



REPORTE DE INFLACIÓN

Junio 2017

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

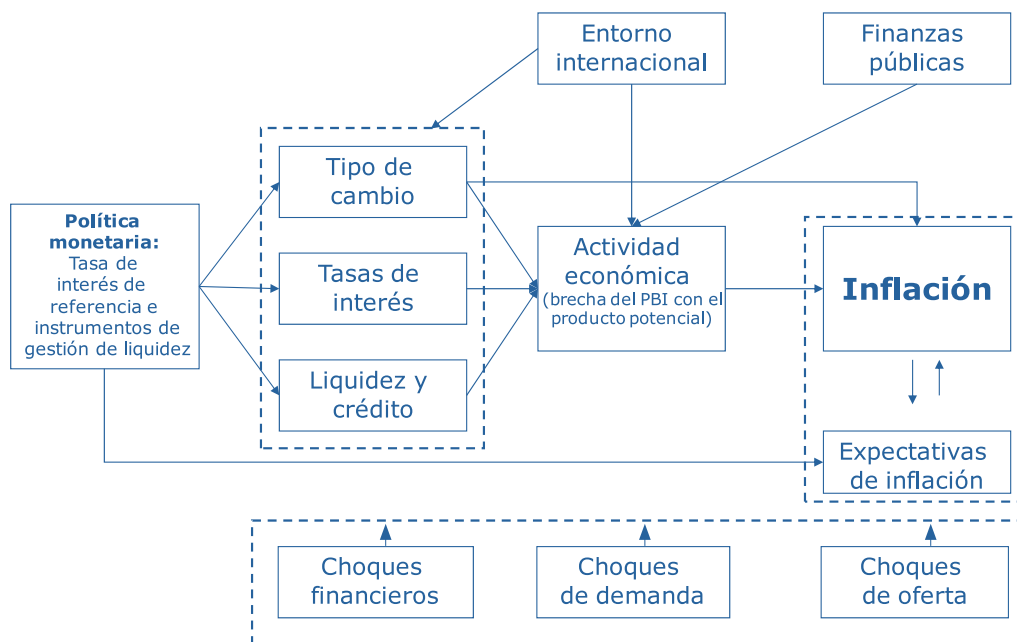


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2018

Junio 2017



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

REPORTE DE INFLACIÓN
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2018

Junio 2017

CONTENIDO

| | Pág. |
|---|------|
| Prólogo | 5 |
| Resumen | 7 |
| I. Escenario internacional..... | 11 |
| – Economía global | 11 |
| – Mercados financieros | 20 |
| – Términos de intercambio..... | 23 |
| II. Balanza de pagos | 31 |
| – Cuenta corriente..... | 31 |
| – Balanza comercial | 32 |
| – Financiamiento externo..... | 33 |
| III. Actividad económica | 37 |
| – PBI sectorial | 37 |
| – PBI gasto..... | 42 |
| IV. Finanzas públicas..... | 52 |
| – Ingresos fiscales | 54 |
| – Gasto público | 56 |
| – Deuda pública..... | 60 |
| V. Política monetaria y mercados financieros..... | 66 |
| – Acciones de política monetaria..... | 66 |
| – Tipo de cambio e intervención cambiaria..... | 78 |
| – Mercados financieros | 81 |
| VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos | 93 |
| – Evolución a mayo de 2017 | 93 |
| – Proyección 2017-2018 | 99 |
| – Balance de riesgos en el horizonte 2017 - 2018 | 105 |

RECUADROS

| | |
|--|-----|
| 1. Medidas extraordinarias para la reconstrucción frente a desastres | 62 |
| 2. Encuesta de Condiciones Crediticias del primer trimestre de 2017 | 86 |
| 3. Choques de oferta y la evolución reciente de la inflación | 108 |

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2017 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno, y a mayo 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 periodo de entrada de capitales externos o altos precios de productos de exportación, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un elevado porcentaje de dolarización financiera. El BCRP maneja además otros instrumentos de política monetaria, con los que puede afectar de manera más directa a los volúmenes y composición del crédito, como los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera, y así evitar excesos o restricciones en la evolución del crédito.
- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 8 de junio de 2017.



Resumen

- i. Durante el primer trimestre de 2017, la economía mundial ha continuado creciendo a tasas moderadas y en algunos casos, como la Eurozona y Japón, a tasas ligeramente mayores a las previstas en el Reporte de Inflación de marzo. Por su parte, las economías emergentes han mostrado un mayor dinamismo favorecidas por los mejores precios de los *commodities*. En este sentido, se han revisado al alza las proyecciones de crecimiento mundial respecto al Reporte previo, de 3,4 a 3,5 por ciento para 2017 y de 3,5 a 3,6 por ciento para 2018.

La información de los precios de *commodities* al mes de mayo confirma la tendencia al alza prevista en el Reporte previo, por lo que se proyecta un aumento de los **términos de intercambio** de 5,5 por ciento en 2017 (5,4 por ciento proyectado en marzo). Se prevé que los términos de intercambio se mantendrían estables en 2018.

- ii. El déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** bajó de 5,5 por ciento del PBI en el primer trimestre de 2016 a 1,8 por ciento del PBI en igual periodo de este año, reflejo de los mayores precios y del aumento en el volumen de exportaciones tradicionales, particularmente cobre. En relación al Reporte de marzo, el presente escenario incorpora el impacto positivo que tendrían las mayores exportaciones de harina de pescado en 2017, luego del anuncio de la cuota de la primera temporada de pesca de anchoveta.

Consistente con estos eventos, se ha revisado la proyección del resultado de la cuenta corriente de un déficit de 2,6 y 2,4 por ciento del PBI estimados en el Reporte de marzo, a 2,1 y 2,0 por ciento del PBI para este y el próximo año, respectivamente. La cuenta financiera de largo plazo seguirá siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos superando de manera holgada los requerimientos de la cuenta corriente.

- iii. El menor **crecimiento del PBI** del primer trimestre (2,1 por ciento) reflejó el impacto negativo que tuvieron por un lado el Fenómeno El Niño Costero, y por otro, la contracción de la inversión pública y privada, en parte debido a la paralización de proyectos en infraestructura a raíz de las investigaciones sobre casos de corrupción. En este contexto, la demanda interna se contrajo 1,1 por ciento, mientras que las exportaciones, impulsadas por el aumento del volumen de las tradicionales y los servicios, crecieron 12,8 por ciento.





Las proyecciones para 2017 y 2018 asumen una recuperación de la inversión pública y privada desde el segundo semestre de este año, en línea con el destrabe y reanudación de proyectos de inversión y el aumento progresivo de los gastos vinculados al proceso de rehabilitación y reconstrucción asociados al Fenómeno El Niño Costero, los cuales se intensificarían durante 2018. En consecuencia, y teniendo en cuenta el crecimiento de los primeros meses del año, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de 2017, de 3,5 a 2,8 por ciento, y al alza la proyección para 2018, de 4,1 a 4,2 por ciento.

- iv. Al mes de mayo, el **déficit fiscal** acumulado de los últimos 12 meses se ubicó en 2,7 por ciento del PBI, ligeramente mayor al resultado de fines de diciembre (2,6 por ciento del PBI). No obstante, el gasto ha venido mostrando caídas durante los primeros meses del año, particularmente el correspondiente al gobierno nacional. Esta reducción en el gasto, sin embargo, no significó una reducción del déficit debido a la caída observada en la recaudación, principalmente por los menores ingresos provenientes del impuesto a la renta y las mayores devoluciones de impuestos.

Para los siguientes trimestres del año, se espera una gradual recuperación del gasto público, aunque a un ritmo menor que lo esperado en el Reporte de marzo. Asimismo, la recaudación reflejaría el efecto del menor crecimiento y de las mayores devoluciones de impuestos. De esta manera, las proyecciones de déficit fiscal para 2017 y 2018 se elevan a 3,0 y 3,5 por ciento del PBI (frente a 2,8 y 2,6 por ciento del PBI en el Reporte previo, respectivamente), consistente además con la propuesta del Ejecutivo en el Proyecto de Ley N°1318, que eleva la trayectoria del déficit fiscal en el período 2017-2020 en 3,2 puntos porcentuales del PBI.

La posición fiscal, medida por el indicador de impulso ponderado, muestra que se pasaría de una postura contractiva en 2016 a una expansiva en el presente y próximo año.

- v. Desde abril la inflación ha venido descendiendo, ubicándose en mayo en 3,04 por ciento anual, la tasa más baja desde agosto de 2016 y alrededor del límite superior del rango meta. Asimismo, las expectativas de inflación a doce meses se han moderado, ubicándose nuevamente dentro del rango meta. Estos resultados muestran que el choque de precios causado por el Fenómeno El Niño Costero estaría disipándose rápidamente, por la normalización de las condiciones de transporte y acopio de alimentos. En este contexto, el Directorio redujo en mayo su **tasa de interés de referencia** en 25 puntos básicos desde 4,25 por ciento (nivel que se mantuvo desde marzo de 2016) a 4,0 por ciento, y reiteró que se encuentra atento a la proyección de la inflación y de sus determinantes para considerar ajustes adicionales en la tasa de referencia.

La tasa de interés de referencia de la política monetaria, descontando la tasa de inflación esperada, se ha mantenido por debajo de 2 por ciento, en línea con una

posición de política monetaria expansiva que toma en cuenta una convergencia de la tasa de inflación hacia el centro del rango meta (de 1 a 3 por ciento), y un ritmo de actividad económica menor a su potencial en 2017.

- vi. El **crédito al sector privado** creció 5,4 por ciento interanual en abril, tasa ligeramente menor a la observada al cierre de 2016 (5,6 por ciento). Esta evolución del crédito responde a la moderación de la demanda interna (consumo e inversión privados), reflejados en la desaceleración del crédito a medianas empresas y crédito de consumo vía tarjetas de crédito. Para el horizonte de proyección 2017-2018, se prevé que el crecimiento del crédito al sector privado evolucione conforme al ritmo de crecimiento del PBI nominal.
- vii. Se proyecta que la **inflación** se ubique alrededor del límite superior del rango meta en los siguientes meses, para luego mostrar una senda claramente decreciente en los últimos meses del año. La proyección incorpora una reversión más rápida en los precios de alimentos afectados por el Fenómeno El Niño Costero durante el primer trimestre.

Los **factores de riesgo** considerados en este Reporte –choque de oferta, choques de demanda, mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y caída de los términos de intercambio– presentan un sesgo 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/} | |
|--|-------------|------------|--------------------|------------|--------------------|------------|
| | | | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| Var. % real | | | | | | |
| 1. Producto bruto interno | 3,3 | 3,9 | 3,5 | 2,8 | 4,1 | 4,2 |
| 2. Demanda interna | 2,9 | 0,9 | 3,3 | 1,9 | 3,7 | 4,0 |
| a. Consumo privado | 3,4 | 3,4 | 3,1 | 2,5 | 3,4 | 3,0 |
| b. Consumo público | 9,8 | -0,5 | 3,2 | 2,3 | 2,2 | 3,0 |
| c. Inversión privada fija | -4,4 | -5,7 | 2,5 | -1,8 | 5,3 | 5,3 |
| d. Inversión pública | -9,5 | 0,6 | 11,0 | 7,0 | 5,0 | 15,0 |
| 3. Exportaciones de bienes y servicios | 4,1 | 9,5 | 4,2 | 5,9 | 5,0 | 4,4 |
| 4. Importaciones de bienes y servicios | 2,4 | -2,2 | 3,2 | 2,9 | 3,4 | 3,5 |
| 5. Crecimiento de nuestros socios comerciales | 3,2 | 2,8 | 3,2 | 3,2 | 3,3 | 3,3 |
| Nota: | | | | | | |
| Brecha del producto ^{2/} (%) | -1,5 ; -0,5 | -1,5 ; 0,0 | -1,5 ; 0,0 | -1,7 ; 0,0 | -1,0 ; 0,0 | -1,2 ; 0,0 |
| Var. % | | | | | | |
| 6. Inflación | 4,4 | 3,2 | 2,0 - 2,5 | 2,0 - 2,5 | 2,0 - 2,2 | 2,0 - 2,2 |
| 7. Inflación esperada ^{3/} | - | - | 3,0 | 3,0 | 2,9 | 2,9 |
| 8. Depreciación esperada ^{3/} | - | - | -1,5 | -2,7 | 1,7 | 1,5 |
| 9. Términos de intercambio ^{4/} | -6,4 | -0,7 | 5,4 | 5,5 | -1,6 | 0,0 |
| a. Precios de exportación | -15,0 | -3,6 | 10,0 | 10,2 | -0,2 | 0,6 |
| b. Precios de importación | -9,2 | -3,0 | 4,4 | 4,5 | 1,5 | 0,6 |
| Var. % nominal | | | | | | |
| 10. Circulante | 3,8 | 6,5 | 5,0 | 5,0 | 5,9 | 5,9 |
| 11. Crédito al sector privado ^{5/} | 8,0 | 5,6 | 5,5 | 5,0 | 6,2 | 6,2 |
| % PBI | | | | | | |
| 12. Inversión bruta fija | 24,3 | 22,6 | 22,2 | 21,6 | 22,5 | 22,3 |
| 13. Cuenta corriente de la balanza de pagos | -4,8 | -2,7 | -2,6 | -2,1 | -2,4 | -2,0 |
| 14. Balanza comercial | -1,5 | 1,0 | 1,9 | 2,3 | 1,9 | 2,7 |
| 15. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{6/} | 6,6 | 4,6 | 4,0 | 3,7 | 4,3 | 3,8 |
| 16. Ingresos corrientes del gobierno general | 20,0 | 18,5 | 18,9 | 18,3 | 18,6 | 18,2 |
| 17. Gastos no financieros del gobierno general | 21,3 | 20,0 | 20,5 | 20,2 | 20,1 | 20,4 |
| 18. Resultado económico del sector público no financiero | -2,1 | -2,6 | -2,8 | -3,0 | -2,6 | -3,5 |
| 19. Saldo de deuda pública total | 23,3 | 23,8 | 24,5 | 25,8 | 25,4 | 26,6 |
| 20. Saldo de deuda pública neta | 6,6 | 8,0 | 9,9 | 10,4 | 12,0 | 13,4 |

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los agentes económicos.

4/ Promedio.

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

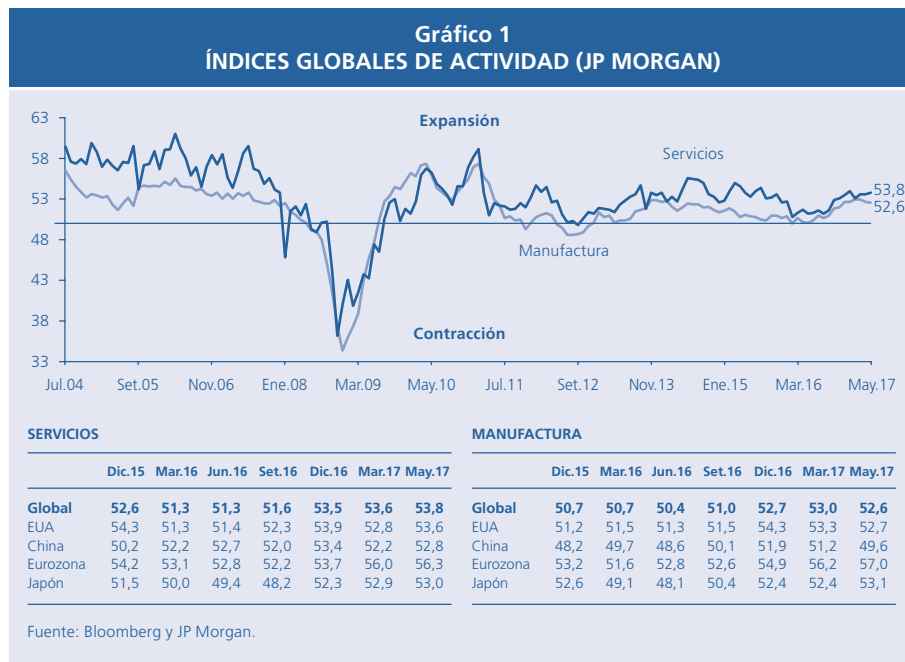
6/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.

RI: Reporte de Inflación.

I. Escenario internacional

Economía global

1. Los datos trimestrales y de frecuencia mensual muestran que la actividad económica global continúa creciendo a tasas moderadas y, en algunos casos como la Eurozona y Japón, a tasas ligeramente mayores a las proyectadas en el Reporte de Inflación de marzo. Así, los índices de producción global de manufactura y servicios continuaron en zona de expansión, destacando el desempeño observado en la mayoría de economías desarrolladas.



Se proyecta que la economía mundial crecería 3,5 y 3,6 por ciento en los años 2017 y 2018, respectivamente, tasas ligeramente superiores a las proyectadas en el Reporte de marzo. El crecimiento de las economías desarrolladas sería de 1,9 por ciento en 2017 y 2018. La inflación por su parte ha mostrado en la mayoría de los casos una tendencia al alza con lo que se ha reducido significativamente la probabilidad de un escenario deflacionario.





Dentro de las economías emergentes, el crecimiento de China muestra señales de una desaceleración moderada a partir del segundo trimestre, en línea con lo esperado. Por el contrario, algunas economías emergentes vienen mostrando un mayor dinamismo debido a la mejora de los precios de las materias primas y a la aplicación de políticas expansivas.

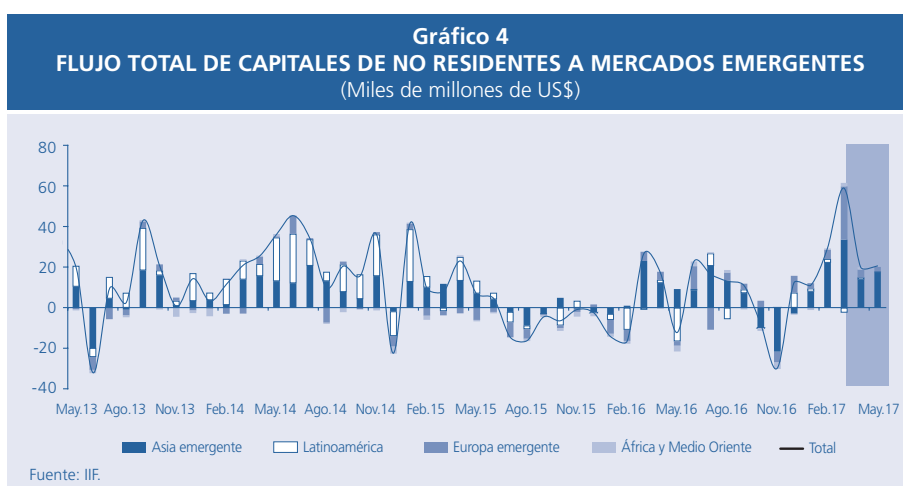
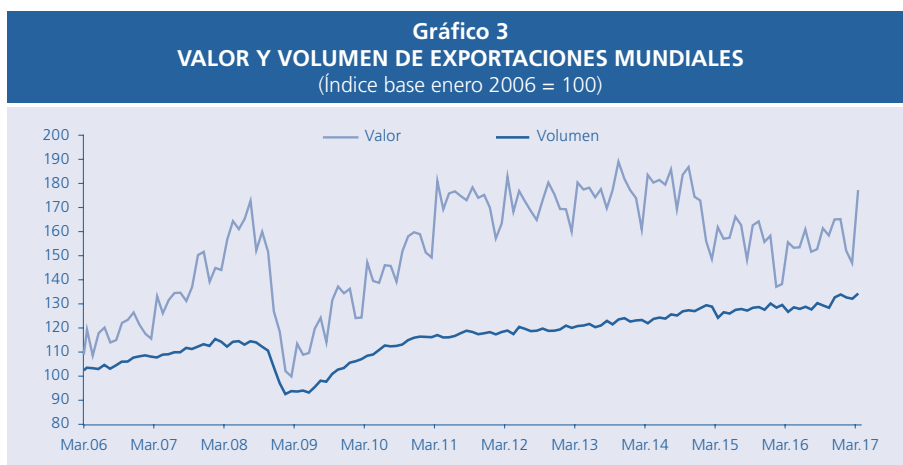
Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

| | PPP% 1/ | Comercio Perú % 1/ | 2016 | 2017* | | 2018* | |
|--|--------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| Economías desarrolladas | 41,9 | 47,3 | 1,7 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 |
| <i>De las cuales:</i> | | | | | | | |
| 1. Estados Unidos | 15,5 | 18,0 | 1,6 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | 2,1 |
| 2. Eurozona | 11,8 | 11,2 | 1,7 | 1,5 | 1,7 | 1,6 | 1,6 |
| Alemania | 3,3 | 2,7 | 1,8 | 1,5 | 1,6 | 1,5 | 1,5 |
| Francia | 2,3 | 0,7 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,5 | 1,5 |
| Italia | 1,9 | 1,7 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| España | 1,4 | 2,6 | 3,2 | 2,2 | 2,6 | 2,1 | 2,1 |
| 3. Japón | 4,4 | 3,1 | 1,0 | 1,0 | 1,2 | 0,9 | 0,9 |
| 4. Reino Unido | 2,3 | 1,2 | 1,8 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,4 |
| 5. Canadá | 1,4 | 3,2 | 1,4 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| Economías en desarrollo | 58,1 | 52,7 | 4,1 | 4,5 | 4,6 | 4,8 | 4,9 |
| <i>De las cuales:</i> | | | | | | | |
| 1. Asia emergente y en desarrollo | 31,6 | 28,0 | 6,4 | 6,4 | 6,5 | 6,3 | 6,4 |
| China | 17,8 | 22,9 | 6,7 | 6,4 | 6,6 | 6,0 | 6,2 |
| India | 7,2 | 2,4 | 7,1 | 7,4 | 7,4 | 7,6 | 7,6 |
| 2. Comunidad de Estados Independientes | 4,5 | 0,6 | 0,2 | 1,5 | 1,7 | 2,0 | 2,2 |
| Rusia | 3,2 | 0,5 | -0,2 | 1,2 | 1,4 | 1,6 | 1,7 |
| 3. América Latina y el Caribe | 7,9 | 21,9 | -0,5 | 1,6 | 1,4 | 2,3 | 2,4 |
| Brasil | 2,6 | 4,5 | -3,4 | 0,6 | 0,6 | 1,5 | 1,8 |
| Chile | 0,4 | 3,0 | 1,7 | 2,0 | 1,5 | 2,7 | 2,7 |
| Colombia | 0,6 | 2,6 | 1,6 | 2,7 | 1,8 | 3,7 | 3,2 |
| México | 1,9 | 2,9 | 2,4 | 1,5 | 1,6 | 2,3 | 2,3 |
| Perú | 0,3 | - | 3,9 | 3,5 | 2,8 | 4,1 | 4,2 |
| Economía Mundial | 100,0 | 100,0 | 3,1 | 3,4 | 3,5 | 3,5 | 3,6 |
| Nota: | | | | | | | |
| Socios Comerciales 2016 2/ | 64,8 | | 2,8 | 3,2 | 3,2 | 3,3 | 3,3 |
| * Proyección. | | | | | | | |
| 1/ 2016. | | | | | | | |
| 2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú. | | | | | | | |
| Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast. | | | | | | | |



- Las condiciones favorables del crecimiento global se han manifestado en mayores volúmenes de comercio y flujos de capitales hacia las economías emergentes.





