{1/}

CDBCRP 3 meses	1,11	Pequeña Empresa	1,05
CDBCRP 6 meses	1,11	Micro Empresa	1,84
CDBCRP 9 meses	1,24	Hipotecarios	0,22
CDBCRP 12 meses	1,26	TAMN	1,72
CDBCRP 18 meses	1,22	FTAMN	0,64
Letras del Tesoro Público 3 meses	0,58	Preferencial Corporativa a 90 días	1,05
Letras del Tesoro Público 9 meses	0,49	Ahorro menor a un año	0,13
Bonos del Tesoro Público 1 año	0,42	TIPMN	0,29
Bonos del Tesoro Público 2 años	0,44	FTIPMN	0,78
Corporativos	1,00	Pasiva a 1 mes	0,70
Gran Empresa	0,85	Pasiva a 2 meses	0,73
Mediana Empresa	0,88	Pasiva a 3 meses	0,73

1/ Choque a la tasa de interés interbancaria en un modelo FAVAR y utilizando datos de setiembre de 2010 a octubre de 2017. El efecto traspaso se calcula utilizando las funciones de impulso respuesta acumuladas del modelo FAVAR.

Los ejercicios aquí presentados demuestran que existe un impacto significativo y duradero de las acciones de política monetaria sobre el resto de tasas de interés del sistema financiero. Estos resultados nos permiten afirmar que los últimos recortes en la tasa de referencia, consistentes con el objetivo de preservar la estabilidad monetaria, han contribuido a la flexibilización de las condiciones monetarias y crediticias en el mercado financiero peruano.



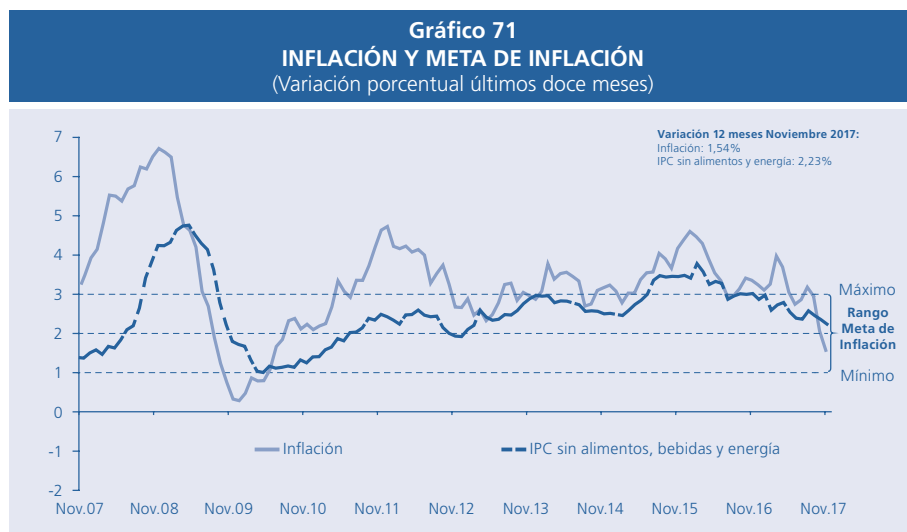


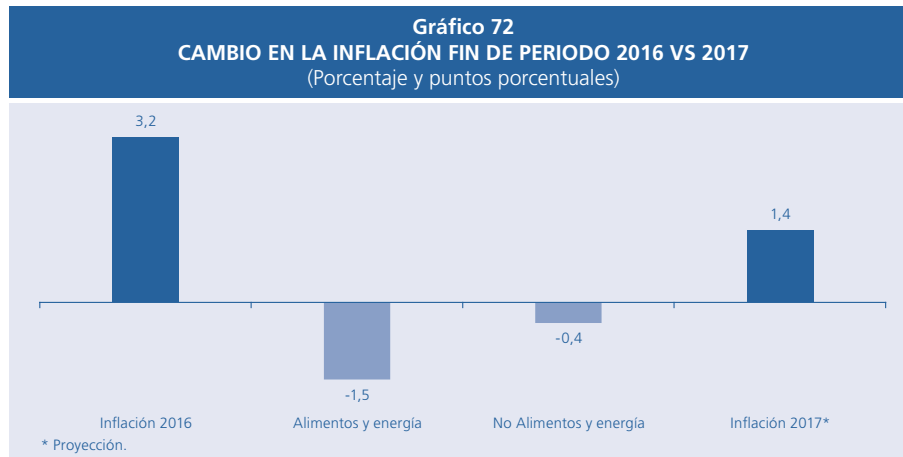
VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos

Evolución a noviembre de 2017

45. La inflación interanual disminuyó de 3,17 por ciento en agosto a 1,54 por ciento en noviembre de 2017, principalmente por la reversión de los choques de oferta que afectaron a los productos agrícolas (déficit hídrico de finales del año 2016 y el Fenómeno El Niño Costero en el primer trimestre de 2017). El precio del limón disminuyó 62,7 por ciento entre setiembre y noviembre, y los precios de la cebolla y la papa decrecieron 16,4 y 5,7 por ciento, respectivamente.

La inflación sin alimentos y energía continuó con su tendencia decreciente pasando de 2,57 por ciento en agosto a 2,23 por ciento en noviembre. Por su parte, la variación interanual del precio promedio de alimentos y energía se redujo de 3,87 por ciento en agosto a 0,76 por ciento en noviembre.





Cuadro 41
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
							Ene.-Nov.	12 meses
IPC	100,0	2,65	2,86	3,22	4,40	3,23	1,21	1,54
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,91	2,97	2,51	3,49	2,87	1,85	2,23
a. Bienes	21,7	1,60	2,62	2,43	3,57	3,41	1,27	1,39
b. Servicios	34,8	2,10	3,18	2,55	3,44	2,54	2,20	2,75
2. Alimentos y energía	43,6	3,55	2,73	4,08	5,47	3,66	0,47	0,76
a. Alimentos y bebidas	37,8	4,06	2,24	4,83	5,37	3,54	0,44	0,67
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,22	6,09	-0,85	6,20	4,48	0,68	1,32
Combustibles	2,8	-1,48	5,95	-5,59	-6,33	0,61	3,79	4,79
Electricidad	2,9	2,19	6,23	4,37	18,71	7,53	-1,61	-1,22

Cuadro 42
INFLACIÓN
(Contribuciones ponderadas)

	Peso (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
							Ene.-Nov.	12 meses
IPC	100,0	2,65	2,86	3,22	4,40	3,24	1,21	1,54
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,05	1,62	1,37	1,89	1,54	0,99	1,19
a. Bienes	21,7	0,34	0,54	0,50	0,73	0,69	0,26	0,28
b. Servicios	34,8	0,71	1,08	0,87	1,16	0,85	0,73	0,91
2. Alimentos y energía	43,6	1,60	1,24	1,86	2,51	1,69	0,22	0,35
a. Alimentos y bebidas	37,8	1,59	0,89	1,91	2,15	1,43	0,18	0,27
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,01	0,35	-0,05	0,36	0,26	0,04	0,08
Combustibles	2,8	-0,05	0,18	-0,18	-0,18	0,02	0,10	0,12
Electricidad	2,9	0,06	0,17	0,12	0,54	0,25	-0,05	-0,04