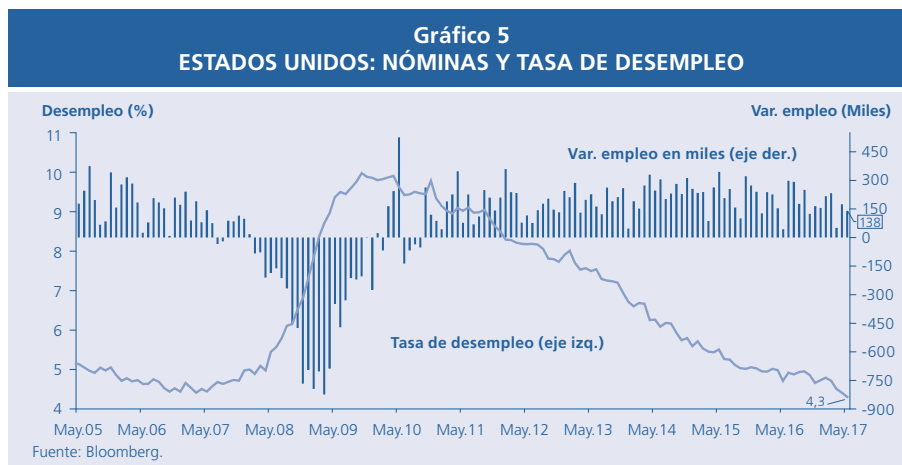
3. En **Estados Unidos (EUA)**, se estima que la economía crezca 2,2 por ciento en 2017 y 2,1 por ciento en 2018. En los últimos meses la expansión de la economía continuó a tasas moderadas, a la vez que el mercado laboral obtuvo sólidas ganancias y la tasa de inflación se mantuvo en niveles cercanos a la meta del 2 por ciento. Estos resultados afianzarían la continuación del ajuste gradual de tasas por parte de la Fed en el segundo semestre de 2017.

En el primer trimestre el PBI creció 1,2 por ciento. La desaceleración del crecimiento respecto al trimestre previo se explica por un menor crecimiento del consumo (0,6 por ciento) y por una reducción de la inversión en inventarios (equivalente a una contracción de 1,1 puntos porcentuales del producto). La desaceleración del gasto reflejó factores transitorios como el bajo consumo de servicios energéticos por un invierno inusualmente suave y la disminución en las ventas de vehículos.

| Cuadro 2 ESTADOS UNIDOS: PBI (Variación porcentual anual) | | | | | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | | | | Año | 2017 |
| | | | I | II | III | IV | | I |
| Consumo personal | 2,9 | 3,2 | 1,6 | 4,3 | 3,0 | 3,5 | 2,7 | 0,6 |
| Inversión privada bruta | 4,5 | 5,0 | -3,3 | -7,9 | 3,0 | 9,4 | -1,6 | 4,8 |
| Variación de inventarios * | -0,1 | 0,2 | -0,4 | -1,2 | 0,5 | 1,0 | -0,4 | -1,1 |
| Exportaciones | 4,3 | 0,1 | -0,7 | 1,8 | 10,0 | -4,5 | 0,4 | 5,8 |
| Importaciones | 4,4 | 4,6 | -0,6 | 0,2 | 2,2 | 9,0 | 1,2 | 3,8 |
| Gasto de gobierno | -0,9 | 1,8 | 1,6 | -1,7 | 0,8 | 0,2 | 0,8 | -1,1 |
| PBI | 2,4 | 2,6 | 0,8 | 1,4 | 3,5 | 2,1 | 1,6 | 1,2 |

* En contribución ponderada.
Fuente: BEA.

La percepción sobre el carácter temporal de esta desaceleración se sustenta también en la evolución favorable de los indicadores del mercado laboral y de la actividad del sector servicios (índice PMI) durante abril y mayo. El último reporte de empleo mostró que el mercado laboral experimentó un ritmo de contratación positivo y condiciones más ajustadas. En lo que va del año, el promedio mensual de contratación ascendió a 162 mil personas impulsado por la mayor demanda de trabajadores en los sectores de servicios profesionales y cuidado de la salud y asistencia social. La tasa de participación cayó a 62,7 por ciento y la tasa de desempleo a 4,3 por ciento (su menor nivel desde febrero de 2001). El salario promedio por hora de mayo aumentó 2,5 por ciento.

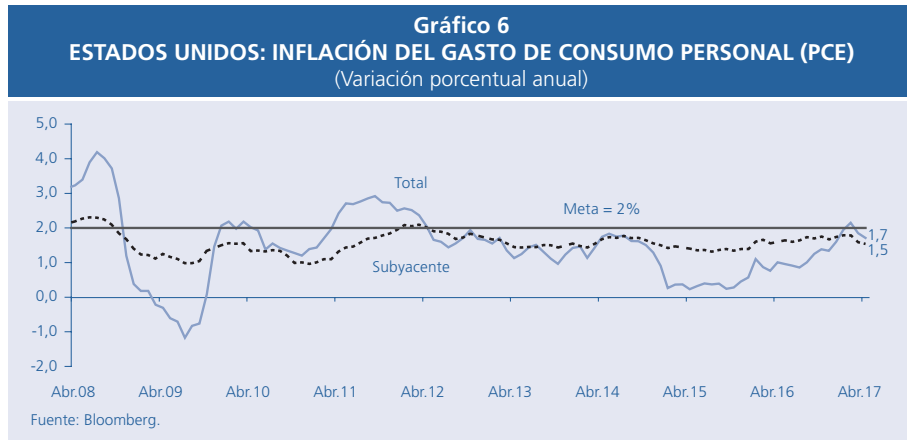


Por su parte, la inflación total del Gasto de Consumo Personal (PCE) se ubicó en 1,7 por ciento anual en abril, debido a una contribución positiva de rubros de bienes y servicios relacionados a la energía (10,2 por ciento). La inflación subyacente del PCE fue 1,5 por

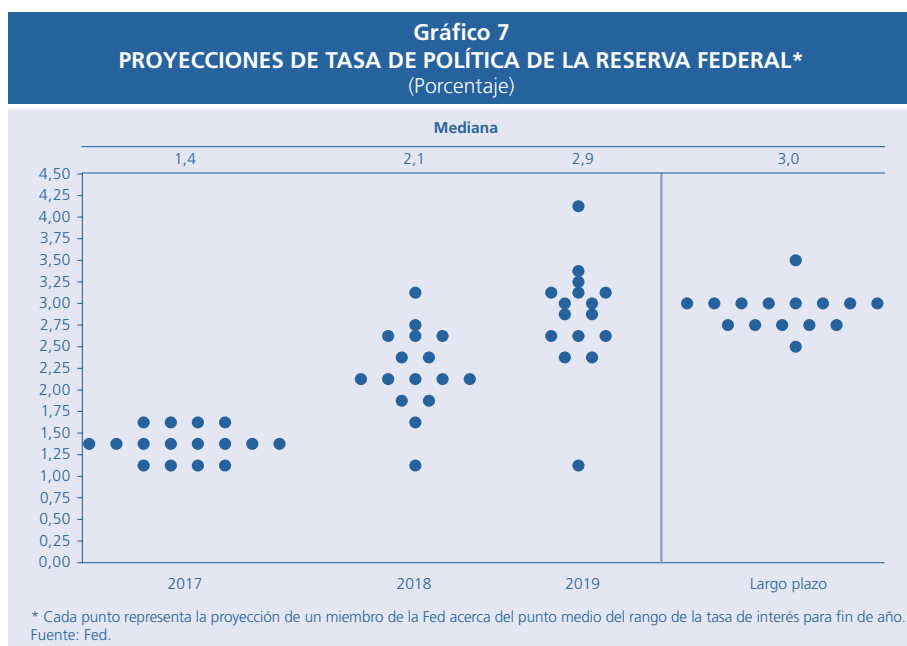




ciento anual. Ambas medidas son menores a las observadas en marzo (1,9 y 1,6 por ciento, respectivamente).



Con esta información, la Fed decidió subir su rango de tasas de interés a 1,00 – 1,25 por ciento en su reunión del 13 y 14 de junio. Las proyecciones de los miembros del comité mostraron una ligera corrección al alza en el crecimiento; en cambio, se revisaron a la baja la inflación y el desempleo, en línea con los últimos datos publicados. Por su parte, el perfil proyectado de tasas de interés no mostró cambios significativos: se proyecta un alza adicional en este año y tres alzas en cada uno de los dos próximos años.



Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED*

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

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

4. La proyección de crecimiento de la **Eurozona** se revisa ligeramente al alza para 2017 (de 1,5 a 1,7 por ciento) y se mantiene para 2018 (en 1,6 por ciento).

Al igual que en trimestres anteriores, el crecimiento de la región se explica por la evolución de la demanda interna, la cual se ha visto favorecida por los menores niveles de desempleo, el mantenimiento de una política monetaria expansiva y la mejora en la confianza del sector privado tras los resultados electorales en Francia y Holanda. Se estima que estos factores seguirán impulsando la demanda interna en los próximos trimestres y que se tendería a un crecimiento más homogéneo a nivel de países y sectores.

Los factores de riesgo a este escenario giran en torno a las negociaciones futuras del *Brexit*, eventos políticos (elecciones en Alemania e Italia) y al proceso de ajuste del sistema bancario, principalmente de Italia, afectado por una elevada morosidad y problemas de capitalización.

Por otro lado, la inflación anual a abril se ubicó en 1,9 por ciento, lo que no solo ha reducido los temores deflacionarios, sino que ha generado el inicio de las discusiones en torno al proceso del retiro del estímulo monetario. El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo su política monetaria expansiva en la reunión de mayo.

5. En **Japón** se registró una tasa de crecimiento del PBI de 1,3 por ciento en el primer trimestre de 2017, por debajo del crecimiento del cuarto trimestre de 2016 (1,6 por ciento). Destaca la demanda externa como la principal fuente de expansión. Se ha revisado al alza la proyección de crecimiento para 2017, de 1,0 a 1,2 por ciento. Para 2018, se mantiene la proyección en 0,9 por ciento, asumiendo el retiro del impulso fiscal y una recuperación de las importaciones.
6. En **China**, la economía creció 6,9 por ciento en el primer trimestre, por encima de lo observado en el cuarto trimestre (6,8 por ciento). Apoyó este crecimiento el impulso de





la inversión pública y, en términos sectoriales, el de la manufactura. El dato a mayo de la inversión en activos fijos fue 8,6 por ciento, ligeramente menor que lo esperado (8,8 por ciento). Las ventas minoristas crecieron 10,7 por ciento y la producción industrial mantuvo su dinamismo con un crecimiento de 6,5 por ciento. En línea con estas tendencias se ha revisado al alza el crecimiento del PBI de China a 6,6 por ciento en 2017 y a 6,2 por ciento en 2018.

Cuadro 4
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

| Indicadores | 2015 | | | | 2016 | | | | 2017 | |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Mar. | Jun. | Set. | Dic. | Mar. | Jun. | Set. | Dic. | Mar. | May. |
| PBI anual (var.% anual trimestral) | 7,0 | 7,0 | 6,9 | 6,8 | 6,7 | 6,7 | 6,7 | 6,8 | 6,9 | - |
| Producción Industrial (var.% anual) | 5,6 | 6,8 | 5,7 | 5,9 | 6,8 | 6,2 | 6,1 | 6,0 | 7,6 | 6,5 |
| Inversión en activos fijos (var.% acum. anual) | 13,5 | 11,4 | 10,3 | 10,0 | 10,7 | 9,0 | 8,2 | 8,1 | 9,2 | 8,6 |
| Inversión en infraestructura (var.% acum. anual) | 23,1 | 19,1 | 18,1 | 17,2 | 19,6 | 20,9 | 19,4 | 17,4 | 23,5 | 20,9 |
| Ventas minoristas (var.% anual) | 10,2 | 10,6 | 10,9 | 11,1 | 10,5 | 10,6 | 10,7 | 10,9 | 10,9 | 10,7 |
| Importaciones de cobre ^{1/} (volumen, var.% acum. anual) | 14,6 | 12,7 | 10,0 | 12,3 | 18,0 | 23,2 | 28,5 | 27,6 | 19,8 | n.d. |
| Financiamiento total nuevo (var. % anual) | 12,8 | 11,7 | 12,1 | 11,7 | 13,4 | 12,2 | 12,5 | 12,7 | 12,3 | 12,9 |
| Índice de precios al consumidor (var.% anual) | 1,4 | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 2,3 | 1,9 | 1,9 | 2,1 | 0,9 | 1,5 |

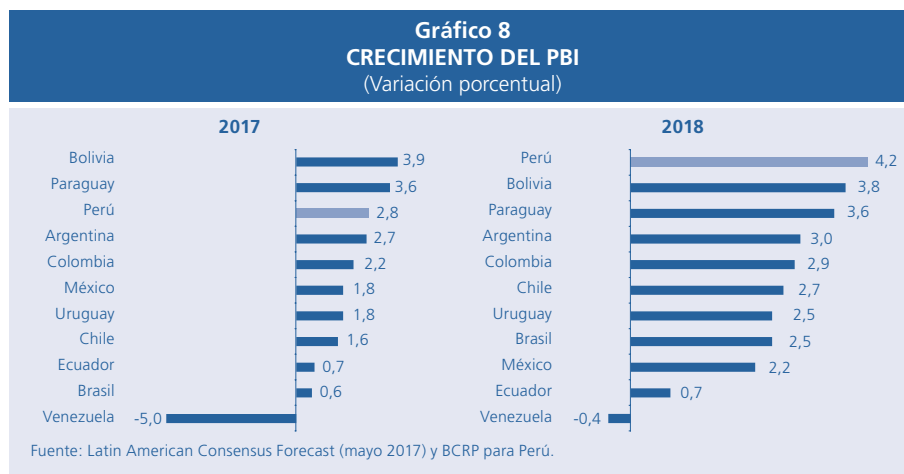
1/ Concentrado.
Fuente: Bloomberg y FMI.

7. Las **economías de América Latina** registrarían un crecimiento de 1,4 por ciento en 2017, lo que implicaría una recuperación respecto a la contracción de 0,5 por ciento registrada en 2016. Para 2018 se prevé una tasa de crecimiento de 2,4 por ciento.

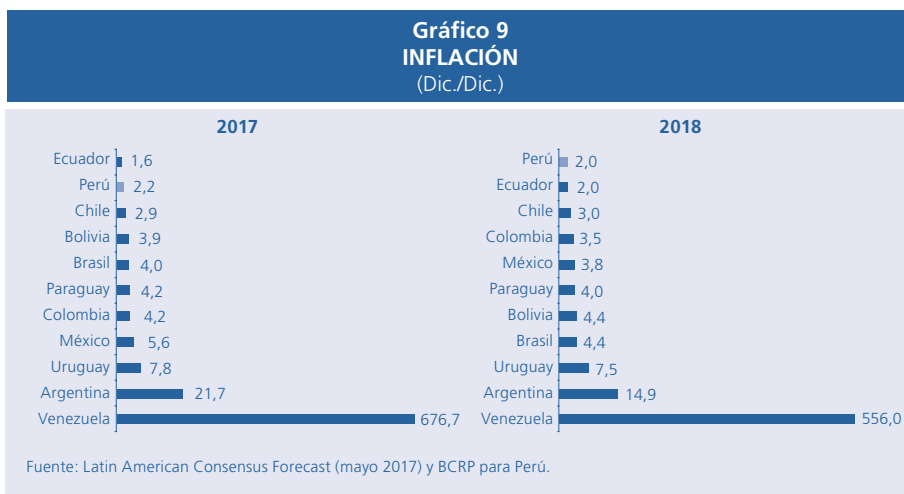
Durante el primer trimestre de 2017, la actividad económica ha registrado variaciones moderadas y, en algunos casos, negativas. Sin bien el entorno internacional se muestra relativamente favorable con entrada de capitales a la región y precios de las materias primas más estables, algunos choques internos vienen limitando el crecimiento. En **Colombia** la actividad económica se ha visto afectada por la evolución del consumo, el ajuste fiscal y, en términos sectoriales, por la dinámica del sector industrial. En **Chile** el desempeño económico estuvo limitado por algunos choques de oferta transitorios (huelga minera), la contracción de la construcción y el deterioro del mercado laboral (que ha limitado la expansión del consumo). En estos países, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento para 2017, aunque se espera una recuperación para los años siguientes.

Por otro lado, para **Brasil** se espera un crecimiento de 0,6 por ciento, tasa similar a la estimada en el Reporte de marzo. Los indicadores de los últimos meses señalan

que la economía saldría de la recesión experimentada durante 2016. Por su parte, para **México** se ha revisado ligeramente al alza la proyección para 2017, debido a un desempeño mejor que lo esperado y a menores riesgos externos asociados a potenciales medidas proteccionistas.



En los últimos meses, las presiones inflacionarias se redujeron debido a la caída del precio de los alimentos, la depreciación del dólar y la debilidad de la demanda interna. Estos factores continúan favoreciendo la convergencia de la inflación, especialmente en Brasil y Colombia. Esta reducción de la inflación, y la evolución de las expectativas inflacionarias, ha favorecido la flexibilización de la política monetaria en los últimos meses. En contraste, en México los principales riesgos al alza provienen de la liberalización de los precios de la gasolina y del efecto rezagado del tipo de cambio.