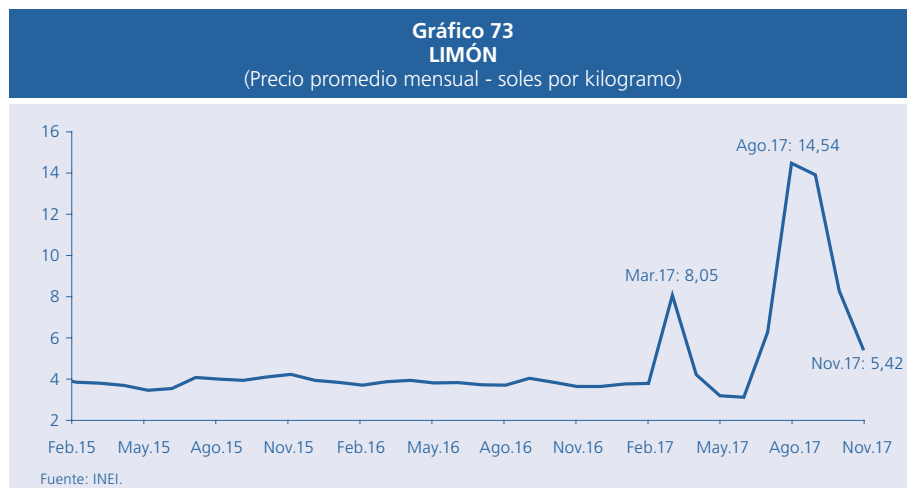


46. Entre enero y noviembre el nivel general de precios al consumidor aumentó a tasas inferiores a sus niveles históricos, lo que estuvo relacionado a la evolución de los precios de los alimentos agrícolas perecibles, que presentaron una caída promedio mensual de 0,49 por ciento, siendo su tasa de variación promedio mensual de largo plazo de 0,44 por ciento.

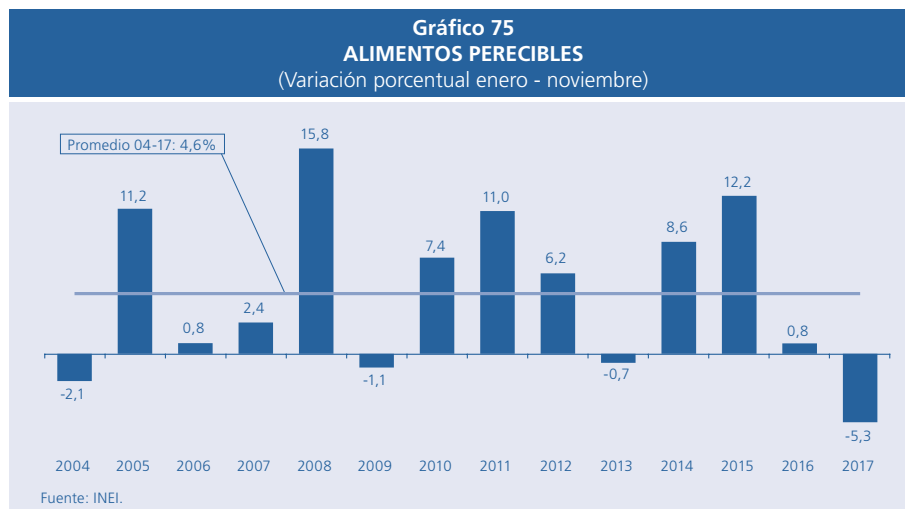
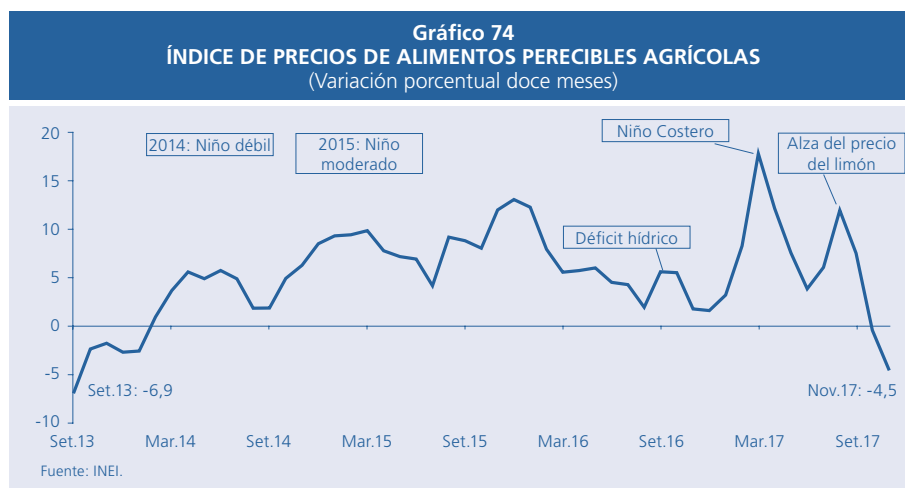
Cuadro 3 IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES (Variación promedio mensual)	
	Enero - Noviembre
2002-2016	
IPC	0,24
Alimentos agrícolas perecibles	0,44
2016	
IPC	0,26
Alimentos agrícolas perecibles	0,07
2017	
IPC	0,11
Alimentos agrícolas perecibles	-0,49

En los primeros meses del año se registraron incrementos significativos en los precios de los productos agrícolas por los efectos de las alteraciones climáticas, mientras que entre los meses de abril y junio estos precios se corrigieron a la baja. En julio y agosto repuntaron principalmente por el alza de los precios del limón, cuyo abastecimiento se redujo por efectos rezagados del fenómeno climatológico de inicios de año.

A partir de setiembre se observa una disminución de los precios de alimentos agrícolas perecibles, destacando la reversión del precio del limón. Asimismo, se registraron menores precios de alimentos como papa, cebolla, tomate y zanahoria, cuyo abastecimiento aumentó por las condiciones climáticas favorables (menores temperaturas y adecuado nivel de precipitaciones) presentes durante el año.



Desde 2014, la frecuencia de choques de oferta climatológicos ha sido la más alta desde inicios de este siglo, generando la permanente elevación de los precios de alimentos y del nivel general de precios. Por tanto, la actual desaceleración de la variación interanual de precios de alimentos (en noviembre, se registró una tasa anual de -4,52 por ciento, la menor desde setiembre de 2013), debe entenderse como el producto de la reversión de choques de oferta no solo de este año, sino de los acumulados desde años anteriores; es por eso que luego de tres años se tiene que la variación porcentual acumulada entre enero y noviembre de precios de alimentos perecibles es negativa.



47. Entre los rubros de mayor contribución positiva en el periodo enero – noviembre se encuentran comidas fuera del hogar, matrícula y pensión de enseñanza, consumo de agua y limón. Por el contrario, los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron papa, pollo, pasaje de avión, transporte nacional y electricidad.





Cuadro 44
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - NOVIEMBRE 2017

Positiva	Peso (%)	Var. %	Contribución	Negativa	Peso (%)	Var. %	Contribución
Comidas fuera del hogar	11,7	3,5	0,47	Papa	0,9	-38,4	-0,50
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,7	0,45	Carne de pollo	3,0	-10,5	-0,32
Consumo de agua	1,6	13,0	0,22	Pasaje de avión	0,4	-15,9	-0,06
Limón	0,2	51,8	0,10	Transporte nacional	0,3	-16,1	-0,06
Huevos	0,6	14,1	0,07	Electricidad	2,9	-1,6	-0,05
Cerveza	0,8	8,7	0,07	Pescado fresco y congelado	0,7	-4,1	-0,03
Artículos de cuidado personal	4,9	1,4	0,07	Compra de vehículos	1,6	-1,9	-0,03
Gasolina y lubricantes	1,3	5,1	0,06	Legumbres frescas	0,2	-10,4	-0,03
Bebidas gaseosas	1,3	3,6	0,05	Zanahoria	0,1	-15,3	-0,02
Plátano	0,3	12,5	0,05	Duraznos	0,1	-8,3	-0,01
Total			1,61	Total			-1,11

Rubros del componente IPC Sin Alimentos y Energía

Comidas fuera del hogar

El rubro comidas fuera del hogar continuó siendo uno de los rubros con mayor contribución a la inflación, reflejando la mayor demanda de los consumidores por este servicio. En el período enero-noviembre aumentó 3,5 por ciento, tasa mayor a la registrada en los alimentos dentro del hogar (reducción de 1,1 por ciento) y a la del índice general de precios (1,2 por ciento).