Mercados financieros

8. Los **mercados de renta variable** estuvieron impulsados al alza ante la menor aversión global observada desde mayo.

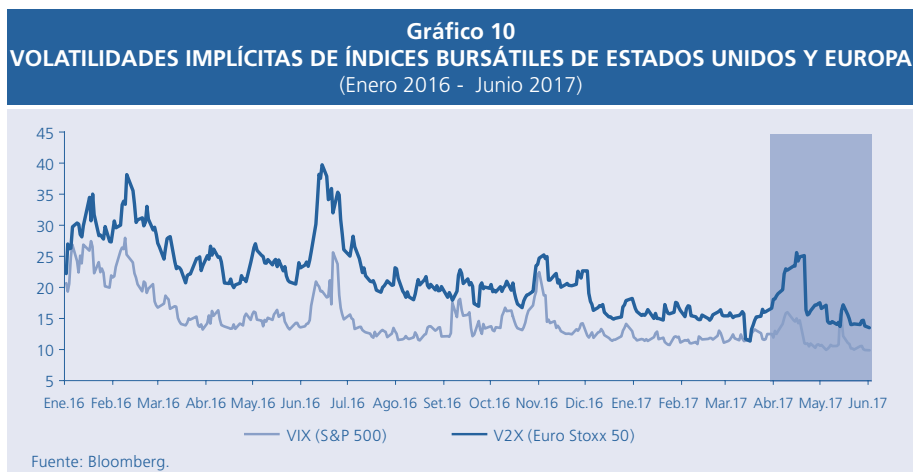
En el caso de EUA, las bolsas se vieron favorecidas, además, por resultados corporativos mayormente positivos. Las de Europa, por su parte, se vieron apoyadas por la menor percepción de riesgo político en el continente y los indicadores económicos que confirman una recuperación generalizada de sus economías, así como un menor riesgo deflacionario.

Esta tendencia al alza también se registró en la mayoría de bolsas de América Latina. Sin embargo, la caída en los precios de los *commodities* y la incertidumbre política en torno a Brasil limitaron las ganancias en las principales plazas.

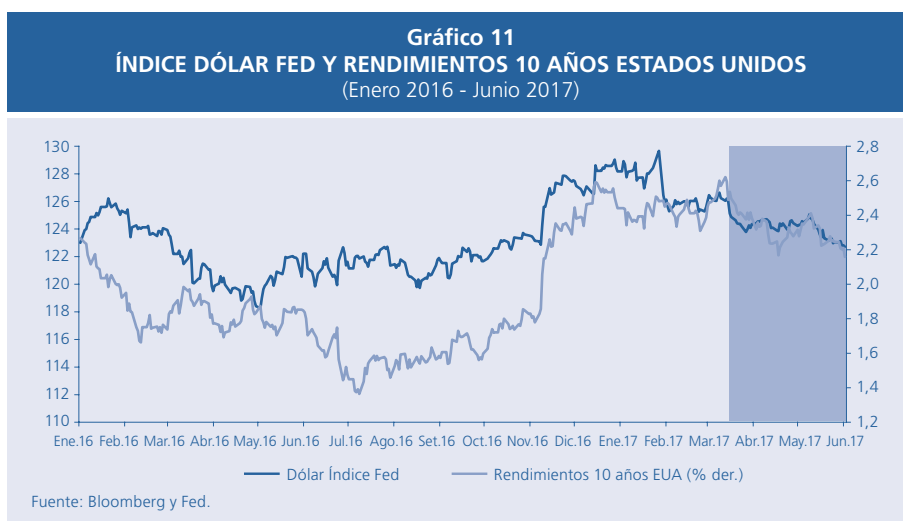
Cuadro 5
BOLSAS MUNDIALES

| | | Dic.16 | Mar.17 | Jun.17 | Variación (%) | |
|----------------|------------|--------|--------|--------|---------------|-----------|
| | | | | | Jun./Mar. | Jun./Dic. |
| VIX* | S&P 500 | 14,04 | 12,37 | 9,75 | -2,6 | -4,3 |
| Estados Unidos | Dow Jones | 19 763 | 20 663 | 21 206 | 2,6 | 7,3 |
| Brasil | Bovespa | 60 227 | 64 984 | 62 511 | -3,8 | 3,8 |
| Argentina | Merval | 16 918 | 20 265 | 22 519 | 11,1 | 33,1 |
| México | IPC | 45 643 | 48 542 | 49 317 | 1,6 | 8,1 |
| Chile | IGP | 20 734 | 23 968 | 24 558 | 2,5 | 18,4 |
| Colombia | IGBC | 10 106 | 10 151 | 10 681 | 5,2 | 5,7 |
| Perú | Ind. Gral. | 15 567 | 15 757 | 15 911 | 1,0 | 2,2 |
| Reino Unido | FTSE 100 | 7 143 | 7 323 | 7 548 | 3,1 | 5,7 |
| Alemania | DAX | 11 481 | 12 313 | 12 823 | 4,1 | 11,7 |
| Francia | CAC 40 | 4 862 | 5 123 | 5 343 | 4,3 | 9,9 |
| España | IBEX 35 | 9 352 | 10 463 | 10 906 | 4,2 | 16,6 |
| Italia | FTSE MIB | 19 235 | 20 493 | 20 928 | 2,1 | 8,8 |
| Grecia | ASE | 644 | 666 | 787 | 18,1 | 22,2 |
| Suiza | SMI | 8 220 | 8 659 | 9 044 | 4,4 | 10,0 |
| Rusia | RTSI\$ | 1 152 | 1 114 | 1 046 | -6,1 | -9,2 |
| Turquía | XU100 | 78 139 | 88 947 | 98 868 | 11,2 | 26,5 |
| Sudáfrica | JSE | 50 654 | 52 056 | 52 890 | 1,6 | 4,4 |
| Nigeria | NSEAS | 26 875 | 25 516 | 31 372 | 22,9 | 16,7 |
| Japón | Nikkei 225 | 19 114 | 18 909 | 20 177 | 6,7 | 5,6 |
| Indonesia | JCI | 5 297 | 5 568 | 5 742 | 3,1 | 8,4 |
| India | CNX Nifty | 8 186 | 9 174 | 9 654 | 5,2 | 17,9 |
| Hong Kong | HSI | 22 001 | 24 112 | 25 924 | 7,5 | 17,8 |
| China | Shangai C. | 3 104 | 3 223 | 3 106 | -3,6 | 0,1 |

Fuente: Bloomberg.
*Variación en puntos porcentuales



9. Los **mercados de renta fija** de EUA se vieron afectados por las dudas en torno a la capacidad de la administración Trump para impulsar la reforma de impuestos en un contexto de poco respaldo en el Congreso. También contribuyó a esta tendencia a la baja algunos datos negativos de actividad en EUA y la incertidumbre respecto a la manera en que la Fed reduciría sus tenencias de activos en el futuro.



En Europa, los bonos soberanos de Alemania y Reino Unido siguieron un comportamiento similar al de los bonos de EUA. No obstante, el resultado electoral en Francia y la convocatoria a elecciones en Reino Unido limitaron la caída en los rendimientos de los títulos soberanos de dichas economías. Asimismo, algunas economías de la Eurozona





se vieron favorecidos por factores puntuales como en el caso de Grecia (avance en las negociaciones con acreedores) y Portugal (mejoras en su posición fiscal).

Cuadro 6
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

| | Dic.16 | Mar.17 | Jun.17 | Variación (pbs) | |
|----------------|--------|--------|--------|-----------------|-----------|
| | | | | Jun./Mar. | Jun./Dic. |
| Estados Unidos | 2,45 | 2,39 | 2,16 | -23 | -29 |
| Alemania | 0,20 | 0,33 | 0,27 | -5 | 7 |
| Francia | 0,68 | 0,97 | 0,71 | -26 | 3 |
| Italia | 1,81 | 2,31 | 2,25 | -6 | 44 |
| España | 1,38 | 1,65 | 1,56 | -9 | 18 |
| Grecia | 7,02 | 6,90 | 5,99 | -91 | -103 |
| Gran Bretaña | 1,24 | 1,14 | 1,04 | -10 | -20 |
| Japón | 0,04 | 0,07 | 0,05 | -2 | 1 |
| Brasil | 11,40 | 10,06 | 10,84 | 77 | -56 |
| Colombia | 7,11 | 6,65 | 6,17 | -48 | -93 |
| Chile | 4,28 | 4,03 | 3,93 | -10 | -35 |
| México | 7,42 | 7,01 | 7,26 | 25 | -16 |
| Perú | 6,36 | 5,78 | 5,44 | -34 | -92 |
| Sudáfrica | 8,91 | 8,87 | 8,43 | -44 | -48 |
| Israel | 2,06 | 2,36 | 2,13 | -22 | 7 |
| Turquía | 11,08 | 10,65 | 10,06 | -59 | -103 |
| China | 3,06 | 3,29 | 3,64 | 34 | 58 |
| Corea del Sur | 2,07 | 2,19 | 2,20 | 1 | 13 |
| Indonesia | 7,91 | 7,02 | 6,93 | -9 | -98 |
| Tailandia | 2,65 | 2,69 | 2,57 | -11 | -8 |
| Malasia | 4,19 | 4,14 | 3,88 | -26 | -31 |
| Filipinas | 4,63 | 5,06 | 4,73 | -33 | 10 |

Fuente: Bloomberg.

10. Desde el último Reporte de Inflación, el **dólar** (*U.S. Dollar Index*) se debilitó en 3,6 por ciento como reflejo, entre otros factores, de la incertidumbre acerca de la política fiscal en EUA. Sin embargo, el comportamiento del dólar no ha sido homogéneo: mientras se depreció frente a la mayoría de monedas fuertes, se fortaleció respecto a las monedas de las economías emergentes. Cabe señalar que en los últimos meses no se registró cambios significativos en las expectativas de alza de tasas de la Fed. El consenso de tres incrementos durante 2017 se mantiene y la atención está enfocada en las medidas relacionadas a la reducción del balance de la Reserva Federal.

Dentro de las monedas de países desarrollados, destaca la depreciación del dólar frente al euro. Desde la segunda semana de mayo el dólar se debilitó por los resultados electorales en Francia y los avances de negociaciones entre Grecia y sus acreedores. La debilidad del dólar se acentuó tras los eventos políticos en EUA provocados por la controversia en torno a los vínculos entre miembros del gobierno con Rusia. La depreciación del dólar frente a la libra y al yen fueron menores (3,2 y 1,3 por ciento, respectivamente).

Por el contrario, el dólar se fortaleció frente a varias monedas emergentes. En América Latina, las monedas se vieron afectadas por la caída en los precios de la mayoría de *commodities* y por los eventos políticos en Brasil. Destaca la depreciación del real (3,1 por ciento).

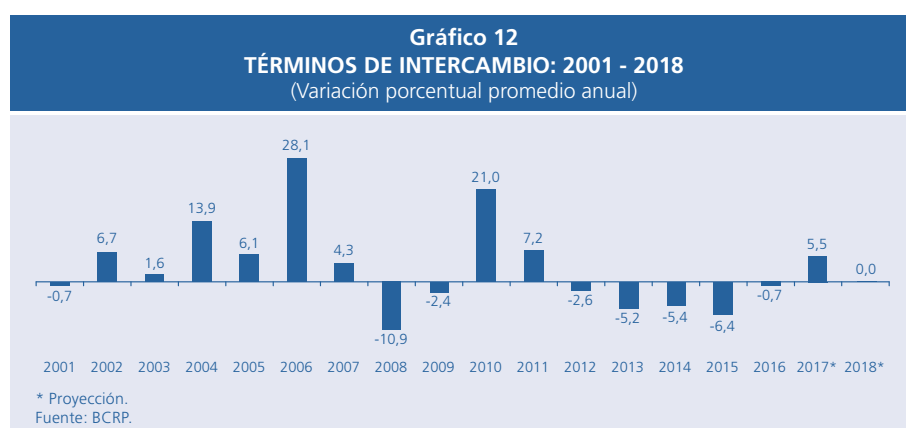
**Cuadro 7
TIPOS DE CAMBIO**

| | | Dic.16 | Mar.17 | Jun.17 | Variación (%)* | |
|--------------|-----------------|--------|--------|--------|----------------|-----------|
| | | | | | Jun./Mar. | Jun./Dic. |
| Índice dólar | US Dollar Index | 102,21 | 100,41 | 96,72 | -3,7 | -5,4 |
| Euro | Euro | 0,951 | 0,937 | 0,887 | -5,4 | -6,8 |
| Japón | Yen | 116,92 | 111,94 | 110,43 | -1,3 | -5,6 |
| Reino Unido | Libra | 0,811 | 0,802 | 0,776 | -3,2 | -4,2 |
| Brasil | Real | 3,256 | 3,151 | 3,250 | 3,1 | -0,2 |
| Chile | Peso | 670 | 664 | 671 | 1,1 | 0,1 |
| Colombia | Peso | 3 003 | 2 888 | 2 898 | 0,3 | -3,5 |
| México | Peso | 20,74 | 18,72 | 18,69 | -0,2 | -9,9 |
| Perú | Sol | 3,36 | 3,26 | 3,28 | 0,6 | -2,4 |
| Israel | Shekel | 3,86 | 3,63 | 3,55 | -2,3 | -8,1 |
| Sudáfrica | Rand | 13,75 | 13,30 | 12,83 | -3,6 | -6,7 |
| Turquía | Lira | 3,53 | 3,65 | 3,51 | -3,9 | -0,5 |
| China | Yuan | 6,95 | 6,89 | 6,81 | -1,1 | -1,9 |
| Filipinas | Peso | 49,64 | 50,22 | 49,37 | -1,7 | -0,5 |
| Indonesia | Rupia | 13 455 | 13 330 | 13 295 | -0,3 | -1,2 |
| Malasia | Ringgit | 4,49 | 4,42 | 4,28 | -3,2 | -4,6 |
| Tailandia | Bath | 35,86 | 34,46 | 34,06 | -1,2 | -5,0 |

* El aumento del índice implica la apreciación del dólar
Fuente: Reuters y Bloomberg

Términos de intercambio

11. Para 2017 se espera que los términos de intercambio del comercio exterior de Perú aumenten 5,5 por ciento, incremento similar al previsto en el Reporte de Marzo. El precio de las exportaciones aumentarían 10,2 por ciento mientras que el de las importaciones lo haría en 4,5 por ciento.



Si bien se han revisado ligeramente a la baja las proyecciones de algunos metales básicos en línea con un mercado más holgado, la proyección del oro ha





sido revisada al alza debido a un debilitamiento del dólar, menores riesgos de deflación en las economías desarrolladas y de tensiones geopolíticas. Por el lado de las importaciones, se ha revisado ligeramente a la baja el precio del petróleo. En 2018 los términos de intercambio se mantendrían sin cambios respecto a 2017.

Cuadro 8
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO 2016 - 2018
(Datos promedio anuales)

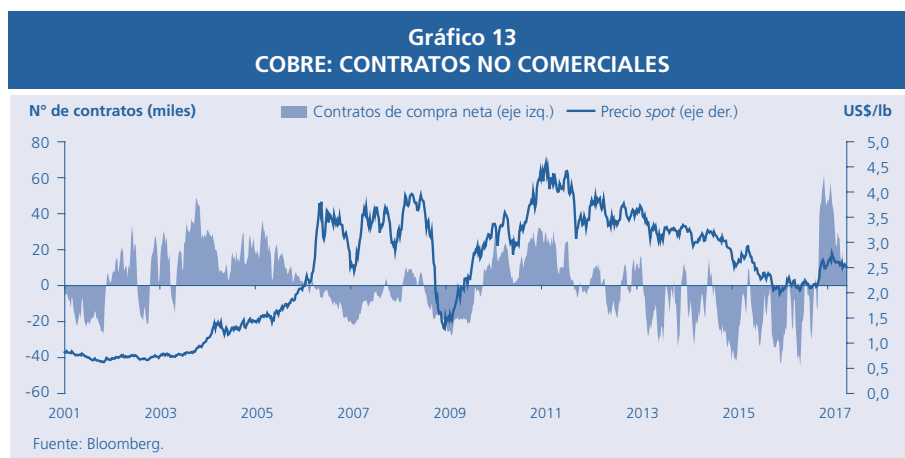
| | Ejecución | 2017* | | 2018* | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| | 2016 | RI Mar. | RI Jun. | RI Mar. | RI Jun. |
| Términos de intercambio (var. % anual) | -0,7 | 5,4 | 5,5 | -1,6 | 0,0 |
| Precios de Exportaciones (var. % anual) | -3,6 | 10,0 | 10,2 | -0,2 | 0,6 |
| <i>Cobre (ctv. US\$ por libra)</i> | 221 | 264 | 259 | 264 | 262 |
| <i>Zinc (ctv. US\$ por libra)</i> | 95 | 126 | 121 | 122 | 119 |
| <i>Plomo (ctv. US\$ por libra)</i> | 85 | 103 | 100 | 100 | 100 |
| <i>Oro (US\$ por onza)</i> | 1 248 | 1 217 | 1 242 | 1 210 | 1 258 |
| Precios de Importaciones (var. % anual) | -3,0 | 4,4 | 4,5 | 1,5 | 0,6 |
| <i>Petróleo (US\$ por barril)</i> | 43 | 52 | 51 | 53 | 51 |
| <i>Trigo (US\$ por TM)</i> | 143 | 171 | 146 | 192 | 167 |
| <i>Maíz (US\$ por TM)</i> | 135 | 148 | 143 | 158 | 158 |
| <i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i> | 696 | 728 | 710 | 744 | 740 |
| <i>Leche entera (US\$ por TM)</i> | 2 471 | 3 310 | 3 118 | 3 252 | 3 111 |

* Proyección.
Fuente: BCRP.

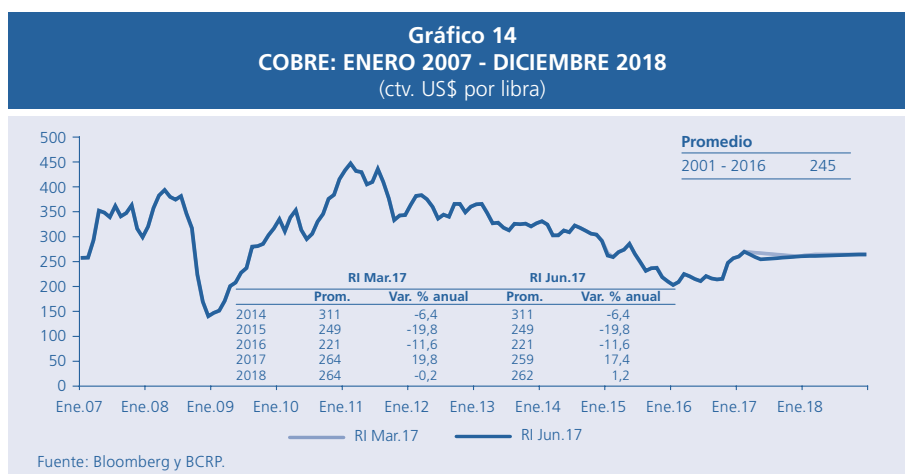
Cobre

La cotización del cobre se redujo 0,9 por ciento en los primeros cinco meses del año, alcanzando un promedio mensual de US\$ 2,54 por libra en mayo. El precio del cobre viene disminuyendo desde febrero, mes en que la cotización alcanzó su nivel máximo en el año (US\$ 2,70 por libra) como consecuencia de recortes de producción imprevistos.

Las recientes presiones a la baja se explican por el cambio de expectativas sobre la demanda china, aunque las importaciones de cobre refinado de China han moderado su ritmo de caída en mayo. Se ha venido observando un retiro de inversionistas: las posiciones no comerciales, que en diciembre de 2016 registraron un máximo histórico, han venido disminuyendo en respuesta a las expectativas de que continúe el ciclo de ajuste de tasas de la Reserva Federal.



El crecimiento del precio promedio del cobre entre 2016 y 2017 sería 17,4 por ciento y entre 2017 y 2018 1,2 por ciento, teniéndose una revisión a la baja con respecto a la proyección del Reporte de Marzo para el caso del presente año (19,8 por ciento).