Matrícula y Pensión de enseñanza

El rubro matrículas y pensión de enseñanza aumentó 4,7 por ciento principalmente por el aumento de las pensiones en el mes de marzo (4,0 por ciento) asociado al inicio del año escolar. A ello se sumaron los incrementos en las pensiones de los institutos de educación superior a lo largo del período. En los últimos doce meses este rubro alcanzó una variación de 4,7 por ciento, mayor que la del índice general de precios.

Consumo de agua

En el período enero-noviembre las tarifas de agua aumentaron 13,0 por ciento, reflejando principalmente el reajuste del mes de agosto (9,5 por ciento). Anteriormente se registraron alzas en los meses de enero y febrero (1,7 y 1,5 por ciento, respectivamente), en cumplimiento de la normatividad vigente que establece que las tarifas de agua se actualicen cada vez que el Índice de Precios al por Mayor (IPM) supere el 3,0 por ciento. En esa oportunidad se aplicó el incremento acumulado del IPM en el período junio de 2015–diciembre de 2016 (3,19 por ciento).

El alza de agosto se debió a la aplicación de un sistema de focalización de subsidios cruzados, por el cual las tarifas aumentaron 20 por ciento para los hogares no subsidiados (67 por ciento de los hogares de Lima). El impacto en la tarifa residencial promedio fue de 9,5 por ciento, el mayor aumento en 17 años (alza de 10,2 por ciento en noviembre de 2000). En los siguientes meses no se dieron nuevas alzas de las tarifas.

Rubros del componente IPC Alimentos y Energía

Tarifas eléctricas

En el período enero-noviembre las tarifas eléctricas disminuyeron 1,6 ciento (-1,2 por ciento en los últimos doce meses), en lo que influyeron las rebajas registradas en los primeros meses del año. Ello principalmente como resultado de la suspensión del cargo por "Afianzamiento de la Seguridad Energética", el cual se destinaba al financiamiento del Gasoducto Sur Peruano.

Cuadro 45 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LAS TARIFAS ELÉCTRICAS		
Componentes	2016	Nov.17 Var. % acumulada
Infraestructura	3,7	-3,2
- Líneas de transmisión	-0,5	0,5
- Centrales RER*	-0,4	-0,4
- Reserva fría	0,2	-0,2
- Gasoducto Sur Peruano	1,8	-2,6
- Nodo Energético del Sur (CT Puerto Bravo)	1,4	-0,1
- Nodo Energético del Sur (CT Ilo)	1,2	-0,4
Tipo de cambio	0,3	-0,8
IPM	0,2	0,0
Otros**	3,3	2,4
<i>De los cuales:</i>		
- Generación de energía y potencia	--	0,5
- Otros cargos Sistema Principal de Transmisión	--	2,3
TOTAL	7,5	-1,6

* 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 (potencia y energía) y los cargos de distribución (media y baja tensión), etc.

En mayo se registró una nueva disminución (-3,6 por ciento), lo que se debió a la revisión trimestral de los saldos de los contratos entre las compañías generadoras y distribuidoras. Posteriormente hubo una reconsideración de esta rebaja ante el reclamo de algunas empresas, lo que dio lugar a un ligero aumento en julio (0,45 por ciento).

A partir de agosto se registraron una serie de alzas. En ese mes la tarifa aumentó 1,9 por ciento por una nueva actualización de los precios establecidos en los contratos entre empresas generadoras y distribuidoras de electricidad, resultado de





las licitaciones. Asimismo, se procedió a la liquidación trimestral que realiza el ente regulador para compensar las diferencias en el precio a nivel de generación entre los usuarios regulados. También se actualizó el componente de transmisión por el aumento de los cargos destinados a asegurar la continuidad del servicio eléctrico.

En setiembre se observó un alza de 0,4 por ciento, debido a que aumentaron los cargos de transmisión por la puesta en operación de nuevas líneas. En noviembre se registró un incremento de 2,3 por ciento, debido a la actualización de una serie de cargos asociados a la transmisión (compensación por seguridad de suministro de varias centrales de reserva fría, seguridad energética, compensación de costo variable adicional, entre otros), y a la liquidación trimestral del mecanismo de compensación entre usuarios regulados.

Gasolina y lubricantes

El aumento de este rubro en el período enero-noviembre fue 5,1 por ciento (7,4 por ciento en los últimos doce meses), reflejando los mayores precios ex planta de las refinerías locales, en un contexto de alza de la cotización internacional del petróleo. Los gasoholes, en particular, registraron un incremento promedio de 5,4 por ciento.

Cuadro 46
PRECIO PROMEDIO MENSUAL DE LOS GASOHOLES

(S/ por galón)	Dic.15 (A)	Dic.16 (B)	Nov.17 (C)	Dic.15-Dic.16 (B)/(A)	Dic.16-Nov.17 (C)/(B)
1. Crudo WTI (US\$ por galón)	0,92	1,18	1,31	27,8	10,8
2. Precio de Paridad de OSINERGMIN (US\$ por galón) ^{1/}	1,48	1,70	1,98	15,3	16,1
3. Tipo de Cambio	3,37	3,41	3,24	1,1	-4,9
4. Precio de Paridad de OSINERGMIN (S/ por galón)=(2*3)	4,98	5,80	6,41	16,6	10,4
5. Margen adicional (=6-4)	1,14	0,28	0,25	-75,1	-13,1
6. Precio de Refinería ^{2/}	6,12	6,09	6,65	-0,5	9,3
7. Margen comercial (=9-8-6)	1,76	1,61	1,49	-8,8	-7,6
8. Impuestos	3,12	3,08	3,22	-1,2	4,3
9. Precio final ^{3/}	11,00	10,78	11,35	-2,0	5,4

1/ Precio en la Costa del Golfo más costos teóricos de importación. Publicado por OSINERGMIN.

2/ Publicado por Petroperú.

3/ Fuente: INEI.

En enero el precio promedio aumentó 4,0 por ciento, en línea con el incremento del precio internacional del petróleo con respecto a los niveles registrados en meses anteriores. Ello luego del acuerdo de la OPEP de reducir la producción de petróleo. No obstante, en los siguientes meses el precio internacional del petróleo descendió ante la expectativa de que la mayor producción de Estados Unidos compensaría los recortes de producción de la OPEP, a lo que se sumó el aumento de los inventarios de gasolina en Estados Unidos. Ello contribuyó a las sucesivas variaciones negativas de los precios en el mercado interno, lo que estuvo acorde a los menores precios de referencia fijados por el ente regulador, Osinergmin.

Desde mediados de julio, los precios de paridad de importación de combustibles aumentaron ante el alza de la cotización internacional, asociada a la disminución de las reservas de petróleo y a los menores inventarios de gasolina en Estados Unidos. Ello repercutió en los precios internos en el mes de agosto que aumentaron en 1,3 por ciento.