Zinc

El precio promedio del zinc disminuyó 2,9 por ciento en los primeros cinco meses del año. Luego de alcanzar un máximo de US\$ 1,29 por libra en febrero –favorecido por la estrechez de oferta– el precio del zinc ha caído durante los últimos tres meses y alcanza en mayo una cotización promedio mensual de US\$ 1,18 por libra. La reducción reciente en el precio del zinc se sustentó en:

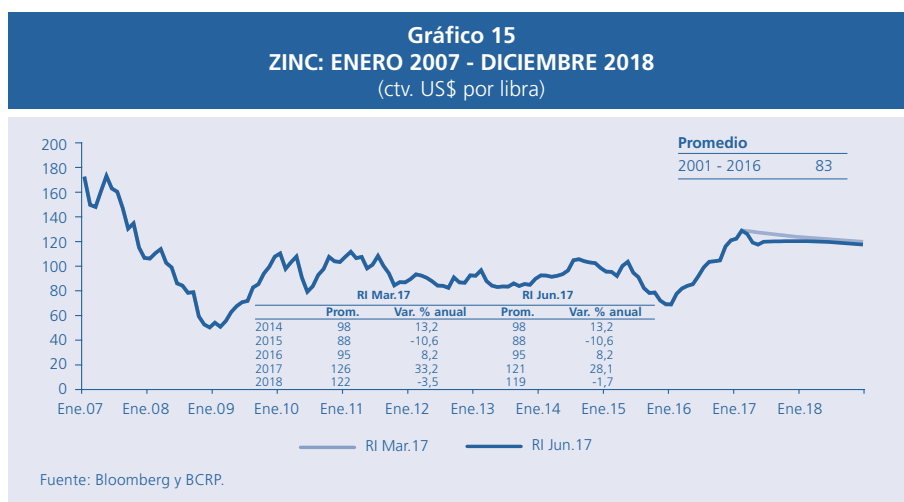
- (i) Una respuesta de la oferta de zinc concentrado mayor a la esperada en el primer trimestre y en lo que resta del año (de acuerdo con el Grupo de Estudio Internacional del Zinc y del Plomo, entre otras fuentes); y





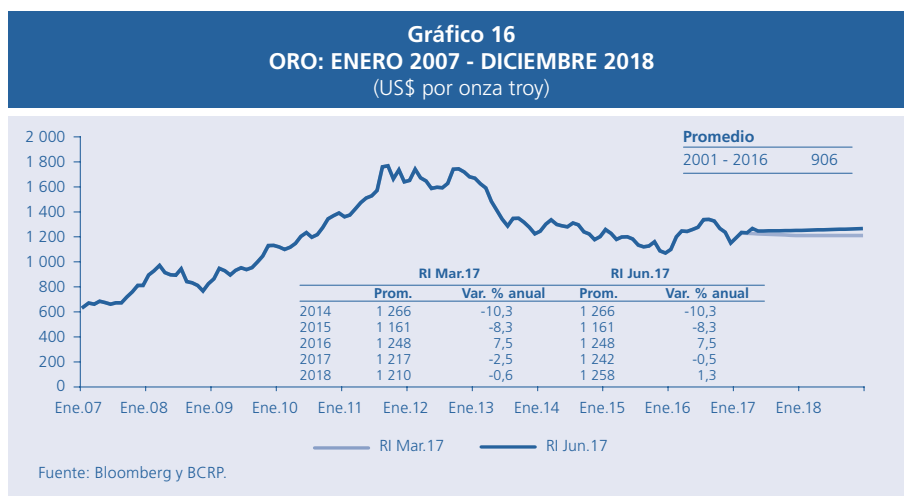
- (ii) La aparición de inventarios ocultos que atenuaron el déficit en el mercado global de zinc refinado.

El precio promedio del zinc tendría un aumento de 28,1 por ciento en 2017 y una disminución de 1,7 por ciento en 2018.



Oro

La cotización del oro se incrementó 8,5 por ciento en los primeros cinco meses de 2017, y alcanzó una cotización promedio mensual de US\$ 1 247 por onza troy en mayo. Sin embargo, la cotización del oro registró una elevada volatilidad durante este periodo. Destaca el nivel máximo de US\$ 1 266 por onza troy alcanzado en abril (en respuesta a eventos geopolíticos) y la corrección durante el mes de mayo en línea con la reducción de la aversión al riesgo.



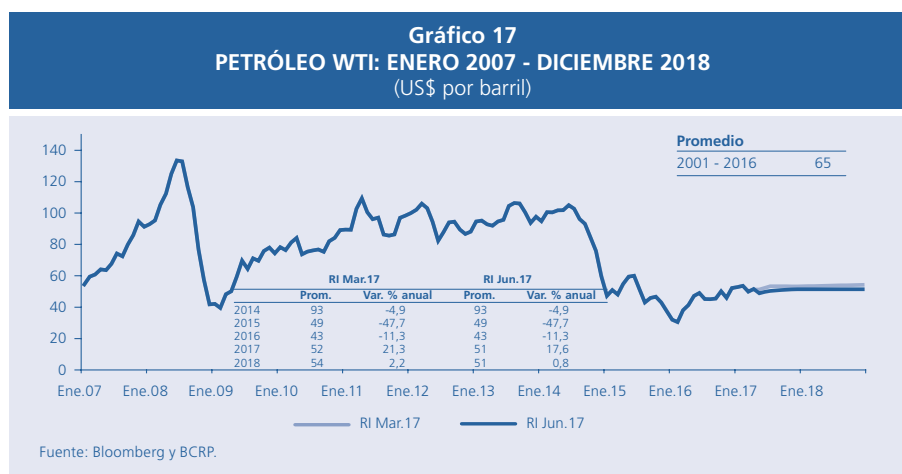
El precio del oro se ha revisado al alza debido a la evolución reciente y a las expectativas de un ajuste gradual en las tasas de interés de la Fed.

Petróleo

El precio del **petróleo** WTI disminuyó 6,5 por ciento en los cinco primeros meses de 2017, cerrando con una cotización promedio mensual de US\$ 49 por barril en mayo. La reducción del precio se materializó en los últimos tres meses, luego de alcanzar un máximo de US\$ 53 por barril en febrero.

La caída del precio del petróleo se asoció a los crecientes temores de que el incremento de la producción de crudo de Estados Unidos contrarreste los esfuerzos de la OPEP por equilibrar el mercado global. La producción de petróleo en Estados Unidos continuó aumentando durante el año y alcanzó a inicios de mayo su mayor nivel en casi dos años. Ello, sumado al período de menor demanda estacional en el primer trimestre, se reflejó en un aumento en los inventarios que alcanzaron niveles récord a fines de marzo. Adicionalmente, la producción de Libia y Nigeria comenzó a recuperarse tras los recortes no planeados que enfrentaron desde inicios de año.

En el horizonte de proyección se revisa ligeramente a la baja la proyección del precio del petróleo WTI respecto al Reporte de Inflación previo. Los menores costos de producción de petróleo esquisto mantienen al alza la producción de crudo en Estados Unidos, a pesar de la caída en la cotización del petróleo.



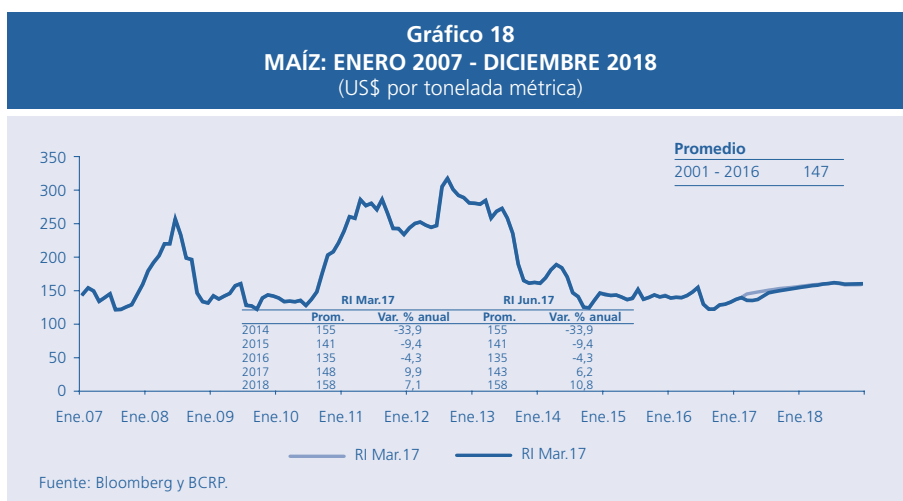
Maíz

En mayo, la cotización internacional promedio del **maíz** aumentó 3 por ciento respecto a diciembre de 2016 y alcanzó una cotización promedio mensual de US\$ 135 por tonelada métrica.





El precio del maíz aumentó en lo que va del año apoyado por un consumo global en niveles récord histórico en la temporada actual 2016/17. Fue importante el fuerte crecimiento observado en la demanda por etanol y la mayor demanda como alimento para ganado. Reforzó este comportamiento alcista del precio el primer estimado del Departamento de Agricultura de Estados Unidos para la campaña 2017/18, que reportó una menor producción mundial y de Estados Unidos, y menores inventarios. El alza fue limitada por la incertidumbre sobre la posible renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (México es el principal importador de maíz de Estados Unidos) y por las perspectivas favorables de las cosechas en Argentina y Brasil.



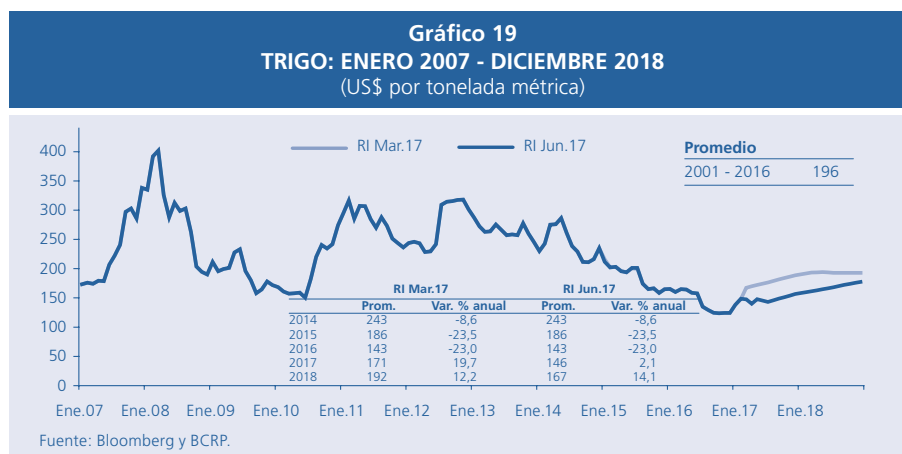
En línea con estos desarrollos recientes, se estima que el precio promedio del maíz se incremente en 2017, aunque a una tasa menor que la prevista en el Reporte de Inflación de marzo. Se estima que la producción global de maíz se reduzca en la siguiente temporada 2017/18, debido principalmente a una menor cosecha en Estados Unidos, parcialmente contrarrestada por la creciente producción en el hemisferio sur, en particular en Brasil y Argentina.

Trigo

Al mes de mayo, el precio internacional del **trigo** registró un incremento de 19 por ciento respecto a diciembre de 2016 y cerró con un nivel promedio de US\$ 147 por tonelada métrica. Con ello, el precio promedio mensual del trigo revierte parte de la caída de 23,0 por ciento que acumuló en 2016.

La cotización del trigo aumentó ante las señales de una fuerte caída en la producción en Estados Unidos en el nuevo ciclo. El Departamento de Agricultura de ese país estimó

una caída de la producción de trigo estadounidense de 21 por ciento en su primer estimado para la temporada 2017/18, mientras que la demanda china se mantendría relativamente estable, al reducirse marginalmente.



En el horizonte de proyección, se estima que el precio del trigo aumente, aunque cotizaría a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo. Los inventarios globales alcanzarían su nivel máximo esta temporada 2016/17, y comenzarían a reducirse en la temporada 2017/18. Diversas estimaciones coinciden en que se registrará una reducción de la producción de trigo en Estados Unidos en la siguiente temporada 2017/18.

Aceite de Soya

La cotización promedio de mayo del aceite de soya fue US\$ 674 por tonelada métrica, nivel inferior en 14 por ciento respecto al nivel promedio de diciembre de 2016. Con ello, el precio promedio del aceite de soya revirtió parte de su tendencia al alza de 2016, cuando su cotización promedio mensual acumuló un incremento de 19 por ciento.

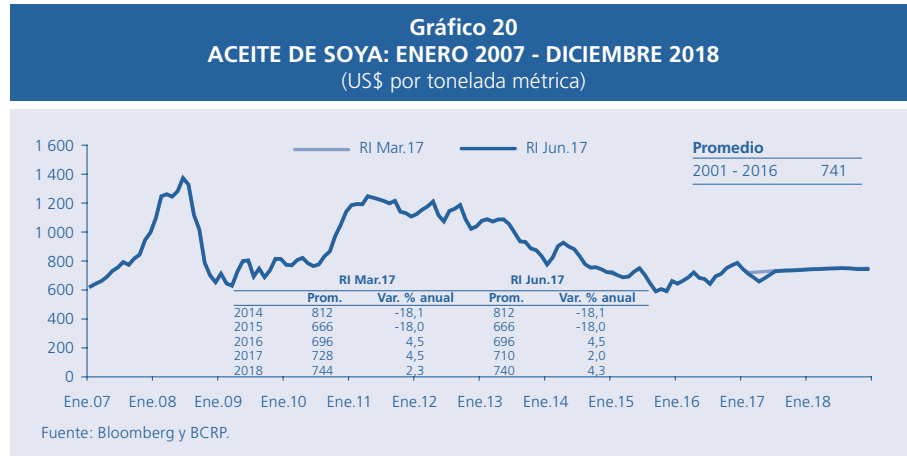
La caída del precio del aceite de soya se explicó por el inicio de la recuperación de la producción de aceite de palma (producto sustituto), y los elevados inventarios de soya en Estados Unidos, los cuales registraron niveles no vistos desde la temporada 2006/07. A ello se suma el incremento de las proyecciones de las cosechas de soya en Brasil y Argentina, así como a los abundantes suministros de aceite de soya en la Argentina y los Estados Unidos, a consecuencia de una demanda moderada de los productores de aceite de soya, particularmente para usos comestibles.

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





respuesta de la mayor oferta de aceite de palma al recuperarse su producción y la demanda débil asociada al posible cambio de orientación en la matriz energética en Estados Unidos.



II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

12. El déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** tuvo una significativa reducción al pasar de 5,5 por ciento en el primer trimestre de 2016 a 1,8 por ciento del PBI en similar periodo de este año, debido a los mayores precios y al aumento del volumen de exportaciones tradicionales, particularmente del cobre.

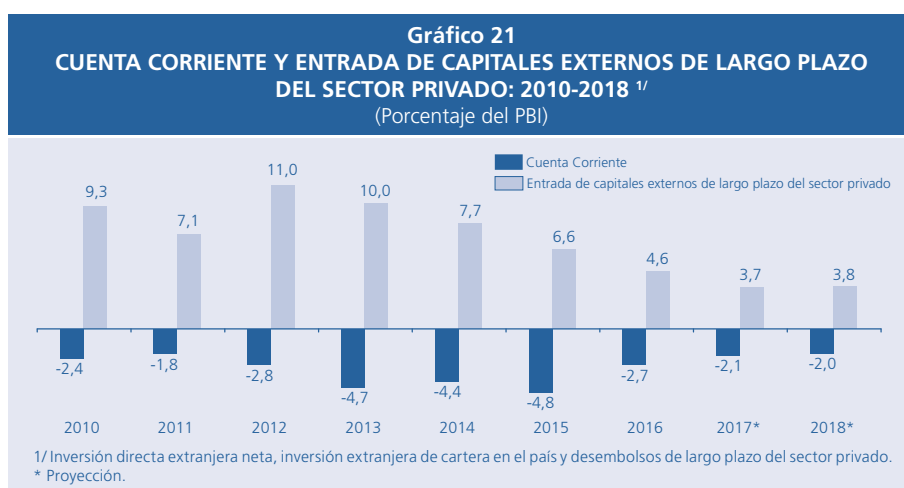
En relación al Reporte de marzo, el presente escenario incorpora además el impacto positivo que tendrían las mayores exportaciones de harina de pescado, luego del anuncio de la cuota de la primera temporada de pesca de anchoveta. En línea con esta evolución, se ha revisado la proyección del resultado de la cuenta corriente, de -2,6 a -2,1 por ciento del PBI en el presente año y de -2,4 a -2,0 por ciento del PBI en 2018.

| Cuadro 9 BALANZA DE PAGOS (Millones de US\$) | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2016 | | 2017* | | | 2018* | |
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE | -2 425 | -5 303 | -887 | -5 565 | -4 527 | -5 447 | -4 491 |
| <i>Porcentaje del PBI</i> | -5,5 | -2,7 | -1,8 | -2,6 | -2,1 | -2,4 | -2,0 |
| 1. Balanza comercial | -632 | 1 888 | 1 197 | 3 961 | 4 876 | 4 268 | 6 199 |
| a. Exportaciones | 7 756 | 37 020 | 10 190 | 41 807 | 42 611 | 43 930 | 45 409 |
| b. Importaciones | -8 387 | -35 132 | -8 993 | -37 846 | -37 736 | -39 662 | -39 209 |
| 2. Servicios | -488 | -1 974 | -206 | -1 928 | -1 674 | -2 124 | -2 377 |
| 3. Renta de factores | -2 305 | -9 184 | -2 835 | -11 196 | -11 394 | -11 264 | -12 031 |
| 4. Transferencias corrientes | 1 000 | 3 967 | 958 | 3 598 | 3 665 | 3 672 | 3 717 |
| Del cual: Remesas del exterior | 672 | 2 884 | 706 | 2 981 | 2 979 | 3 024 | 3 134 |
| II. CUENTA FINANCIERA | 1 955 | 5 472 | 1 515 | 6 865 | 6 354 | 7 147 | 6 491 |
| Del cual: | | | | | | | |
| 1. Sector privado | 262 | 2 815 | 638 | 3 040 | 959 | 5 038 | 3 617 |
| a. Largo plazo | -214 | 3 709 | 42 | 3 040 | 1 479 | 5 038 | 3 617 |
| b. Corto plazo | 476 | -894 | 596 | 0 | -520 | 0 | 0 |
| 2. Sector público | 1 693 | 2 657 | 877 | 3 825 | 5 395 | 2 109 | 2 874 |
| III. RESULTADO (=I+II) | -470 | 168 | 629 | 1 300 | 1 827 | 1 700 | 2 000 |
| Nota: | | | | | | | |
| Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado (% del PBI) | 4,8 | 4,6 | 4,7 | 4,0 | 3,7 | 4,3 | 3,8 |
| * Proyección. RI: Reporte de Inflación. | | | | | | | |





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 3,7 y 3,8 por ciento del PBI en 2017 y 2018, respectivamente, superando de manera holgada los requerimientos de la cuenta corriente para ese período.



Balanza comercial

13. Luego de registrar un déficit acumulado de US\$ 0,6 mil millones durante el primer trimestre de 2016, la balanza comercial tuvo, en similar periodo del año 2017, un superávit de US\$ 1,2 mil millones. Esta reversión del déficit se explica principalmente por las mayores exportaciones de productos tradicionales. Para 2017 se eleva la proyección de la balanza comercial de US\$ 4,0 a US\$ 4,9 mil millones y para 2018 de US\$ 4,3 a US\$ 6,2 mil millones.

Cuadro 10
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)

| | 2016 | | 2017* | | | 2018* | |
|----------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| EXPORTACIONES | 7 756 | 37 020 | 10 190 | 41 807 | 42 611 | 43 930 | 45 409 |
| <i>De las cuales:</i> | | | | | | | |
| Productos tradicionales | 5 258 | 26 137 | 7 504 | 30 657 | 31 015 | 32 086 | 33 297 |
| Productos no tradicionales | 2 478 | 10 782 | 2 652 | 11 043 | 11 483 | 11 731 | 11 993 |
| IMPORTACIONES | 8 387 | 35 132 | 8 993 | 37 846 | 37 736 | 39 662 | 39 209 |
| <i>De las cuales:</i> | | | | | | | |
| Bienes de consumo | 2 044 | 8 614 | 2 086 | 9 039 | 9 185 | 9 199 | 9 414 |
| Insumos | 3 479 | 15 140 | 4 336 | 16 541 | 17 082 | 17 422 | 17 700 |
| Bienes de capital | 2 746 | 11 113 | 2 524 | 12 068 | 11 271 | 12 835 | 11 889 |
| BALANZA COMERCIAL | -632 | 1 888 | 1 197 | 3 961 | 4 876 | 4 268 | 6 199 |

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

A diferencia del Reporte de marzo, la nueva proyección asume que, para el caso de las exportaciones, las ventas provenientes del sector pesquero se verían favorecidas por la recuperación de la biomasa de anchoveta en un escenario de normalización de la temperatura del mar. Asimismo, para el caso de las importaciones, se prevé que éstas registrarían un crecimiento por debajo del considerado en el Reporte previo consistente con un crecimiento más moderado de la demanda interna.

El crecimiento del valor de las exportaciones en 2017 (15,1 por ciento) estaría dominado por el aumento de sus precios (10,2 por ciento) y en 2018 (6,6 por ciento) por el crecimiento de su volumen (5,9 por ciento).

| Cuadro 11 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales) | | | | | | | |
|--|---------|------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2016 | | 2017* | | | 2018* | |
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| 1. Valor: | | | | | | | |
| Exportaciones | -5,0 | 7,6 | 31,4 | 13,5 | 15,1 | 5,1 | 6,6 |
| Productos tradicionales | -2,2 | 11,5 | 42,7 | 17,9 | 18,7 | 4,7 | 7,4 |
| Productos no tradicionales | -10,0 | -1,0 | 7,0 | 2,9 | 6,5 | 6,2 | 4,4 |
| Importaciones | -9,4 | -5,9 | 7,2 | 7,8 | 7,4 | 4,8 | 3,9 |
| 2. Volumen: | | | | | | | |
| Exportaciones | 8,8 | 11,6 | 11,3 | 3,2 | 4,4 | 5,2 | 5,9 |
| Productos tradicionales | 17,9 | 16,6 | 14,7 | 3,3 | 4,7 | 5,7 | 7,2 |
| Productos no tradicionales | -7,9 | 0,9 | 2,3 | 2,9 | 3,6 | 4,3 | 2,7 |
| Importaciones | -2,9 | -3,0 | -0,1 | 3,1 | 2,8 | 3,3 | 3,3 |
| 3. Precio: | | | | | | | |
| Exportaciones | -12,5 | -3,6 | 18,0 | 10,0 | 10,2 | -0,2 | 0,6 |
| Productos tradicionales | -17,0 | -4,3 | 24,4 | 14,2 | 13,3 | -1,1 | 0,2 |
| Productos no tradicionales | -2,4 | -1,9 | 4,6 | 0,0 | 2,8 | 1,8 | 1,7 |
| Importaciones | -6,7 | -3,0 | 7,3 | 4,4 | 4,5 | 1,5 | 0,6 |

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Financiamiento externo

14. En el primer trimestre de 2017, el flujo neto de capitales del sector privado ascendió a US\$ 638 millones, monto superior en US\$ 376 millones al registrado en similar período del año anterior, aumento que se explica por la mayor reinversión de utilidades en la actividad minera.

Para el año 2017, se proyecta un menor financiamiento externo para el sector privado respecto al previsto en el Reporte de marzo por menores requerimientos de préstamos netos de largo plazo de los sectores financiero y no financiero, la cual se explica por una menor demanda de inversión. En este escenario, la mayor parte del financiamiento se daría bajo la forma de inversión directa extranjera a través de la reinversión de utilidades. La proyección para 2018 asume que se mantendría esta misma tendencia.





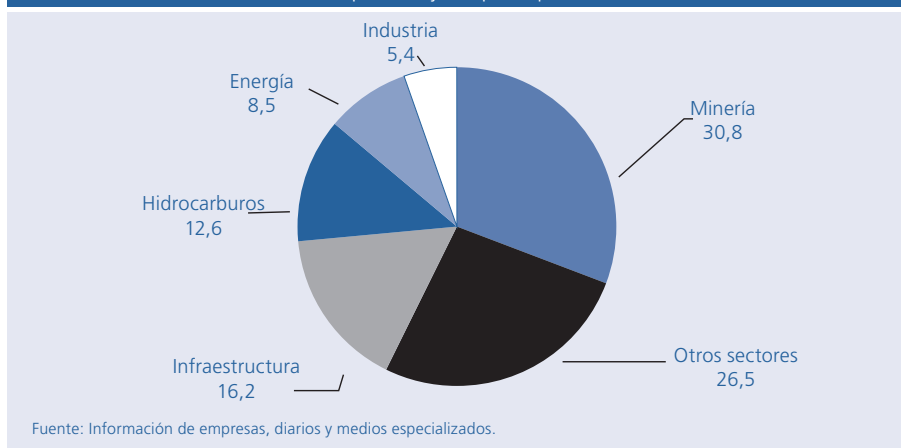
Cuadro 12
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

| | 2016 | | 2017* | | | 2018* | |
|---|---------------|--------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| SECTOR PRIVADO (A + B) | 262 | 2 815 | 638 | 3 040 | 959 | 5 038 | 3 617 |
| <i>Porcentaje del PBI</i> | <i>0,1</i> | <i>1,4</i> | <i>1,3</i> | <i>1,4</i> | <i>0,4</i> | <i>2,2</i> | <i>1,6</i> |
| A. LARGO PLAZO | -214 | 3 709 | 42 | 3 040 | 1 479 | 5 038 | 3 617 |
| 1. ACTIVOS | -1 235 | -966 | -849 | -1 760 | -1 730 | -1 783 | -1 998 |
| 2. PASIVOS | 1 021 | 4 675 | 891 | 4 800 | 3 209 | 6 822 | 5 616 |
| Inversión directa extranjera en el país | 1 276 | 6 863 | 2 051 | 5 204 | 6 100 | 5 723 | 6 109 |
| Sector no financiero | 308 | -408 | -268 | 846 | -412 | 1 824 | 331 |
| Préstamos de largo plazo | 262 | 15 | -293 | 235 | -796 | 648 | -445 |
| Inversión de cartera | 46 | -423 | 25 | 610 | 384 | 1 176 | 776 |
| Sector financiero | -563 | -1 771 | -892 | -1 250 | -2 479 | -726 | -824 |
| Préstamos de largo plazo | -563 | -1 698 | -874 | -1 311 | -2 068 | -776 | -473 |
| Inversión de cartera | 0 | -73 | -18 | 61 | -411 | 50 | -351 |
| B. CORTO PLAZO ^{1/} | 476 | -894 | 596 | 0 | -520 | 0 | 0 |

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

De acuerdo a información de anuncios de inversión privada, los principales proyectos se ubican en el sector minería (31 por ciento de la muestra), hidrocarburos (13 por ciento), e infraestructura (16 por ciento); los cuales tienen un importante componente de financiamiento externo.

Gráfico 22
PROYECTOS DE INVERSIÓN PREVISTOS: 2017 - 2018
(En porcentaje de participación)



En el **sector minero**, la inversión en proyectos para los próximos dos años se ha revisado a la baja debido al anuncio de postergación en la toma de decisión del inicio de construcción de proyectos como Quellaveco, Mina Justa y San Gabriel, los que implicarían una inversión conjunta de alrededor de US\$ 5,1 mil millones.

No obstante, se espera que continúe la construcción del proyecto de Ampliación de la Mina Toquepala, cuya inversión total es de US\$ 1,2 mil millones. Cabe señalar que al primer trimestre de este año, Southern reportó la ejecución del 58 por ciento en la construcción y US\$ 623 millones de inversión acumulada en el proyecto. Asimismo estima que el proyecto culminará en el segundo trimestre de 2018.

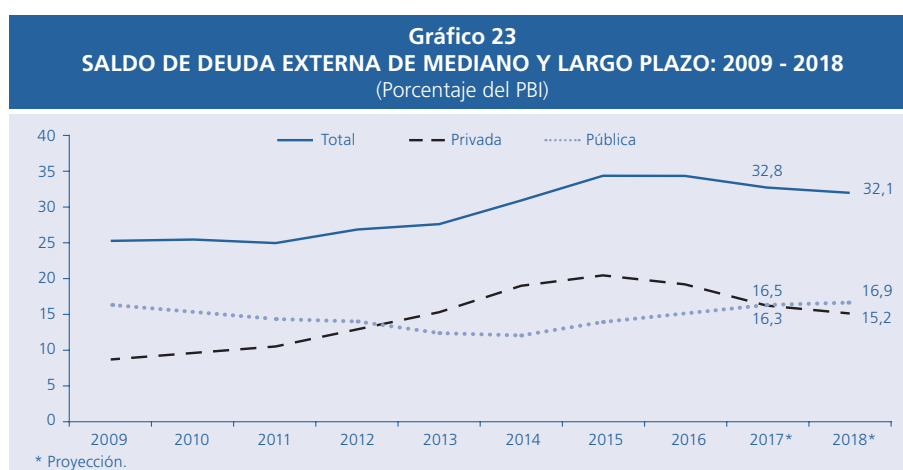
En el **sector hidrocarburos**, Repsol invertiría US\$ 300 millones en el lote 57 este año, en la construcción de una planta de compresión de gas y nuevos ductos de transporte, además de la reactivación del pozo Sagari 4X.

En el **sector de energía**, proyectos como la Central Térmica de Santo Domingo de los Olleros – Ciclo Combinado y Central Termoeléctrica Pacífico Sur, se espera inicien operaciones comerciales en 2018.

15. La **cuenta financiera del sector público** tendría flujos positivos para los años 2017 y 2018, tomando en cuenta el financiamiento a través de emisión de bonos y la contratación de créditos de largo plazo que recibiría Petroperú para el desarrollo de la Refinería de Talara. De otro lado, la proyección asume una mayor demanda de bonos soberanos por parte de no residentes la cual estaría creciendo de 37 por ciento en diciembre de 2016 a casi 42 por ciento a finales de 2017.

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

Se espera que el endeudamiento privado muestre una tendencia decreciente durante el horizonte de proyección, con lo que se ubicaría ligeramente por encima del 15 por ciento del PBI.





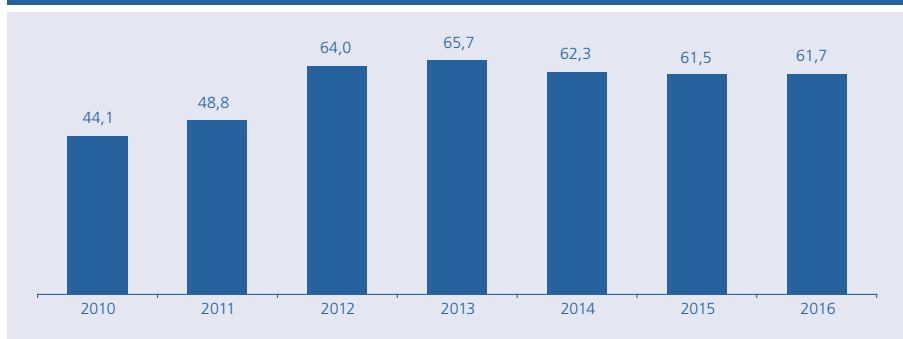
16. La solidez de la balanza de pagos ante eventos negativos provenientes de la economía mundial se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, la economía peruana cuenta con niveles de respaldo elevados a nivel de la región gracias a la acumulación preventiva en el periodo de flujos positivos de capitales y de altos precios de materias primas.

Cuadro 13
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

| | 2006 | 2011 | 2016 |
|---|------|------|------|
| RIN como porcentaje de: | | | |
| a. PBI | 19,6 | 28,9 | 31,6 |
| b. Deuda externa de corto plazo ^{1/} | 166 | 470 | 457 |
| c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente | 230 | 365 | 328 |
| Deuda externa de mediano y largo plazo (% PBI): | | | |
| a. Privada | 28,6 | 24,7 | 34,5 |
| b. Pública | 4,0 | 10,4 | 19,4 |

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

Gráfico 24
RESERVAS INTERNACIONALES
(Miles de millones de US\$)



III. Actividad económica

PBI sectorial

17. En el primer trimestre de 2017, el PBI creció 2,1 por ciento, luego de crecer 3,0 por ciento en el cuarto trimestre de 2016. El menor crecimiento observado en el trimestre correspondería al retraso de algunos importantes proyectos de infraestructura; a la moderación de la producción minera, que tuvo tasas extraordinarias de extracción de cobre en 2016 por el inicio de nuevos proyectos; así como a los efectos negativos de El Niño Costero. Respecto a este evento, sus efectos en los sectores primarios fueron sobre la cosecha de algunos productos del sector agrícola y en el flujo de insumos hacia las minas del centro del país. Asimismo, en cuanto a los efectos de El Niño sobre los sectores no primarios, se observó una reducción de la actividad del sector construcción, por menor inversión pública; del comercio mayorista y minorista, por problemas en la distribución, y de actividades relacionadas a servicios de alojamiento, servicios financieros y servicios prestados a empresas.

Conforme las condiciones asociadas a este evento se vayan revirtiendo¹, se espera una normalización del sector agrícola, cuyo crecimiento estaría impulsado por mayor producción de caña de azúcar, arroz y cultivos de agroexportación. Por su parte, el buen desempeño de la primera temporada de pesca de anchoveta y la recuperación esperada de la biomasa explicarían el crecimiento del sector pesquero sobre todo en el segundo trimestre. La minería crecería impulsada por la extracción de cobre y zinc, luego de superados los problemas técnicos del primer trimestre. Sin embargo, la recuperación del sector no primario sería más gradual debido a que su evolución depende de la demanda interna, principalmente del gasto público.

18. Con respecto a lo proyectado en el Reporte de Inflación de marzo, las correcciones más importantes en la proyección de la actividad económica para 2017 se dan en el sector minería metálica y en los sectores no primarios de construcción, comercio y servicios. Es así que se revisa la proyección de crecimiento del PBI de 2017 de 3,5 a 2,8 por ciento.

Para los siguientes años se espera que se reviertan totalmente los efectos negativos de El Niño Costero y sean más evidentes los efectos positivos de la reconstrucción, el

¹ El comunicado del 12 de junio del Comité Multisectorial del Estudio Nacional del Fenómeno “El NIÑO” (ENFEN) considera que El Niño Costero finalizó en mayo y que se esperan condiciones neutras en el mar para el resto del año.





destrabe de proyectos de inversión, el estímulo fiscal y las menores tasas de interés, lo que se reflejaría en un mayor dinamismo de la inversión y consumo privados. En este escenario, se proyecta que el PBI crezca 4,2 por ciento en 2018, tasa ligeramente mayor a la proyectada en el Reporte de Inflación de marzo.

Cuadro 14
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

| | 2016 | | 2017* | | | 2018* | |
|--------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| Agropecuario | 2,5 | 2,0 | -0,8 | 2,5 | 2,2 | 4,9 | 4,6 |
| Agrícola | 3,0 | 0,7 | -4,6 | 1,7 | 1,3 | 5,4 | 4,8 |
| Pecuario | 1,8 | 3,9 | 4,2 | 3,7 | 3,5 | 4,2 | 4,2 |
| Pesca | 1,8 | -10,1 | 37,9 | 13,6 | 34,0 | 20,4 | 5,5 |
| Minería e hidrocarburos | 15,7 | 16,3 | 4,1 | 6,9 | 4,3 | 5,9 | 7,1 |
| Minería metálica | 25,0 | 21,2 | 3,9 | 6,9 | 4,5 | 5,9 | 6,5 |
| Hidrocarburos | -18,5 | -5,1 | 5,3 | 6,8 | 3,5 | 6,4 | 9,8 |
| Manufactura | -2,7 | -1,5 | 1,7 | 2,2 | 2,3 | 3,8 | 3,2 |
| Recursos primarios | 1,3 | -0,5 | 11,5 | 6,8 | 11,8 | 6,7 | 4,0 |
| Manufactura no primaria | -4,2 | -2,0 | -1,0 | 0,8 | -0,9 | 3,0 | 3,0 |
| Electricidad y agua | 10,3 | 7,3 | 1,0 | 4,6 | 3,1 | 4,5 | 4,5 |
| Construcción | 2,1 | -3,1 | -5,3 | 1,8 | -0,7 | 6,0 | 8,0 |
| Comercio | 2,8 | 1,8 | 0,1 | 2,4 | 1,7 | 3,3 | 3,5 |
| Servicios | 4,4 | 3,9 | 3,0 | 3,4 | 2,9 | 3,5 | 3,4 |
| PRODUCTO BRUTO INTERNO | 4,5 | 3,9 | 2,1 | 3,5 | 2,8 | 4,1 | 4,2 |
| Nota: | | | | | | | |
| PBI primario | 10,3 | 9,8 | 4,4 | 6,0 | 5,3 | 6,0 | 6,1 |
| PBI no primario | 3,0 | 2,3 | 1,4 | 2,9 | 2,0 | 3,6 | 3,7 |

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

- a) El **sector agropecuario** se contrajo 0,8 por ciento durante el primer trimestre del año como resultado de un escenario adverso para el desempeño de la actividad agrícola en todas sus fases. Específicamente, en el período de siembra y crecimiento de los cultivos se registraron condiciones de sequía, y en la fase de cosecha se registraron diversas anomalías climáticas relacionadas a la presencia de El Niño Costero.

Los cultivos más afectados fueron los orientados al mercado interno, principalmente el arroz y el choclo, y en menor medida el limón y cebolla. Entre los cultivos destinados a la agroexportación y la agroindustria se afectaron los cultivos instalados en el norte: banano orgánico, con dificultades en labores de cosecha y aniego de campos; caña de azúcar, con interrupciones en el transporte hacia los ingenios; y páprika, afectado por mayores temperaturas.

Para el segundo semestre del año se proyecta una recuperación del sector por: (i) la mayor producción de caña de azúcar debido a la incorporación de áreas por el proyecto Olmos; (ii) recuperación en la producción de arroz por mayor disponibilidad de agua en el período de siembra; e (iii) incorporación de mayores áreas de productos

de agroexportación como palta, uvas, cacao y la continua recuperación de áreas de café. Con ello, el sector agropecuario crecería 2,2 por ciento en el año.

Para 2018 se espera una normalización de las condiciones climatológicas, lo que aseguraría el buen desempeño del sector, el cual crecería 4,6 por ciento.

- b) Durante el primer trimestre de 2017 el **sector pesca** creció 37,9 por ciento debido principalmente a mayores desembarques de anchoveta. Ello se debe a que la segunda temporada norte-centro del año previo finalizó en enero de 2017, al alcanzar la cuota asignada; mientras que El Niño Costero se consolidó recién hacia finales de marzo. Asimismo, la temporada en la zona sur se desarrolló con normalidad en este periodo, pues las anomalías en la temperatura superficial del mar no afectaron el sur del litoral. Sumado a ello, en el trimestre se incrementó la captura de especies favorecidas por las mayores temperaturas del mar (caballa, pota y langostino).

La primera temporada de pesca presenta un avance mayor al 60 por ciento lo que, sumado al pronóstico de condiciones neutras del mar, hace suponer que concluirá con éxito. Además, se espera que se mantenga la recuperación de la biomasa y que, debido a ello, durante la segunda temporada de pesca de 2017 se autorice una cuota mayor a la de la primera. Con ello, el sector crecería 34,0 por ciento. El mejor desempeño que mostraría el sector en 2017 conlleva a una revisión a la baja de la tasa de crecimiento para 2018, que ahora se estima en 5,5 por ciento.

- c) La **minería metálica** creció 3,9 por ciento durante el primer trimestre de 2017, moderándose con respecto al mismo trimestre del año pasado (25,0 por ciento). Ello responde principalmente a la menor producción de cobre y de oro, debido a un efecto base pues el año pasado iniciaron operaciones de dos nuevos proyectos; y en menor medida, a diversas dificultades técnicas enfrentadas por las empresas. Entre estas se pueden mencionar huelgas (Cerro Verde), dificultades en el transporte hacia la planta concentradora y reducción del flujo de insumos por dificultad de acceso a la zona central por las fuertes lluvias.

Cabe resaltar que las empresas mineras ya han superado las dificultades técnicas mencionadas y vienen desarrollando su producción con normalidad. Así, se espera que la producción de cobre y zinc contribuyan al crecimiento del sector, en tanto la producción de oro disminuiría por menores leyes esperadas en Barrick y Yanacocha. Con ello, la minería metálica crecería 4,5 por ciento en 2017 y 6,5 por ciento en 2018.

La **producción de cobre** durante el primer trimestre de 2017 creció 10,3 por ciento, tasa menor a la registrada en 2016. Esto es consistente con la entrada en operaciones, a inicios de 2016, de la ampliación de Cerro Verde y la recuperación de la producción de cobre de Antamina de finales de 2015. Ambos hechos favorecieron los datos de producción del primer trimestre de 2016.





El ritmo de producción de 2017 se sustentaría en la producción creciente de Las Bambas y Cerro Verde, esta última se convirtió en 2016 en la mayor productora de cobre del país. En 2018 continuaría el crecimiento de la producción de cobre por la expansión de Toquepala de Southern.

| Cuadro 15 PRODUCCIÓN DE COBRE (Miles de Toneladas Métricas Finas) | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2015 | 2016 | 2017* | 2018* |
| Antamina | 412 | 444 | 427 | 440 |
| Southern | 298 | 288 | 304 | 366 |
| Cerro Verde | 208 | 473 | 535 | 538 |
| Antapaccay | 203 | 221 | 222 | 230 |
| Toromocho | 182 | 168 | 178 | 220 |
| Constancia | 106 | 133 | 115 | 130 |
| Las Bambas | 7 | 329 | 460 | 500 |
| Resto de empresas | 212 | 223 | 229 | 230 |
| TOTAL | 1 628 | 2 280 | 2 469 | 2 655 |

* Proyección.