En setiembre se registró el mayor aumento del período, de 5,3 por ciento, ante el incremento de los precios ex planta. Los precios de referencia que fija Osinergmin aumentaron hasta la tercera semana de ese mes, lo que se sustentó en la menor producción de combustible en la Costa del Golfo de Estados Unidos, afectada por huracanes y tormentas.

En octubre los precios de los combustibles disminuyeron 0,5 por ciento, comportamiento similar al de los precios de referencia que se redujeron ante el reinicio de las operaciones de las refinerías en Estados Unidos. No obstante, en noviembre se registró un aumento de 0,2 por ciento, debido a que los precios ex planta y los de referencia volvieron a subir. En ello influyeron el anuncio de nuevos recortes en la producción internacional de petróleo y las tensiones políticas entre algunos países productores, así como la reducción de los inventarios de crudo en el mercado estadounidense.

Alimentos

En el período enero-noviembre destacaron las disminuciones en los precios de productos como papa y carne de pollo, debido a un mayor abastecimiento. También influyó la reversión de choques de oferta de una serie de alimentos agrícolas (limón, cebolla, plátano, entre otros), cuya producción y comercialización estuvo afectada en los primeros meses del año por las alteraciones climáticas relacionadas principalmente al Fenómeno El Niño Costero.

Papa

En el período enero-noviembre el precio de la papa presentó una variación negativa de 38,4 por ciento y de -38,7 por ciento en los últimos doce meses. Ello como resultado del aumento de las siembras en las principales regiones abastecedoras de Lima, lo que dio lugar a un aumento del abastecimiento (12,6 por ciento con respecto al mismo período del año anterior). También influyó la mejora de los rendimientos, debido a la mayor frecuencia e intensidad de las lluvias durante la campaña, principalmente en Huánuco, región afectada el año anterior por una fuerte sequía. Adicionalmente, en marzo la mayor perecibilidad del producto, resultado del exceso de humedad por las lluvias en las zonas productoras, y el mayor calor de Lima, obligó a realizar ofertas en el canal mayorista.

De mayo a julio los precios continuaron disminuyendo debido a la mayor oferta de la variedad blanca procedente de Junín y Ayacucho. En esas regiones, las condiciones





climáticas fueron favorables para la siembra y la floración del cultivo (temperaturas más bajas y precipitaciones superiores a sus normales). En los siguientes meses aumentó el abastecimiento procedente de Huánuco, lo que impactó favorablemente en los precios. A ello se sumaron las mayores siembras en Ica, cuya campaña se prolongó hasta noviembre, lo que contrarrestó la menor participación de Lima por menores siembras.

Carne de pollo

El precio de la carne de pollo disminuyó 10,5 por ciento en el período enero-noviembre y 10,3 por ciento en los últimos doce meses. Este resultado se explica por el incremento de la oferta por encima del requerimiento de la demanda y por los menores costos de producción.

La producción nacional de aves (aproximadamente el 95 por ciento es pollo) se incrementó 3,6 por ciento en el período enero-octubre con respecto al mismo período del año anterior. En el mes de octubre la producción de pollo aumentó 7,6 por ciento estimándose un aumento de 8 por ciento en el mes de noviembre. Ello en el contexto de un menor costo de alimentación de las aves. La cotización del maíz amarillo duro, su principal insumo, pasó de US\$ 132 dólares por tonelada en diciembre 2016 a US\$ 124 en octubre y US\$ 123 en noviembre 2017. El precio de internamiento en soles acumuló una disminución de 7,2 por ciento en el período enero-noviembre con respecto al mismo período del año anterior.

En el mes de noviembre se registró cierta recuperación del precio, en lo que influyeron el irregular abastecimiento de pescado, así como el mayor precio relativo de productos sustitutos de la carne de pollo como bonito y jurel.

Limón

En el período enero-noviembre el precio del limón aumentó 51,8 por ciento, lo que significó una desaceleración con respecto al alza registrada en el período enero-agosto (307,3 por ciento).

En la primera parte del año, la variación más alta del precio se registró en el mes de marzo (116,4 por ciento), cuando las lluvias e inundaciones afectaron las vías de transporte, dificultando el traslado del producto a Lima. Esta situación mejoró en abril y mayo con la normalización del transporte, dando lugar a una disminución del precio de 48,4 por ciento y 25,1 por ciento, respectivamente. No obstante, en julio y agosto se registraron nuevas alzas de los precios (105,3 y 133,0 por ciento, respectivamente). En esos meses, a la menor producción estacional se sumó el impacto negativo de las alteraciones climáticas de los meses precedentes, las cuales afectaron los procesos de floración, cuajado y fructificación. En el valle de San Lorenzo en Piura, principal zona productora, se reportó además la presencia de plagas que afectaron la calidad del producto.

A partir de setiembre se registraron disminuciones de los precios como resultado de una mayor oferta, aunque el abastecimiento no alcanzó el nivel del año anterior (-11,7 por ciento en el período enero-noviembre con respecto al período del año anterior).

Otros productos agrícolas

Entre los productos cuya producción fue afectada por factores climáticos, presentando una posterior reversión, se encuentran la cebolla, el tomate y la zanahoria.

El precio de la **cebolla** registró la mayor alza en el mes de marzo (42,2 por ciento). Las fuertes lluvias registradas desde finales de diciembre de 2016 en Arequipa, principal región productora, afectaron las cosechas y la calidad del producto, así como la regularidad del abastecimiento a Lima. Ello dio lugar al incremento del precio mayorista (79 por ciento con respecto a marzo), lo que reflejó también los problemas en la comercialización y el transporte por inundaciones y huaicos. En abril el precio continuó elevándose (18,6 por ciento), en lo que influyó la culminación de la campaña en algunos valles de Arequipa.

Esta situación se revirtió en los siguientes meses con el ingreso estacional de algunas variedades de cebolla de menor precio de Arequipa y por la participación del producto procedente de Ica y del norte del país.

El precio del **tomate** aumentó en los meses de febrero y marzo (10,6 y 33,6 por ciento) reflejando las menores siembras en Lima así como la menor calidad del producto y los menores rendimientos debido a las altas temperaturas en esos meses. A ello se sumaron los problemas de comercialización por los huaicos e inundaciones que afectaron a los valles de Cañete, Huaral y Canta. A partir de abril el precio disminuyó por el mayor ingreso del producto procedente de otras regiones (Arequipa, Ica y Ancash). En agosto continuó ingresando tomate de Arequipa e Ica. En los siguientes meses aumentó el abastecimiento procedente de los valles de Lima. Si bien las siembras fueron menores en Lima, la mejora del clima (menores temperaturas que en los meses previos) dio lugar a mayores rendimientos.

En lo que respecta al precio de la **zanahoria**, las mayores alzas se registraron en los meses de enero y marzo (29,7 y 13,7 por ciento respectivamente). Ello principalmente por menores siembras en Junín ante la falta de lluvias durante los meses de agosto a noviembre de 2016. A partir de abril del presente año el precio comenzó a disminuir, reflejando el aumento de las siembras en esa región en diciembre 2016. A partir de agosto se registró un mayor abastecimiento procedente de Lima, como resultado de mayores siembras, y por la mejora del clima (menor temperatura con respecto a la de los meses pasados).

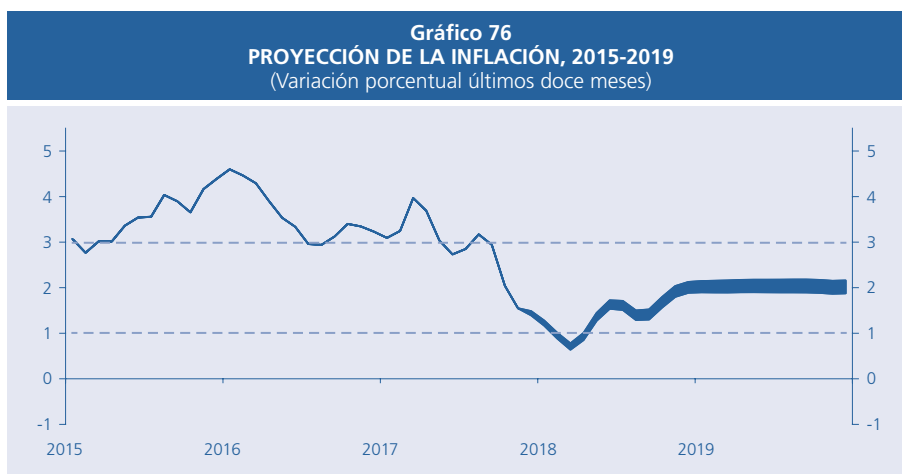




Proyección 2017-2019

48. El BCRP toma acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y de sus determinantes, la cual es elaborada a partir de la información macroeconómica disponible. 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).

Se espera que la inflación interanual se ubique transitoriamente por debajo de 2,0 por ciento al cierre de 2017 y durante la primera mitad de 2018, como resultado de la reversión de los frecuentes choques de oferta asociados a fenómenos climatológicos ocurridos sobre todo a fines de 2016 (déficit hídrico) y comienzos de 2017 (Fenómeno El Niño Costero). Esta normalización de choques produce que se registren tasas interanuales de inflación por debajo de 2 por ciento.



Esta mayor incidencia de choques de oferta, acompañado de las presiones de depreciación del tipo de cambio nominal ocurridas entre 2013 y 2016 elevaron las expectativas de inflación en el pasado reciente. La rápida normalización de estos choques está corrigiendo la evolución de las expectativas de inflación en dirección al punto medio del rango meta. Esta tendencia de las expectativas de inflación sumado a la ausencia de presiones inflacionarias de demanda y una inflación importada moderada, conllevan a que la inflación sin alimentos y energía se mantenga muy cerca de 2,0 por ciento en el horizonte de proyección.

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

- a) Se prevé que las **expectativas de inflación a 12 meses** continúen reduciéndose durante el horizonte de proyección hasta converger a 2 por ciento durante 2018.



Cuadro 47
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	RI Jun. 17	RI Set. 17	RI Dic. 17*
Sistema Financiero			
2017	3,0	2,8	2,2
2018	2,8	2,6	2,5
2019	2,8	2,8	2,6
Analistas Económicos			
2017	3,0	2,8	2,2
2018	2,8	2,8	2,5
2019	2,8	2,7	2,7
Empresas No Financieras			
2017	3,1	3,0	2,9
2018	3,0	3,0	3,0
2019	3,0	3,0	3,0

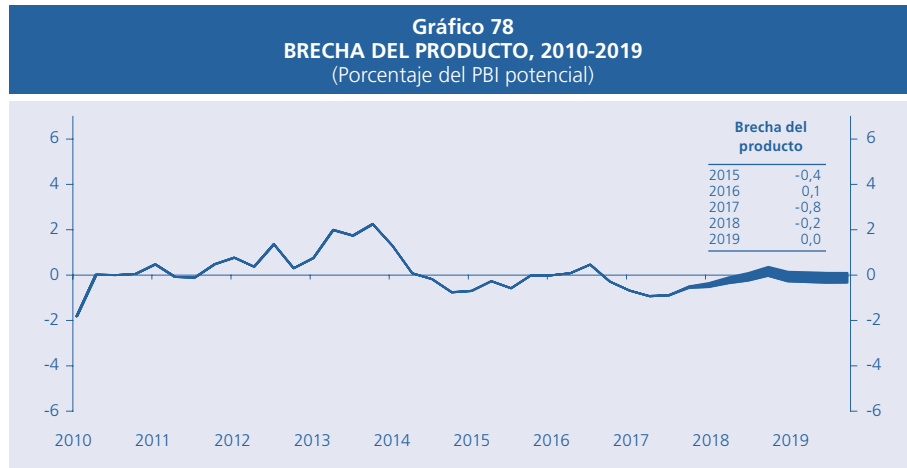
*Encuesta realizada el 30 de noviembre.

- b) Se prevé que el mayor gasto fiscal en proyectos de infraestructura (inversión pública por la reconstrucción), condiciones externas favorables, y expectativas

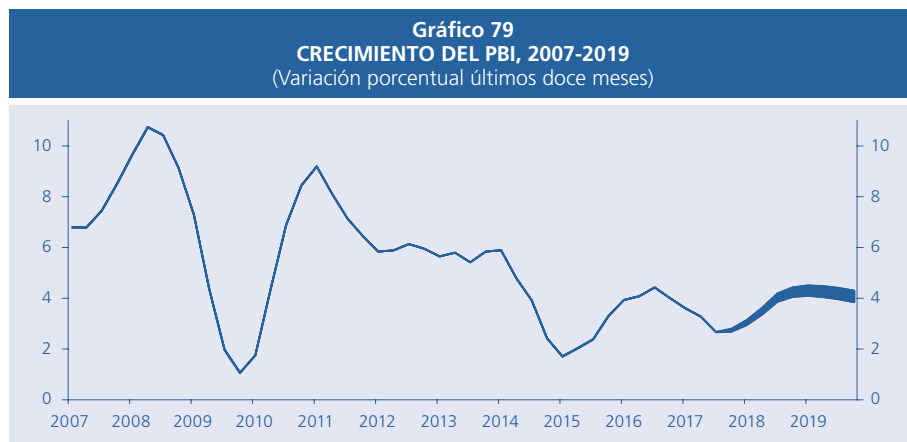




sobre la evolución de la actividad económica en el tramo optimista, contribuyan a acercar la brecha del producto a su posición neutral a fines de 2018.

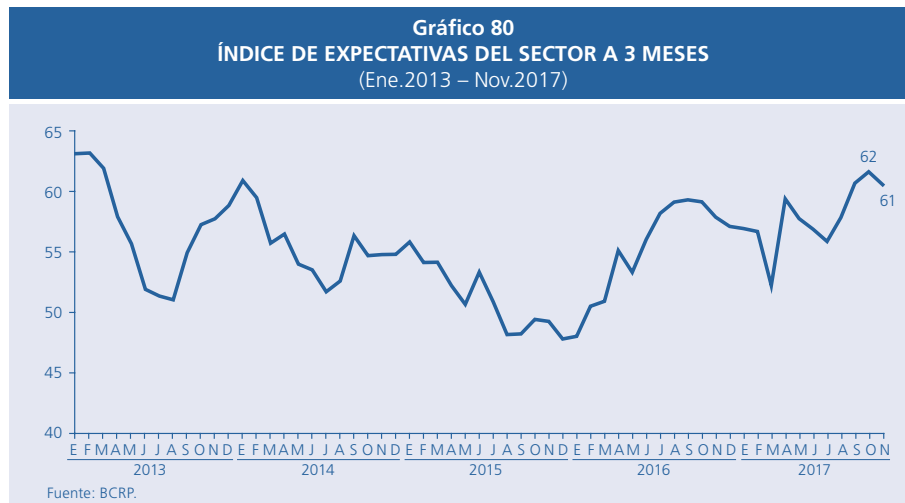


Cabe destacar que la proyección de crecimiento económico en el horizonte 2018-2019 es consistente con un crecimiento del PBI por encima del crecimiento del PBI potencial, dada la previsión de una recuperación en la brecha del producto, en particular durante 2018.