La **producción de oro** bajó 7,9 por ciento en el primer trimestre debido a la menor producción artesanal y a la de Yanacocha, por menores leyes ante el agotamiento natural de la mina. En 2017 se espera que la producción disminuya 0,2 por ciento debido a la menor producción informal y a menores leyes de los yacimientos de Yanacocha y Barrick, compensado parcialmente por la entrada en operaciones de los nuevos proyectos Invicta y Tambomayo. Se espera que estos nuevos proyectos impulsen la producción del oro, que crecería 2,0 por ciento en 2018.

| Cuadro 16 PRODUCCIÓN DE ORO (Miles de Onzas Finas) | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2015 | 2016 | 2017* | 2018* |
| Yanacocha | 918 | 668 | 600 | 500 |
| Barrick Misquichilca | 614 | 547 | 510 | 502 |
| Madre de Dios 1/ | 391 | 549 | 464 | 464 |
| Buenaventura | 218 | 190 | 200 | 208 |
| Inmaculada | 59 | 163 | 164 | 162 |
| Anama | 74 | 87 | 88 | 89 |
| Shahuindo | 0 | 48 | 81 | 85 |
| Invicta | 0 | 0 | 42 | 118 |
| Tambomayo | 0 | 0 | 90 | 130 |
| Resto de empresas | 2 432 | 2 667 | 2 668 | 2 747 |
| TOTAL | 4 707 | 4 919 | 4 908 | 5 004 |

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

La **producción de zinc** creció 4,1 por ciento durante el primer trimestre de 2017 por mayores leyes de Antamina. En lo sucesivo se espera que este impulso se modere y se obtenga una tasa de crecimiento de 4,3 para 2018.

| Cuadro 17 PRODUCCIÓN DE ZINC (Miles de Toneladas Métricas Finas) | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2015 | 2016 | 2017* | 2018* |
| Antamina | 298 | 261 | 350 | 384 |
| Volcan | 180 | 169 | 165 | 186 |
| Los Quenuales | 103 | 29 | 30 | 31 |
| Milpo | 247 | 245 | 243 | 258 |
| El Brocal | 56 | 59 | 70 | 65 |
| Administradora Chungar | 100 | 109 | 106 | 108 |
| Resto de empresas | 437 | 462 | 457 | 449 |
| TOTAL | 1 421 | 1 334 | 1 420 | 1 480 |

* Proyección.

| Cuadro 18 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales) | | | |
|--|------|-------|-------|
| | 2016 | 2017* | 2018* |
| Cobre | 40,1 | 8,4 | 7,4 |
| Oro | 4,5 | -0,2 | 2,0 |
| Zinc | -6,1 | 6,4 | 4,3 |

* Proyección.

- d) Por su parte, la producción del **sector hidrocarburos** creció 5,3 por ciento en el primer trimestre de 2017. Ello se debe al impulso proveniente de la extracción de gas natural y líquidos de gas natural, que crecieron en 5,9 y 15,3 por ciento, respectivamente. Dicho crecimiento responde a un efecto base asociado a la rotura del poliducto en enero de 2016. En contraste, la producción de petróleo se contrajo 11,6 por ciento a causa de la menor explotación del Lote 192 de Pacific Stratus, por problemas asociados a las operaciones del Oleoducto Norperuano. Cabe resaltar que la rotura del oleoducto ocurrida en febrero de 2016 ocasionó que dicho lote registrara producción sólo hasta el primer trimestre del año anterior.

Se proyecta que el sector alcance una tasa de crecimiento de 3,5 por ciento en 2017, la cual se elevaría a 9,8 por ciento en 2018, año en que volvería a estar totalmente operativo el Oleoducto Norperuano.





- e) La **manufactura no primaria** experimentó una contracción de 1,0 por ciento en el primer trimestre de 2017. Este subsector fue afectado por la menor demanda interna y el Fenómeno de El Niño Costero, que ocasionó diversos daños en la infraestructura y maquinaria de algunas empresas, así como problemas logísticos, originando desabastecimiento de insumos y problemas para transportar los productos.

Se espera que la manufactura tenga un crecimiento positivo en 2017, revirtiendo el declive del año previo. Sin embargo, esta recuperación estaría impulsada por el lado primario, beneficiado por la mayor actividad pesquera. Por su parte, la manufactura no primaria iría recuperándose gradualmente en línea con la recuperación de la demanda interna y las exportaciones.

PBI gasto

19. En el primer trimestre de 2017, la actividad económica volvió a desacelerarse con un crecimiento de 2,1 por ciento. Esta evolución reflejó la caída de la demanda interna producto del impacto de los dos choques que la economía ha venido enfrentando este año. El primero está relacionado con la menor inversión pública y privada registrada desde el último trimestre de 2016, como resultado en parte de la paralización de grandes proyectos de infraestructura a raíz de las investigaciones de corrupción; y el segundo, relacionado a los efectos del Fenómeno El Niño Costero.

La caída de la demanda interna en el primer trimestre de 2017 (1,1 por ciento), no observada desde el cuarto trimestre de 2009, se debió, en primer lugar, a la reducción del gasto público (11 por ciento). En segundo lugar, el crecimiento del consumo privado (2,2 por ciento), el menor desde el segundo trimestre de 2009, reflejó la falta de dinamismo en el mercado laboral, la reducción de la confianza y el efecto riqueza negativo causado por los desastres asociados al Fenómeno El Niño Costero. En tercer lugar, la inversión privada, ya afectada por la finalización del ciclo de mega proyectos en el sector minero, recibió el impacto directo de la paralización y/o retrasos de grandes proyectos de infraestructura², que se estaban implementando bajo el esquema de Asociaciones Público Privadas, con lo que acumuló trece trimestres consecutivos de caída.

2 Entre los principales se pueden mencionar Vías Nuevas de Lima (Concesionario Rutas de Lima); Vía Expresa Sur; IIRSA Norte Tramo Paíta-Yurimaguas; Red Vial N° 5 Ancón-Huacho-Pativilca; y Línea 2 del Metro de Lima.

Por el contrario, las exportaciones siguieron contribuyendo de manera positiva al crecimiento del PBI por el impulso de las minas de cobre que entraron a la fase de operación desde fines de 2015. Durante el primer trimestre de 2017, el mayor dinamismo de las exportaciones (12,8 por ciento) se reflejó en los mayores envíos de cobre, harina de pescado, derivados del petróleo y productos no tradicionales (pesqueros).

Cuadro 19
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

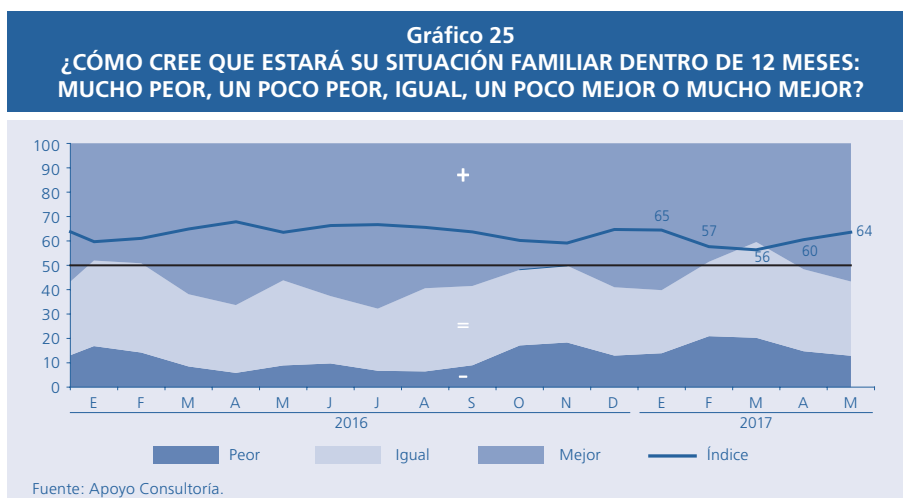
| | 2016 | | 2017* | | | 2018* | |
|---|-------------|-------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| I. Demanda interna | 1,8 | 0,9 | -1,1 | 3,3 | 1,9 | 3,7 | 4,0 |
| 1. Gasto privado | -0,4 | 1,2 | 0,6 | 2,9 | 1,6 | 3,8 | 3,5 |
| Consumo | 3,8 | 3,4 | 2,2 | 3,1 | 2,5 | 3,4 | 3,0 |
| Inversión privada fija | -4,7 | -5,7 | -5,6 | 2,5 | -1,8 | 5,3 | 5,3 |
| Variación de existencias (contribución) | -1,9 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 2. Gasto público | 16,7 | -0,2 | -11,0 | 5,4 | 3,6 | 3,0 | 6,5 |
| Consumo | 12,8 | -0,5 | -9,5 | 3,2 | 2,3 | 2,2 | 3,0 |
| Inversión | 31,8 | 0,6 | -16,0 | 11,0 | 7,0 | 5,0 | 15,0 |
| Gobierno General | 17,1 | -3,3 | -12,8 | 15,7 | 11,1 | 5,2 | 16,3 |
| Empresas Públicas | 132,4 | 30,0 | -27,0 | -16,6 | -15,7 | 3,4 | 5,4 |
| II. Demanda Externa Neta | | | | | | | |
| 1. Exportaciones | 8,5 | 9,5 | 12,8 | 4,2 | 5,9 | 5,0 | 4,4 |
| 2. Importaciones | -2,0 | -2,2 | 0,2 | 3,2 | 2,9 | 3,4 | 3,5 |
| III. PBI | 4,5 | 3,9 | 2,1 | 3,5 | 2,8 | 4,1 | 4,2 |
| Nota: | | | | | | | |
| Gasto público (contribución) | 2,2 | 0,0 | -1,6 | 0,9 | 0,6 | 0,5 | 1,1 |

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

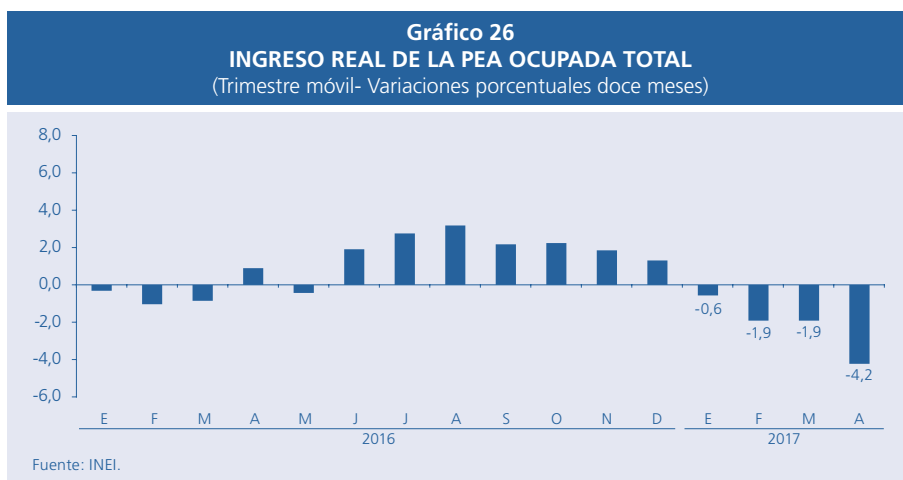
20. Durante los primeros meses de 2017, los indicadores del **consumo privado** presentan tendencias mixtas. De un lado, existen indicadores favorables referidos al crédito a las familias, mercado laboral y a la confianza del consumidor, mientras que por otro lado, se registra una caída en los ingresos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

- a) El Índice de Confianza del Consumidor alcanzó 60 puntos en abril y 64 puntos en mayo, niveles superiores al promedio del primer trimestre de 2017 (59 puntos). Es importante mencionar que este incremento en la confianza es reflejo en parte de la culminación de los desastres causados por El Niño Costero y de la reversión del choque de precios de alimentos.



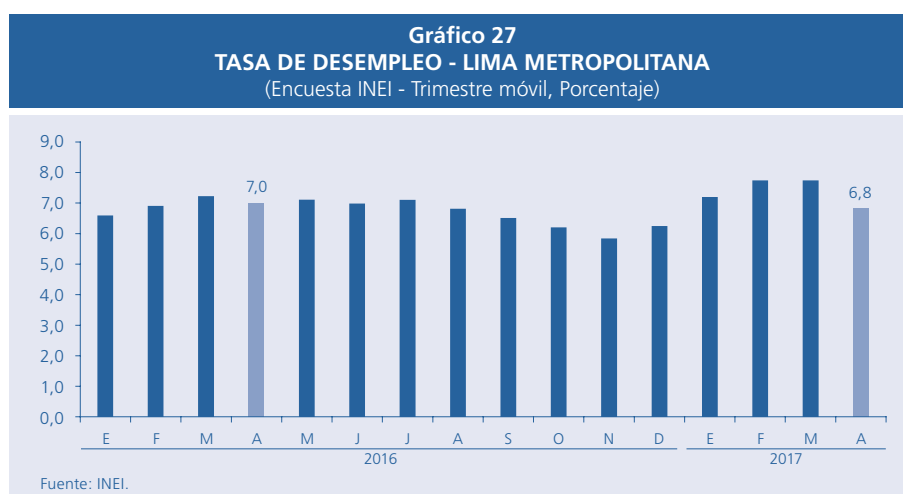


- b) El ingreso real de la Población Económicamente Activa (PEA) ocupada disminuyó 4,2 por ciento en abril de 2017 y acumuló cuatro meses de caída consecutivas.

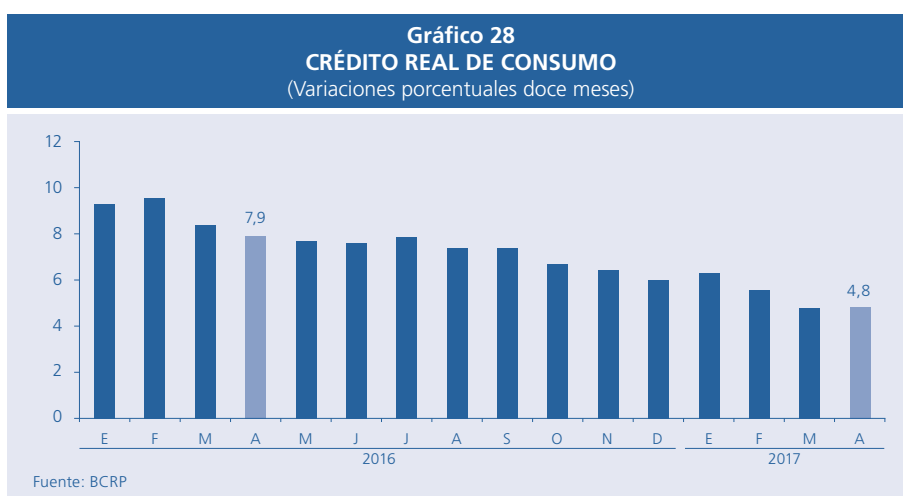


- c) Respecto al mercado laboral, las señales recientes no han sido tan favorables. Si bien la tasa de desempleo y el número de desempleados de Lima Metropolitana se redujeron en abril desde los altos niveles registrados en marzo, la tasa de subempleo aumentó durante el cuarto mes del año.

La tasa de desempleo en abril fue de 6,8 por ciento, menor al 7,0 por ciento de abril del año pasado. Cabe destacar que en dicho mes, la recuperación de la PEA Ocupada se debe al aumento del empleo informal en el sector comercio.

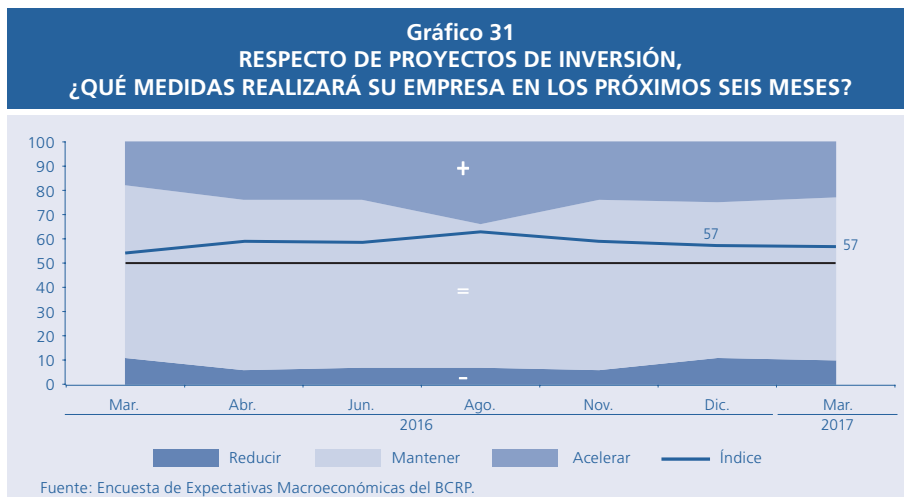
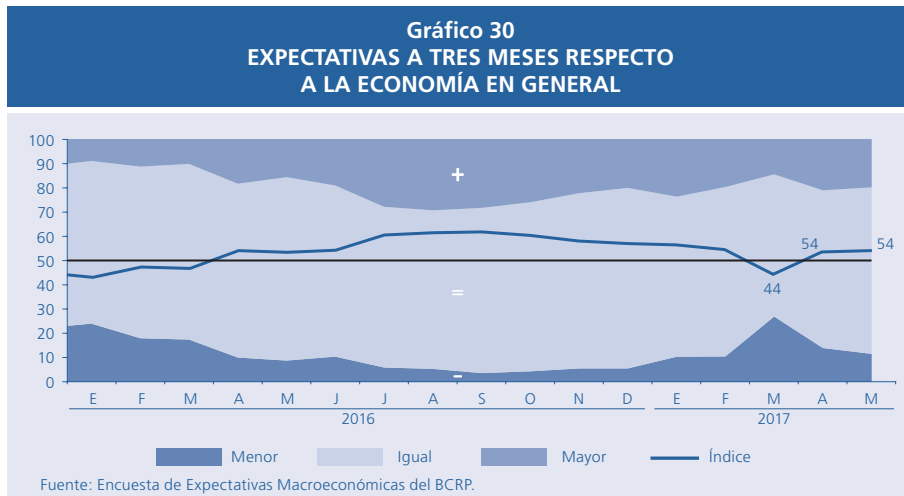
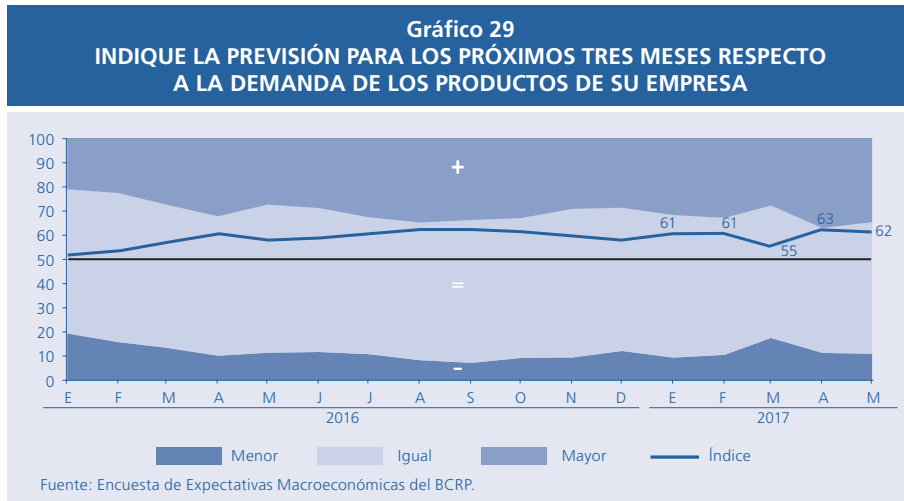


- d) El crédito de consumo se ha venido desacelerando, pasando su tasa de crecimiento real anual de 7,9 por ciento en abril de 2016 a 4,8 por ciento en abril de 2017.