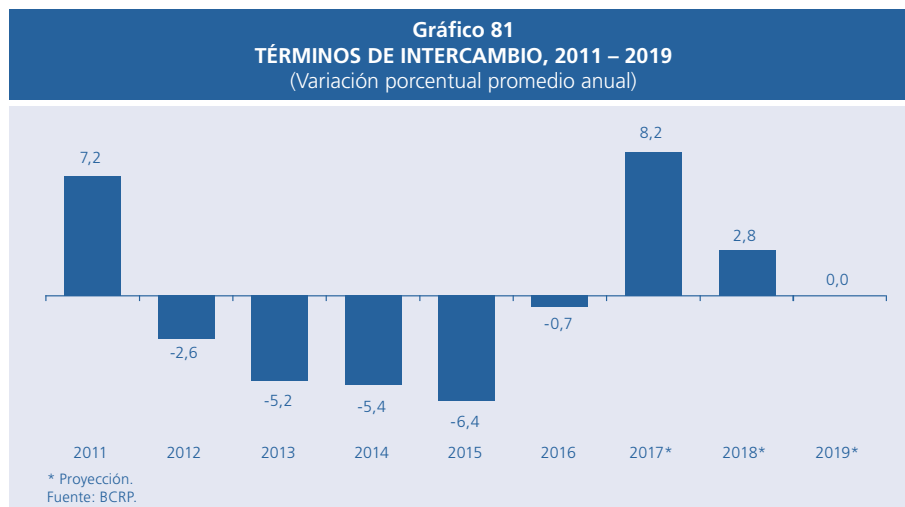


Los principales determinantes de la proyección de la **brecha del producto** son:

- **Confianza empresarial:** se prevé que la confianza empresarial se mantenga dentro del tramo optimista en el horizonte de proyección.

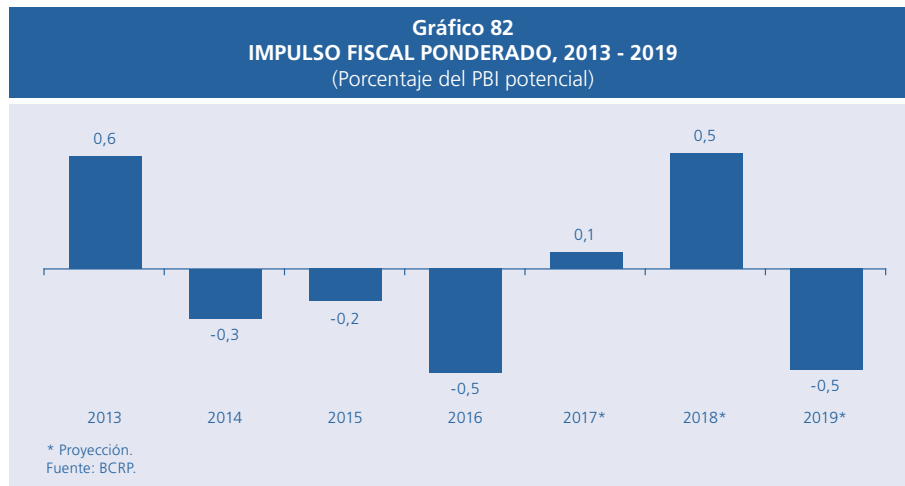


- Condiciones externas:** se prevé condiciones externas favorables impulsadas por el incremento en los términos de intercambio y por un mayor ritmo de crecimiento de nuestros socios comerciales que el observado durante 2017.

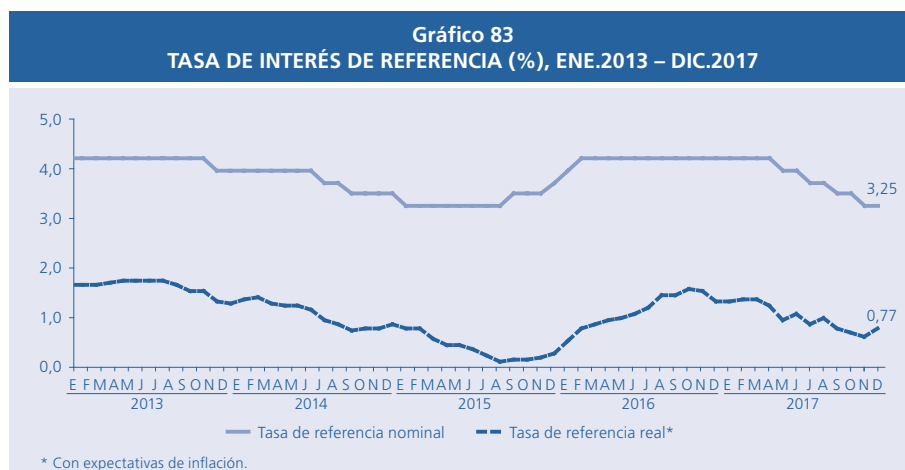


- Impulso fiscal:** el impulso fiscal ponderado estimado para 2018 sería significativo y estaría asociado al proceso de reconstrucción de la infraestructura afectada por el Fenómeno El Niño Costero, durante el primer semestre del año. Para 2019, se espera que el impulso fiscal se torne negativo debido a la consolidación de las finanzas públicas.





- **Condiciones monetarias:** tomando en cuenta las rebajas de la tasa de interés de referencia en mayo, julio, setiembre y noviembre las condiciones monetarias en soles se mantienen expansivas (tasa real menor a 1 por ciento) y continuarán contribuyendo a la recuperación de la brecha del producto. Por otra parte, se esperan condiciones monetarias en dólares similares a las del Reporte de Inflación previo. 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, y permitirán mantener expectativas de depreciación más moderadas.



- c) La **inflación importada** recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. Para 2018, se espera una inflación importada similar a la prevista en el Reporte de Inflación de setiembre, debido principalmente a las previsiones, consistentes con las expectativas del mercado, de un tipo de cambio nominal más estable.

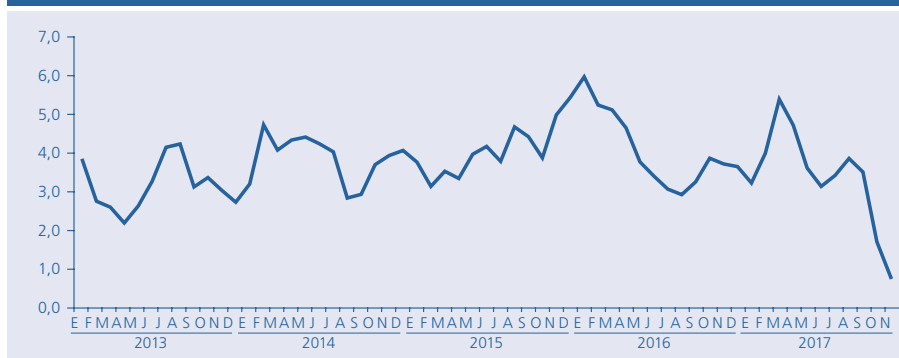
Cuadro 48
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO
 (Soles por US dólar)

	RI Jun. 17	RI Set. 17	RI Dic. 17*
Sistema Financiero			
2017	3,35	3,27	3,25
2018	3,40	3,30	3,29
2019	3,48	3,34	3,28
Analistas Económicos			
2017	3,35	3,28	3,25
2018	3,40	3,35	3,30
2019	3,44	3,40	3,35
Empresas No Financieras			
2017	3,35	3,30	3,28
2018	3,40	3,40	3,34
2019	3,50	3,43	3,40

*Encuesta realizada el 30 de noviembre.