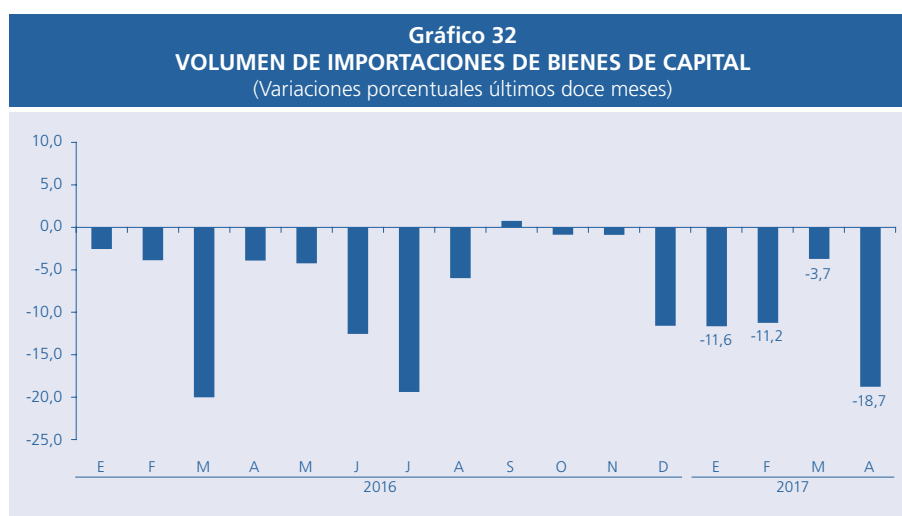


- e) Las expectativas de demanda a tres meses de las empresas se han mantenido en el tramo optimista y alcanzaron los 62 puntos en mayo, nivel superior al promedio del primer trimestre de 2017 (59 puntos), aunque ligeramente menor a la de abril. Las expectativas de los empresarios sobre la situación de la economía a tres meses alcanzaron los 54 puntos en mayo, manteniendo la recuperación iniciada en marzo de 2017. Asimismo, el indicador de expectativas de inversión a 6 meses muestra el mismo nivel registrado en diciembre de 2016 (57 puntos).





- f) El volumen de importaciones de bienes de capital, descontando materiales de construcción, indicador de la demanda de inversión, disminuyó 18,7 por ciento anual en abril de 2017 y acumuló una caída de 11,6 por ciento anual entre enero y abril de 2017.



- g) La encuesta de expectativas de crecimiento del PBI revela ajustes a la baja para el año 2017. Así, en el caso del sistema financiero y analistas económicos se registra una revisión de 3,5 a 2,6 por ciento entre febrero de 2017 y mayo de 2017; y entre los representantes de empresas no financieras de 3,8 a 3,0 por ciento. Para 2018 los agentes económicos esperan un crecimiento del PBI promedio de 3,7 por ciento.

Cuadro 20
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

| | | RI Dic.16 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
|--------------------------------|------|-----------|-----------|-----------|
| Sistema Financiero | 2017 | 4,2 | 3,5 | 2,6 |
| | 2018 | 4,0 | 4,0 | 3,6 |
| Analistas Económicos | 2017 | 4,2 | 3,5 | 2,6 |
| | 2018 | 4,2 | 3,8 | 3,6 |
| Empresas No Financieras | 2017 | 4,2 | 3,8 | 3,0 |
| | 2018 | 4,5 | 4,0 | 3,9 |

Fuente: Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP.

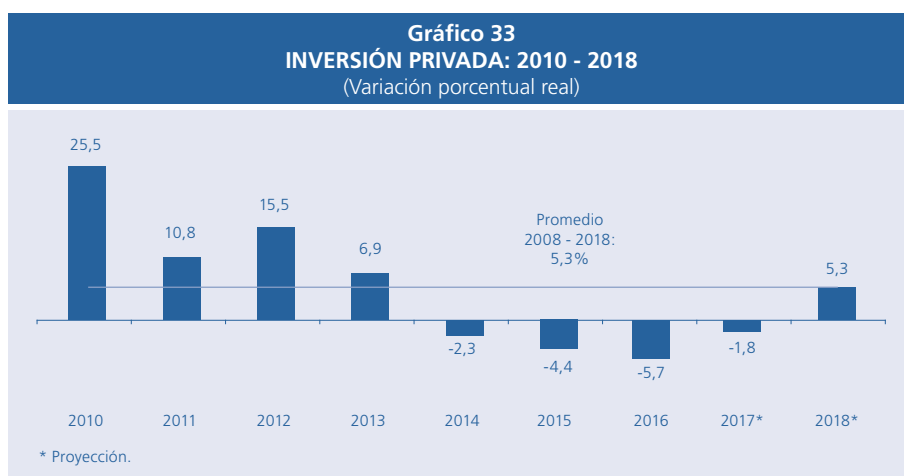
21. Para el año 2017, se espera un menor dinamismo del crecimiento que el considerado en el Reporte de marzo, como resultado del impacto de los choques negativos ya mencionados. Aun cuando el Fenómeno El Niño Costero ya se ha disipado desde abril, el efecto negativo asociado a la pérdida de riqueza seguirá afectando la evolución del consumo privado durante los trimestres restantes. La paralización

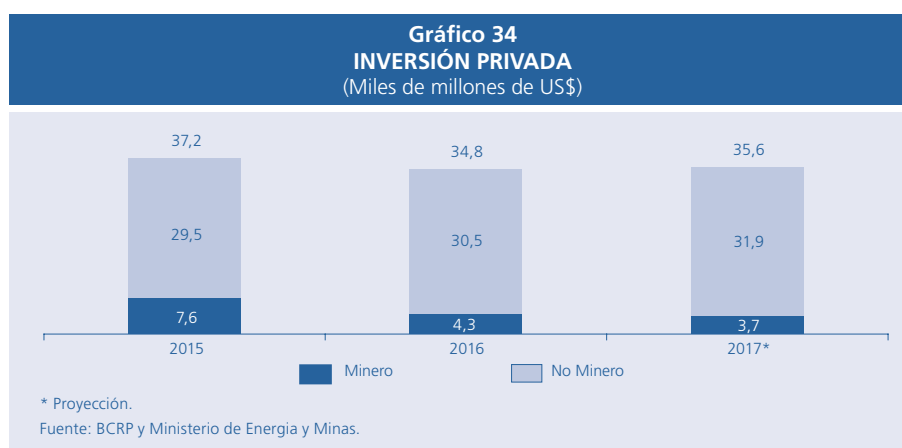




de los proyectos de infraestructura seguirá impactando la inversión privada. Por el contrario, se espera una recuperación del gasto público en los siguientes trimestres en la medida se ponga en marcha el proceso de reconstrucción y los estímulos fiscales anunciados. Como se consideró en el Reporte previo, en el corto plazo, el crecimiento del gasto de inversión pública permitiría compensar parcialmente parte de la caída esperada del gasto agregado. Por ello, en el presente Reporte se revisa la proyección de crecimiento del PBI para 2017 de 3,5 por ciento a 2,8 por ciento. Esta proyección considera un menor crecimiento del gasto público (dada la evolución registrada a mayo), un menor dinamismo del consumo privado y una caída de la inversión privada.

22. Para 2018, dado el impacto de los estímulos fiscales y la reconstrucción, se espera un mayor dinamismo de la demanda interna respecto al año previo y al Reporte de marzo, principalmente por el mayor gasto público en inversión. El consumo y la inversión privada retomarían gradualmente un mayor dinamismo, sustentado en la recuperación de la confianza y en el reinicio de las operaciones de los principales proyectos en concesión y en los anuncios de proyectos futuros de inversión. Con ello, se espera un crecimiento del PBI de 4,2 por ciento para 2018, mayor al 4,1 por ciento proyectado en el Reporte previo.
23. Para el año 2017, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de la **inversión del sector privado**, de 2,5 a -1,8 por ciento, principalmente por la paralización de obras de infraestructura y por una caída de la inversión minera, luego de la culminación de los proyectos de inversión de cobre. Asimismo, las expectativas de los inversionistas, aunque se han mantenido en el tramo optimista, han descendido a niveles menores respecto a años previos. Para el año 2018, se prevé que la inversión privada crecerá 5,3 por ciento, considerando la normalización de las condiciones de inversión reflejadas en la recuperación de la confianza empresarial y el avance de los proyectos anunciados y otorgados en concesión.





Cuadro 21
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2017 - 2018

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

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.





Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2017-2018 alcanzan US\$ 16,6 mil millones. Se espera un menor dinamismo por los retrasos en diferentes megaproyectos de inversión de infraestructura en el contexto de casos de corrupción que aún son materia de investigación.

Cuadro 22
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA 2017 - 2018
(Millones de US\$)

| | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
|-----------------|---------------|---------------|
| Minería | 5 480 | 5 125 |
| Hidrocarburos | 2 028 | 2 098 |
| Energía | 1 687 | 1 415 |
| Industria | 1 350 | 895 |
| Infraestructura | 2 858 | 2 698 |
| Otros Sectores | 4 610 | 4 418 |
| TOTAL | 18 013 | 16 649 |

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

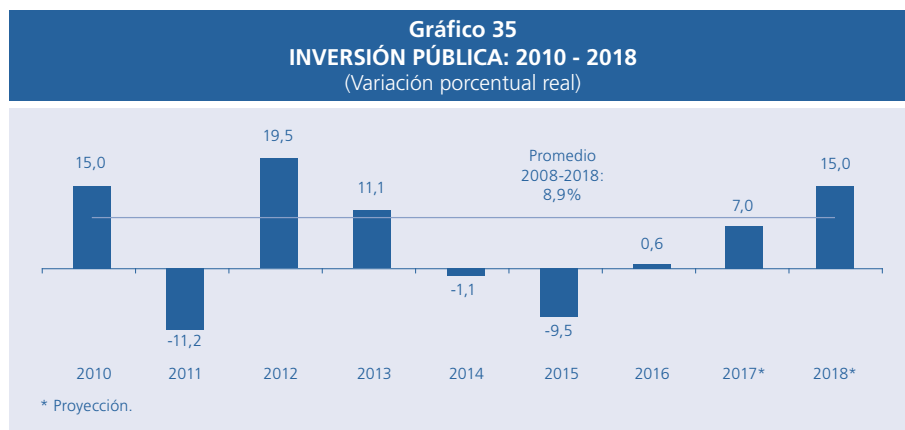
La inversión estimada en proyectos adjudicados en concesión entre 2016-2017 al mes de mayo alcanza US\$ 2,1 mil millones. Proinversión ha anunciado proyectos por adjudicar que involucran una inversión de US\$ 4,3 mil millones para el período 2017-2018.

Cuadro 23
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2016 - 2018
(Millones de US\$)

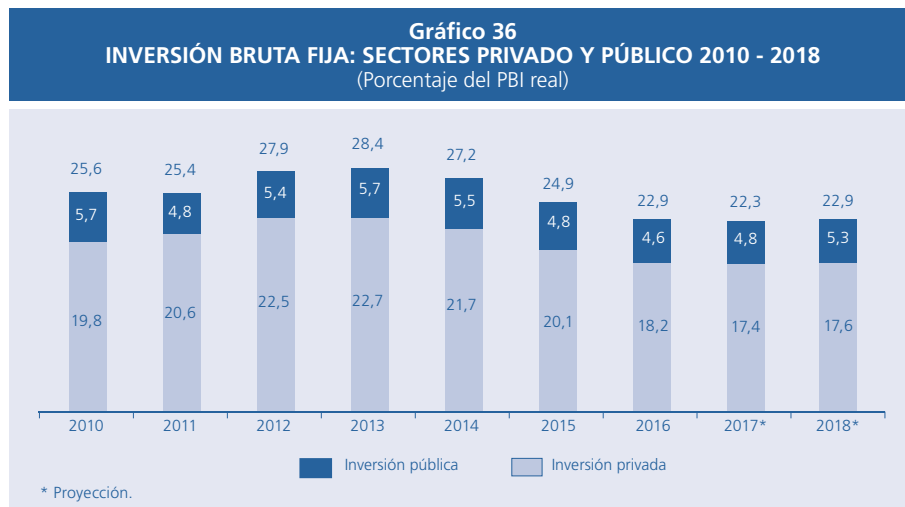
| | Inversión estimada |
|---|--------------------|
| A. Adjudicados | 2 088 |
| Concesiones Únicas para la Prestación de Servicios Públicos de Telecomunicaciones y Asignación de Tres Bloques de la Banda 698-806 MHz a nivel nacional | 1 680 |
| Central Hidroeléctrica San Gabán III | 371 |
| Línea de Transmisión Aguaytia-Pucallpa 138 kV | 37 |
| B. Por Adjudicar | 4 330 |
| B.1 Convocados | 2 281 |
| Obras de Cabecera y Conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima | 600 |
| Enlaces Mantaro - Nueva Yanango - Carapongo y Nueva Yanango - Nueva Huánuco y Subestaciones Asociadas | 509 |
| 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 Huancayo - Huancavelica | 204 |
| Hidrovia Amazónica | 95 |
| Línea de Transmisión 220 kV Tintaya - Azángaro | 59 |
| B.2 Por Convocar | 2 049 |
| Proyecto Minero Michiquillay | 1 950 |
| Repotenciación de Línea de Transmisión Carabaylo - Chimbote - Trujillo | 64 |
| Compensador Reactivo Variable en la Subestación La Planicie | 25 |
| Subestación Nueva Carhuaquero 220 kV | 10 |

Fuente: Proinversión.

24. Para el año 2017, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de la **inversión del sector público**, de 11,0 a 7,0 por ciento, principalmente por el menor desempeño observado durante el periodo enero-mayo de 2017. Para el año 2018, se contempla un escenario en donde el ritmo de gasto de las unidades ejecutoras se incrementa de 5,0 por ciento proyectado en el Reporte de marzo a 15,0 por ciento en el presente Reporte, teniendo en cuenta la política fiscal expansiva diseñada por el Gobierno orientada a la reconstrucción de infraestructura en respuesta a El Niño Costero.



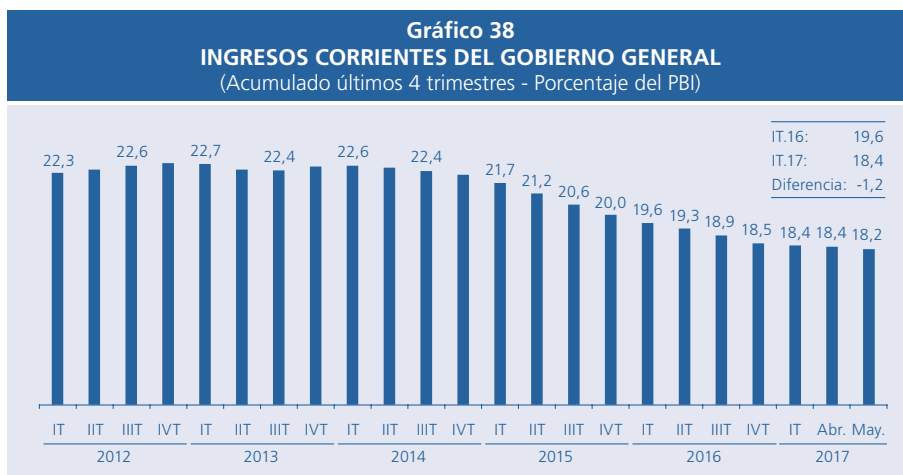
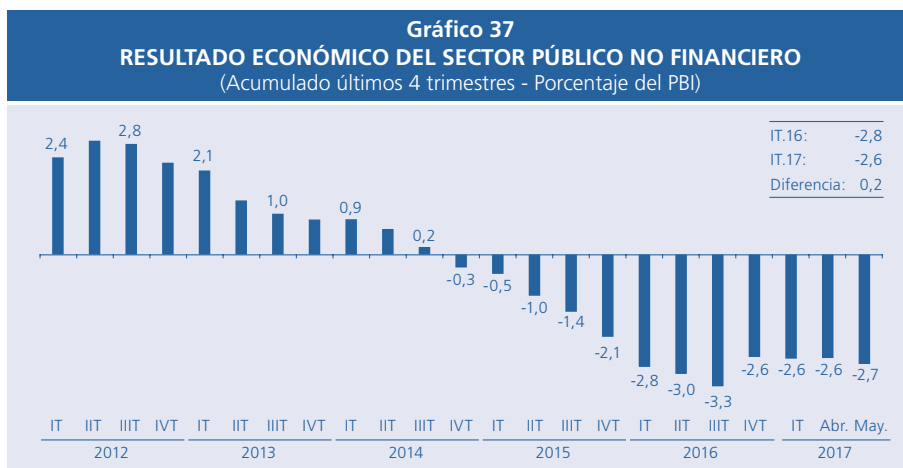
Considerando la evolución de la inversión privada y de la inversión pública, el ratio de inversión bruta fija a PBI se mantendría alrededor de 23 por ciento en el año 2018.

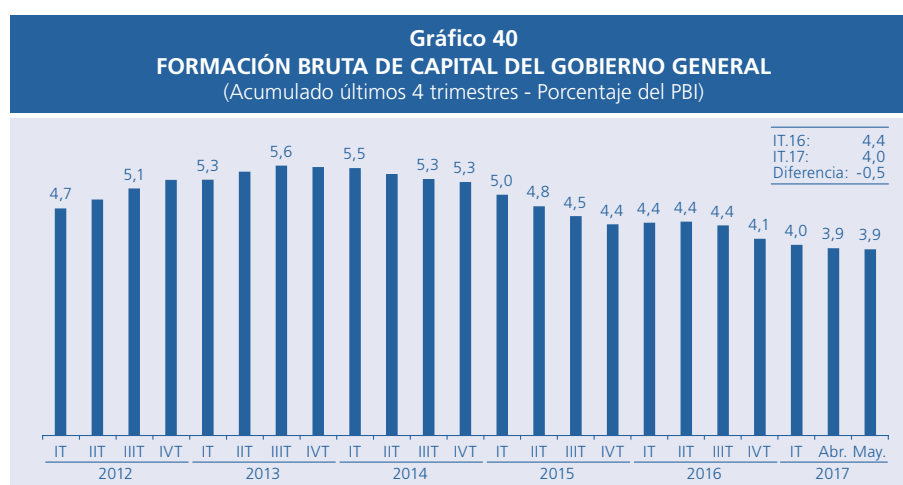
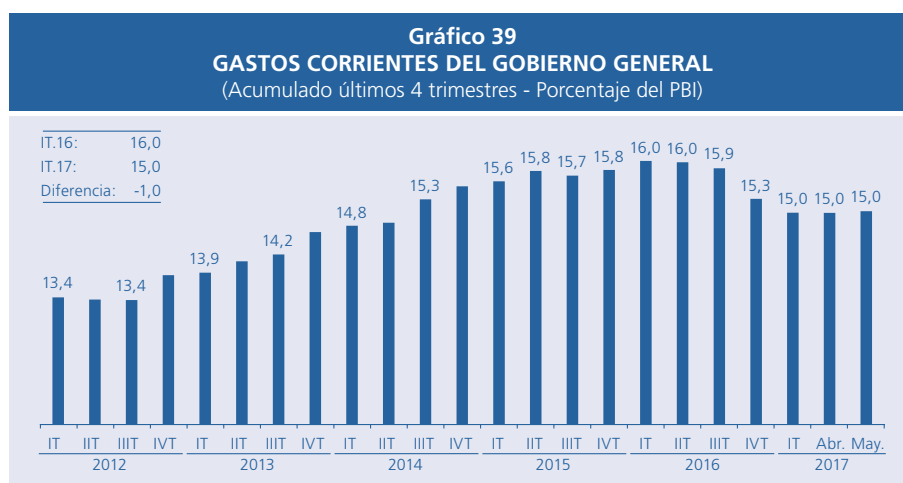




IV. Finanzas públicas

25. Tomando en cuenta la información acumulada en los doce meses que terminan en mayo de 2017 se observa un déficit fiscal equivalente a 2,7 por ciento del PBI con ingresos corrientes que llegan a 18,2 por ciento del PBI, gastos corrientes a 15,0 por ciento del PBI y formación bruta de capital a 3,9 por ciento del PBI.





26. El escenario fiscal contempla un fuerte estímulo fiscal desde el segundo semestre de 2017 y a lo largo de 2018. Este mayor estímulo fiscal es consistente con el cumplimiento de las metas de déficit propuestas por el gobierno en el Proyecto de Ley N° 1318, que plantea la ampliación del déficit meta de 2,5 a 3,0 por ciento del PBI en 2017 y de 2,3 a 3,5 por ciento del PBI en 2018, con el compromiso de retornar al déficit fiscal de 1,0 por ciento del PBI hacia 2021.

En este sentido, se estima que los niveles de déficit se incrementarían respecto al Reporte de marzo, de 2,8 por ciento a 3,0 por ciento del producto en 2017; y de 2,6 por ciento a 3,5 por ciento del PBI en 2018. Este incremento del déficit permite mantener una senda estable en el gasto no financiero (que pasaría de 20,0 por ciento del PBI en 2016 a 20,4 por ciento del PBI en 2018) que permita espacio fiscal para mayores gastos de reconstrucción.