- d) Se espera que la variación anual de los precios alimentos y energía se mantengan por debajo del 2 por ciento a inicios de 2018, debido a la reversión de los choques de oferta producidos por el Fenómeno El Niño Costero, en la medida que estos efectos se vayan disipando, las variaciones de estos precios convergerán a 2 por ciento hacia fines de 2018.

Gráfico 84
VARIACIÓN DE PRECIOS DE ALIMENTOS Y ENERGÍA, 2013-2017
 (Variación porcentual últimos doce meses)



Balance de riesgos en el horizonte 2017 - 2019

49. Toda proyección se encuentra sujeta a la realización de posibles eventos no anticipados que pueden provocar desvíos respecto del escenario central. 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 demanda interna**

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

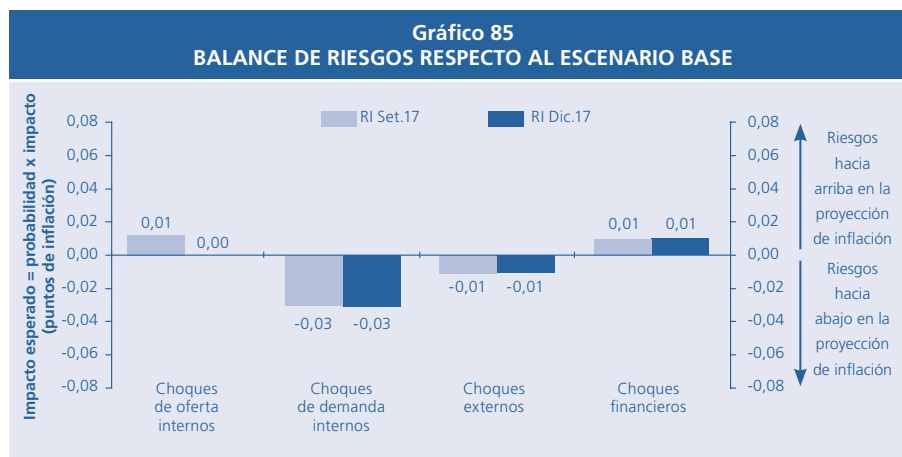
b. **Choques externos negativos**

El escenario base considera un contexto externo favorable para nuestra economía. Un desvío hacia abajo respecto a los niveles previstos en el precio de los *commodities* supondría una brecha del producto más negativa y una inflación por debajo de la del escenario base.

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

Ajustes bruscos en las tasas de interés de bonos de largo plazo y mayores flujos de capital hacia los EUA (por ejemplo por un mayor déficit fiscal) presionarían el tipo de cambio al alza, y en el corto plazo podría incrementar la inflación respecto a la evolución consistente con el escenario central de proyección.

El balance de riesgos de la proyección de inflación presenta un sesgo ligero a la baja, de manera que el impacto de factores a la baja de la inflación es mayor al de los factores al alza.



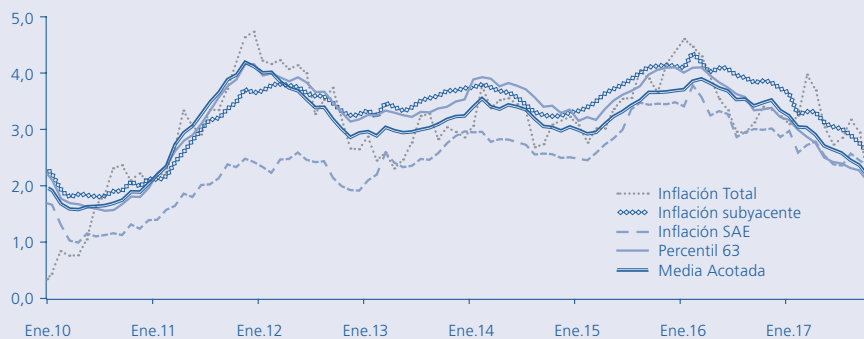
Conclusiones

50. Se espera que la inflación se ubique por debajo de su valor de largo plazo al cierre de 2017 y durante la primera mitad de 2018; debido a la corrección de los choques de oferta que incrementaron los precios a fines de 2016 y durante la primera mitad de 2017. Asimismo, que la inflación sin alimentos y energía y las expectativas de inflación continúen reduciéndose hacia 2 por ciento, en un contexto de ausencia de presiones inflacionarias de demanda, e inflación importada moderada.

Recuadro 5 CHOQUES DE OFERTA Y PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN

La inflación tendencial, medida por un conjunto amplio de indicadores, ha retornado al rango meta durante este año luego de haberse ubicado persistentemente alrededor del límite superior de este por varios meses (como se puede ver en el siguiente gráfico). El presente recuadro explica el rol que jugaron la magnitud y frecuencia de los choques de oferta en la mayor persistencia observada de la inflación durante este periodo. En particular, se resalta la inusual coincidencia de choques climatológicos y depreciaciones nominales persistentes ocurridas en el periodo 2013-2016 como principal explicación.

EVOLUCIÓN DE MEDIDAS TENDENCIALES DE INFLACIÓN (Variaciones porcentuales)



Las medidas de inflación tendenciales consideradas fueron: a) Inflación subyacente, b) Inflación sin alimentos ni energía (SAE), c) Percentil 63 de la tasa de crecimiento de los precios de todos los sub-rubros del IPC en su máxima desagregación y d) Media acotada, la cual es calculada como el promedio ponderado de los subíndices de la inflación total cuya desviación estándar se ubica entre los percentiles 33 y 66, eliminando así aquellos rubros más y menos volátiles.

Conceptualmente, la inflación refleja tanto la evolución de sus determinantes fundamentales, (brecha del producto, expectativas de inflación, la variación de los precios internacionales, y el tipo de cambio), como de los choques de oferta de corto plazo. El Banco Central influye sobre la mayoría de estos determinantes a través de sus acciones de política monetaria y de comunicación con el mercado. Así, el BCRP a través de una política monetaria menos expansiva puede influir en el tipo de cambio, las expectativas de inflación y en la brecha del producto, de tal manera que la inflación se reduzca. Sin embargo, el Banco Central no influye en la frecuencia e intensidad de los cambios en los precios internacionales, o en los choques de oferta. Estos últimos son cambios en precios relativos, típicamente de alimentos, que están asociados a movimientos inesperados en la oferta de estos bienes. Los bancos centrales responden a estos choques únicamente cuando afectan las expectativas de inflación, porque de lo contrario, podrían tener efectos persistentes en la inflación futura. Por ello, el BCRP entre setiembre de 2015 y febrero de 2016 elevó la tasa de referencia de política monetaria en 100 puntos básicos, en un contexto en el que las expectativas de inflación se ubicaron temporalmente por encima del rango meta. Luego de las medidas adoptadas, las expectativas de inflación retornaron al rango meta, pero la inflación, tal como se muestra en el siguiente gráfico, ha mostrado una mayor persistencia en un contexto de brecha del producto negativa, que indica ausencia de presiones inflacionarias de demanda.





PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN (Coeficiente de correlación móvil)

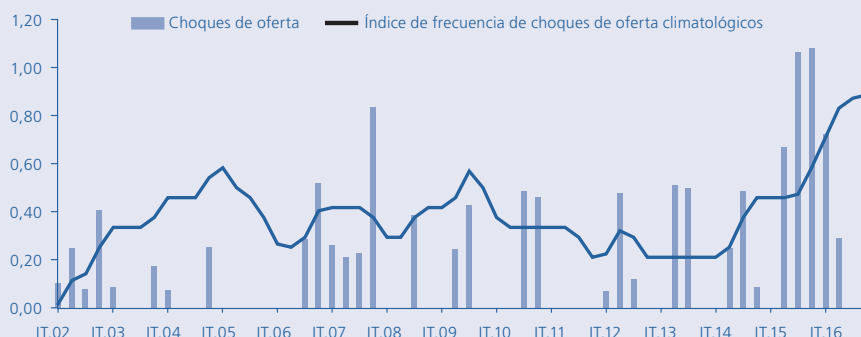


La línea vertical representa el momento de implementación del esquema MEI. La correlación móvil se calcula empleando una ventana móvil de 32 trimestres, la que permite eliminar parcialmente los efectos del ciclo económico y obtener un proxy del comportamiento de la persistencia de la inflación en la parte reciente de la muestra.

¿Qué efecto tienen los choques de oferta en la persistencia de la inflación?

Cuando la frecuencia y persistencia de los choques de oferta es alta, se hace más difícil distinguirlos, lo que puede incidir en que los agentes asignan un mayor peso a la inflación pasada (inercia inflacionaria) como predictor de la inflación futura, y por tanto contribuyen a una mayor persistencia de las expectativas de inflación. El periodo 2010-2016 ha sido un periodo atípico en ese sentido, caracterizado por una elevada frecuencia de choques de oferta asociados a factores climáticos, y cambios en precios relativos altamente persistentes, como la depreciación del sol observada entre mayo de 2013 y marzo de 2016. Así, el siguiente gráfico muestra, en barras, el indicador de anomalías de temperatura en el mar (ICEN), que se utiliza para identificar fenómenos climatológicos como El Niño y La Niña. Como se aprecia en el gráfico, la frecuencia e intensidad de estos choques ha sido la mayor desde inicios de este siglo. La línea punteada acumula la frecuencia de estos choques observada en los últimos doce meses, y muestra que en el periodo entre 2014 y 2016 la frecuencia de choques de oferta climatológicos ha sido la más alta en el periodo analizado.

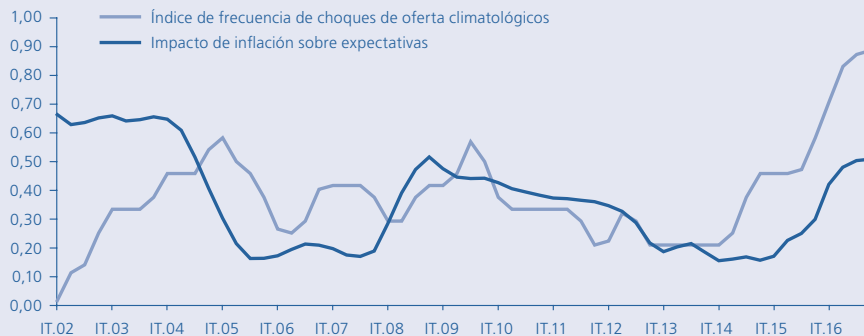
FRECUENCIA DE CHOQUES DE OFERTA CLIMATOLÓGICOS (2002 - 2017)



Nota: el ICEN es un índice que mide las anomalías en la temperatura del mar, típicamente relacionado a la presencia de fenómenos climatológicos como El Niño o La Niña. Para este estudio, no se considera los eventos catalogados como neutros o de frío-débil (de 0,4 a -1,2). El índice de frecuencia se calcula como la cantidad de meses donde el ICEN ha sido mayor que cero.

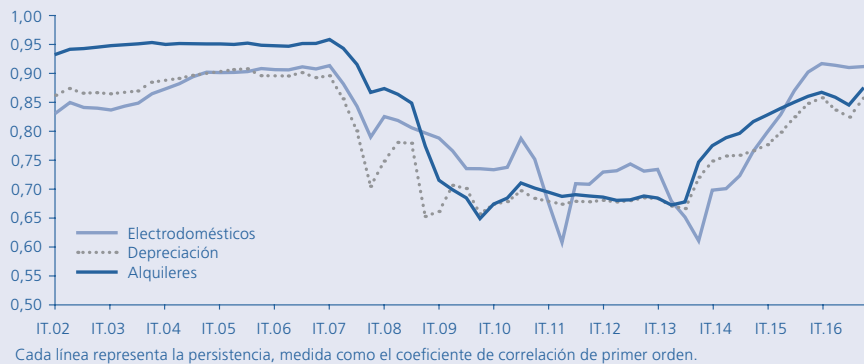
La mayor frecuencia de choques de oferta, en el periodo 2014-2016, coincide también con un incremento en la sensibilidad de las expectativas de inflación a la inflación pasada. El siguiente gráfico muestra el indicador de frecuencia de choques de oferta, juntamente con la elasticidad de las expectativas de inflación a la inflación pasada, y se observa un aumento sincronizado de esta última variable con el indicador de frecuencia de choques de oferta reportado previamente.

PERSISTENCIA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y CHOQUES DE OFERTA
(2002 - 2017)



Otro factor que ha afectado la persistencia de la inflación ha sido el propio aumento en la persistencia de la depreciación del sol observada desde 2012. El siguiente gráfico ilustra como la persistencia en los cambios interanuales de precios de alquileres y electrodomésticos está fuertemente correlacionado con la medida de persistencia de la depreciación anual del sol. La persistencia del sol y de los precios de alquileres y electrodomésticos, se han calculado como la correlación entre la evolución de la variable en el periodo corriente y su valor en el periodo previo. Así, cuando mayor sea este indicador, más tiempo tomará en retornar el cambio interanual de estas variables a su nivel de largo plazo, y por tanto mayor será su persistencia.

PERSISTENCIA DE LA DEPRECIACIÓN Y EFECTO EN LA PERSISTENCIA DE RUBROS DE LA INFLACIÓN





¿Qué tan probable es observar una alta frecuencia de choques, tanto de oferta como de depreciación nominal, como la observada a partir del año 2010?

Utilizando información histórica, se encuentra que la probabilidad de observar choques climatológicos de similar magnitud a los observados entre 2010 y 2016, es de 6,6 por ciento. Igualmente, la probabilidad de un ajuste persistente del tipo de cambio, como el observado desde mayo de 2013, es bastante baja, dado que el valor actual del dólar a nivel internacional ya refleja la trayectoria esperada de aumentos de tasas de interés de la FED. Asimismo, la probabilidad de observar en el futuro choques climatológicos extremos y depreciaciones nominales persistentes simultáneamente es muy reducida. Estos factores hacen poco probable observar en los siguientes trimestres un escenario con tanta frecuencia y severidad de choques de oferta, y que por tanto sea más probable esperar una reducción significativa en la persistencia de la inflación, junto a una convergencia más rápida de la tasa a su equilibrio de largo, algo que ya se ha comenzado a notar recientemente.

A pesar de los retos que este escenario de mayor frecuencia de choques de oferta ha implicado para la política monetaria, la tasa de inflación se mantiene como la más baja entre los países de América latina que utilizan el esquema de metas de inflación. Es también la economía con la inflación promedio más baja de la región desde 2002, y la que tiene la tasa de inflación con menor volatilidad.

BANCO DE RESERVA DEL PERU

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

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