Cuadro 24
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

| | 2016 | | 2017* | | | 2018* | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| 1. Ingresos corrientes del gobierno general^{1/} | 20,5 | 18,5 | 19,9 | 18,9 | 18,3 | 18,6 | 18,2 |
| <i>Variación % real</i> | -5,3% | -4,1% | 0,3% | 6,1% | 2,1% | 2,2% | 3,7% |
| 2. Gastos no financieros del gobierno general^{2/} | 17,7 | 20,0 | 16,8 | 20,5 | 20,2 | 20,1 | 20,4 |
| <i>Variación % real</i> | 9,9% | -2,4% | -2,4% | 7,0% | 4,7% | 1,4% | 5,3% |
| <i>Del cual:</i> | | | | | | | |
| <i>Gasto corriente</i> | 14,5 | 15,3 | 13,5 | 15,3 | 15,2 | 14,9 | 15,0 |
| <i>Variación % real</i> | 10,2% | 0,3% | -4,3% | 3,9% | 2,5% | 1,4% | 2,8% |
| <i>Formación bruta de capital</i> | 2,7 | 4,1 | 2,3 | 4,5 | 4,3 | 4,6 | 4,8 |
| <i>Variación % real</i> | 15,9% | -3,1% | -13,5% | 15,0% | 9,4% | 5,2% | 16,4% |
| 3. Otros | 0,4 | -0,1 | -0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| 4. Resultado primario (1-2+3) | 3,1 | -1,5 | 3,0 | -1,5 | -1,8 | -1,4 | -2,1 |
| 5. Intereses | 1,6 | 1,1 | 1,9 | 1,3 | 1,2 | 1,3 | 1,4 |
| 6. Resultado económico | 1,5 | -2,6 | 1,1 | -2,8 | -3,0 | -2,6 | -3,5 |
| <i>Nota:</i> | | | | | | | |
| <i>Resultado Económico Estructural</i> | 1,4 | -2,5 | 0,8 | -3,1 | -3,1 | -2,6 | -3,4 |

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

27. Los ingresos corrientes del gobierno general, medido en términos del PBI, han mostrado una evolución decreciente, en línea con la desaceleración de la actividad, las mayores devoluciones de impuestos por exportaciones, y en los últimos años, como consecuencia de medidas de recorte tributario.

En el periodo enero-mayo, los ingresos corrientes han caído 0,8 puntos porcentuales del producto respecto al observado el mismo periodo de 2016. Sin embargo, dicho resultado está influenciado por ingresos extraordinarios observados en ambos años. Eliminando tales efectos, la caída en enero-mayo habría alcanzado 1,1 puntos porcentuales del PBI. Dicho deterioro se concentra principalmente en el impuesto a la renta empresarial (-0,6 por ciento del PBI), que además de recoger el impacto de la menor dinámica de la economía, también se ha visto afectado negativamente por la aplicación del Régimen MYPE Tributario, que implica un menor pago a cuenta de las empresas bajo dicho régimen. Adicionalmente, también se contrajo el IGV (-0,3 por ciento del PBI), explicado en parte por el menor crecimiento de la demanda interna

y la aplicación del IGV Justo que se ha venido aplicando desde febrero de este año y que permite a las MYPE postergar el pago del impuesto por tres meses. Finalmente, se registraron mayores devoluciones de impuestos equivalentes a 0,1 por ciento del PBI.

Cabe indicar que en el periodo enero-mayo de 2017 se percibieron ingresos extraordinarios por la ejecución de la garantía al Consorcio Gasoducto Sur Peruano por S/ 875 millones, debido al incumplimiento por parte de la empresa, que determinó la terminación del contrato.

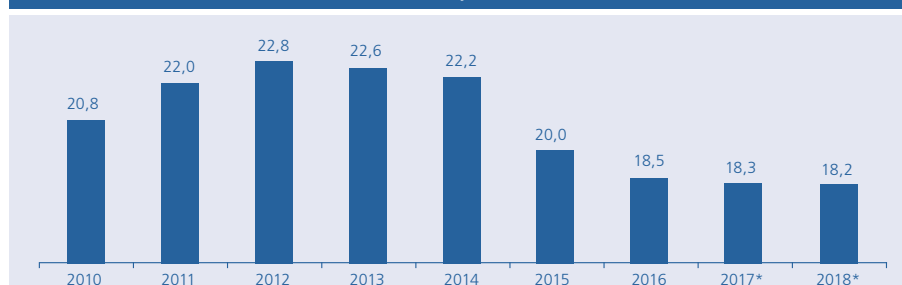
Tomando en cuenta la evolución de los ingresos tributarios, se ha revisado a la baja la proyección de los ingresos corrientes, de 18,9 por ciento del PBI a 18,3 por ciento del producto para el año 2017, y de 18,6 por ciento del PBI a 18,2 por ciento del producto para 2018. Esta proyección considera el efecto del paquete de medidas aprobadas entre diciembre de 2016 y enero de 2017.

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

| | 2016 | | 2017* | | | 2018* | |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | I Trím. | Año | I Trím. | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| INGRESOS TRIBUTARIOS | 15,9 | 14,0 | 14,3 | 14,1 | 13,6 | 14,0 | 13,7 |
| Impuesto a la Renta | 7,4 | 5,6 | 6,6 | 5,3 | 5,1 | 5,4 | 5,2 |
| Impuesto General a las Ventas | 8,7 | 8,0 | 8,3 | 7,8 | 7,8 | 7,9 | 7,9 |
| Impuesto Selectivo al Consumo | 1,0 | 0,9 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Impuesto a las Importaciones | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Otros ingresos tributarios | 1,3 | 1,7 | 1,2 | 2,1 | 2,0 | 1,8 | 1,8 |
| Devoluciones de impuestos | -2,7 | -2,5 | -3,1 | -2,2 | -2,5 | -2,2 | -2,3 |
| INGRESOS NO TRIBUTARIOS | 4,6 | 4,5 | 5,7 | 4,8 | 4,8 | 4,6 | 4,6 |
| TOTAL | 20,5 | 18,5 | 19,9 | 18,9 | 18,3 | 18,6 | 18,2 |

* Proyección.
 RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 41
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2010 - 2018
 (Porcentaje del PBI)



* Proyección.

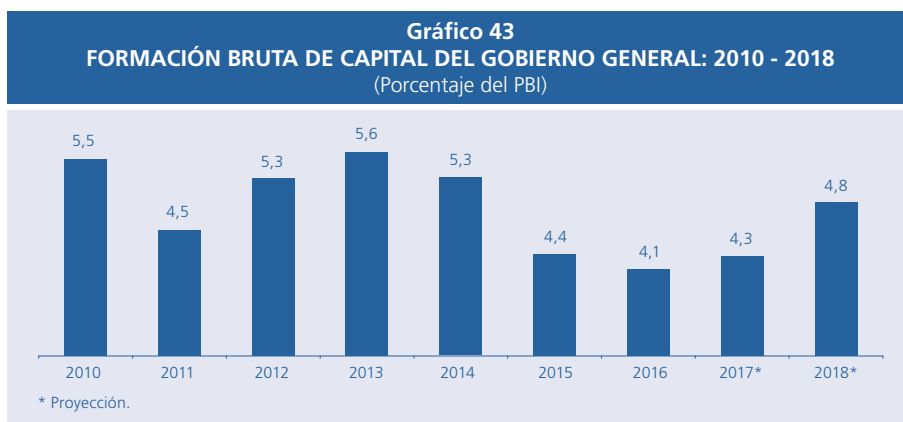
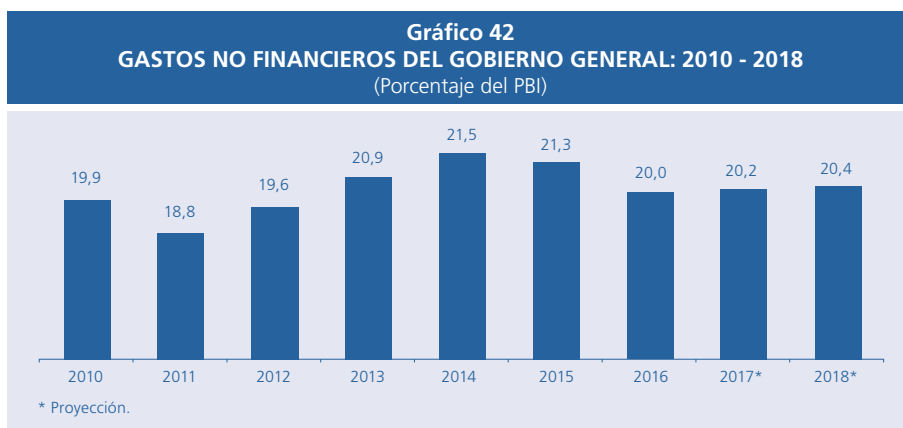




Gasto público

28. El gasto público ha continuado descendiendo en los tres niveles de gobierno. En el periodo enero-mayo la caída fue equivalente a 0,7 puntos porcentuales del PBI, particularmente por el gasto corriente nacional. Para el resto del año, se espera una reversión gradual de esta evolución al materializarse los estímulos fiscales y los gastos para atender los desastres de El Niño Costero. En este sentido, a diferencia del Reporte previo, se ha revisado ligeramente a la baja la proyección del gasto público para 2017, particularmente el de inversión, dado el rezago en la ejecución del gasto en periodo enero-mayo. Así, el crecimiento del gasto en formación bruta de capital se ha revisado a 9,4 por ciento en términos reales (desde un 15 por ciento esperado en el Reporte de marzo).

Por el contrario, para el año 2018, la proyección del gasto, en términos del PBI, se eleva ligeramente respecto al Reporte previo, y se recompone hacia un mayor gasto de inversión sustentado principalmente en los gastos de reconstrucción.



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

| | 2016 | | 2017* | | | 2018* | |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| GASTO CORRIENTE | 14,5 | 15,3 | 13,5 | 15,3 | 15,2 | 14,9 | 15,0 |
| Gobierno Nacional | 10,2 | 10,5 | 9,2 | 10,5 | 10,4 | 10,3 | 10,3 |
| Gobiernos Regionales | 2,8 | 3,1 | 2,8 | 3,1 | 3,1 | 3,0 | 3,0 |
| Gobiernos Locales | 1,6 | 1,7 | 1,5 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 |
| GASTO DE CAPITAL | 3,2 | 4,7 | 3,3 | 5,3 | 5,1 | 5,1 | 5,5 |
| Formación Bruta de Capital | 2,7 | 4,1 | 2,3 | 4,5 | 4,3 | 4,6 | 4,8 |
| Gobierno Nacional | 1,1 | 1,4 | 0,7 | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 1,7 |
| Gobiernos Regionales | 0,5 | 0,9 | 0,5 | 1,0 | 0,9 | 1,0 | 1,0 |
| Gobiernos Locales | 1,1 | 1,8 | 1,1 | 1,9 | 1,9 | 2,0 | 2,1 |
| Otros | 0,5 | 0,6 | 1,0 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| TOTAL | 17,7 | 20,0 | 16,8 | 20,5 | 20,2 | 20,1 | 20,4 |
| Gobierno Nacional | 11,8 | 12,5 | 11,0 | 12,9 | 12,6 | 12,5 | 12,7 |
| Gobiernos Regionales | 3,3 | 4,0 | 3,2 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,1 |
| Gobiernos Locales | 2,7 | 3,5 | 2,6 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,7 |

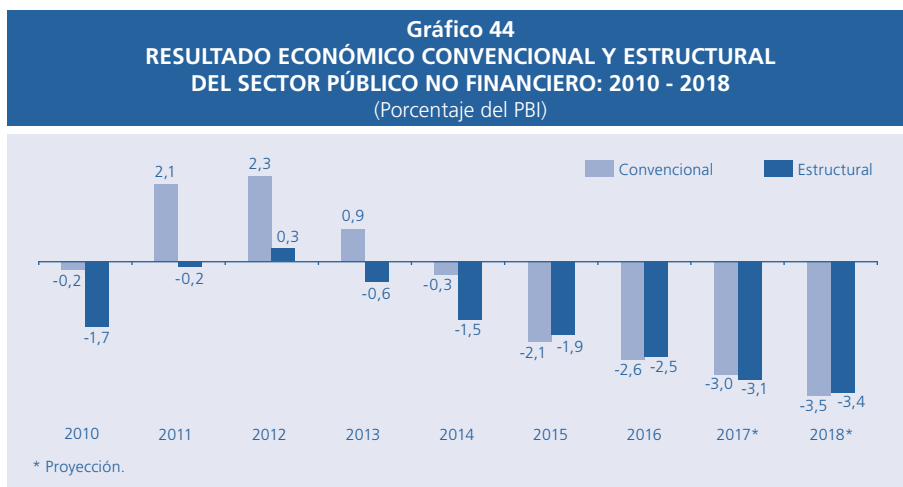
* Proyección.
 RI: Reporte de Inflación.

El Presupuesto Institucional Modificado (PIM) de inversión del gobierno general asciende a S/ 37,4 mil millones. Los principales proyectos del gobierno nacional (38 por ciento del total) se encuentran en el sector Transportes (S/ 6 554 millones), destacando la Línea 2 del Metro de Lima y Callao, carretera Puerto Bermúdez-San Alejandro y la Integración Vial Tacna-La Paz. Por su parte, en el sector Vivienda tiene proyectos por S/ 1 294 millones, destacando los servicios para la nueva ciudad de Olmos.

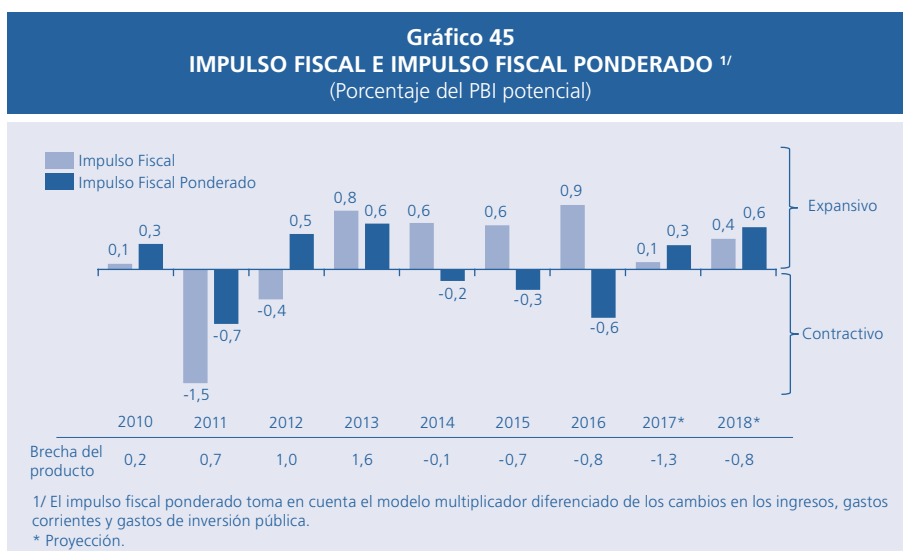
Resultado Estructural e Impulso Fiscal

29. El **resultado económico estructural** es un indicador que se diferencia del resultado económico convencional porque deduce de este último los efectos transitorios tales como los vinculados al ciclo económico y los efectos de los precios de *commodities* relevantes para nuestra economía. El resultado económico estructural fue deficitario en 2,5 por ciento del PBI en 2016, en tanto que para 2017 y 2018 se proyecta un déficit estructural creciente de 3,1 y 3,4 por ciento, respectivamente.





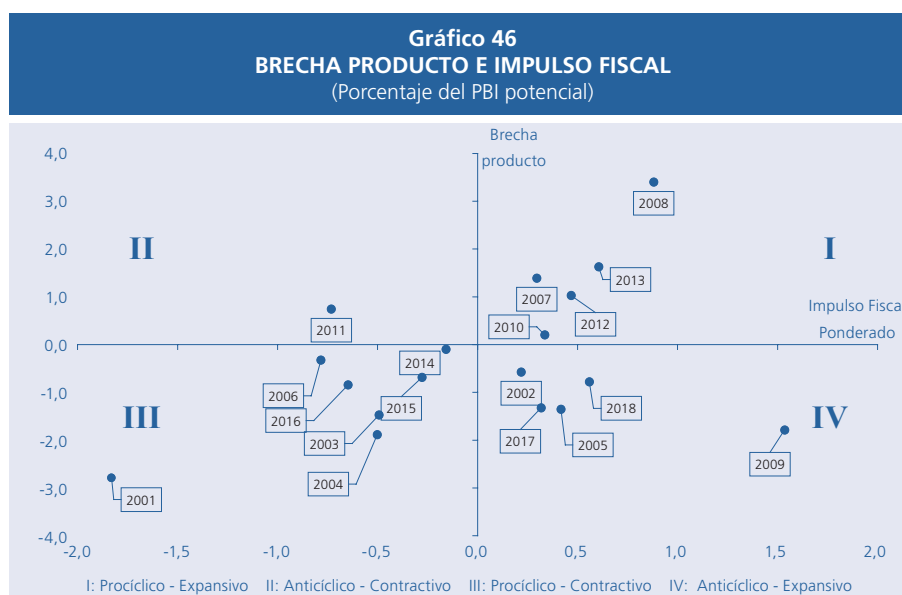
30. Para determinar el efecto de cambios en los ingresos y gastos del fisco en el ciclo económico se toma en cuenta el efecto multiplicador de estos. Con ello, el impulso fiscal ponderado de 2016 fue contractivo, mientras que para 2017 se espera que la posición fiscal sea, por el contrario, algo expansiva (0,3 por ciento del PBI) y concentrada en el segundo semestre. Este resultado obedecería al mayor efecto multiplicador de la inversión pública. Por ese mismo motivo, el crecimiento de la inversión pública de 15 por ciento para 2018 conlleva un impulso fiscal ponderado de 0,6 puntos porcentuales del PBI.



| Cuadro 27 IMPULSO FISCAL | | | | |
|--|-------------|-------------|------------|------------|
| | 2015 | 2016 | 2017* | 2018* |
| 1. Impulso Fiscal (a+b) | 0,6 | 0,9 | 0,1 | 0,4 |
| a. Por Ingresos | 0,9 | 1,6 | -0,1 | 0,1 |
| b. Por Gastos ^{1/} (i+ii) | -0,3 | -0,8 | 0,2 | 0,3 |
| i. Corrientes | 0,1 | -0,1 | -0,2 | -0,1 |
| ii. Capital | -0,4 | -0,7 | 0,4 | 0,5 |
| 2. Impulso Ponderado^{2/} | -0,3 | -0,6 | 0,3 | 0,6 |

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

El siguiente gráfico muestra la relación entre el impulso fiscal ponderado y la brecha del PBI. El impulso fiscal ponderado mide el impacto en la actividad económica de los cambios discretos en ingresos y gastos públicos ponderados por un estimado de su efecto multiplicador. Un impulso fiscal ponderado positivo implica que la postura fiscal es expansiva, y estimula la demanda agregada.



En el gráfico se distinguen cuatro cuadrantes en función al valor (positivo o negativo) del impulso fiscal y de la brecha del PBI. Los cuadrantes I y III corresponden a posturas fiscales procíclicas pues en estas regiones la política fiscal es expansiva cuando la





economía se encuentra en auge (cuadrante I) o es contractiva cuando la economía se encuentra en la etapa recesiva (cuadrante III), lo que puede amplificar el ciclo económico. Los cuadrantes II y IV corresponden a posturas fiscales contracíclicas en las que el fisco es contractivo cuando la economía está en auge (cuadrante II) y expansivo en periodos de menor crecimiento (cuadrante IV), lo que corresponde a un manejo que mitiga las fluctuaciones económicas.

Los datos ejecutados de los últimos 16 años muestran que en 10 periodos la política fiscal ha sido procíclica. En contraste, en el escenario de proyección 2017-2018 se desarrollaría una expansión fiscal en una coyuntura de menor crecimiento, lo que constituye una política contracíclica.

Deuda pública

31. El financiamiento requerido para cubrir el déficit fiscal y la amortización de la deuda pública pasa de S/ 32 mil millones en 2016 (donde hubo mayores amortizaciones por S/ 15 mil millones) a S/ 27 mil millones en 2017, y a S/ 33 mil millones en 2018. En términos de PBI, este requerimiento financiero va de 4,8 por ciento del PBI en 2016 a 3,9 por ciento del producto en 2017 y 4,4 por ciento del PBI en 2018.

La deuda bruta del Sector Público No Financiero se ubicaría en 26,6 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, en tanto que la deuda neta aumentaría a 13,4 por ciento del producto hacia 2018.

Cuadro 28
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

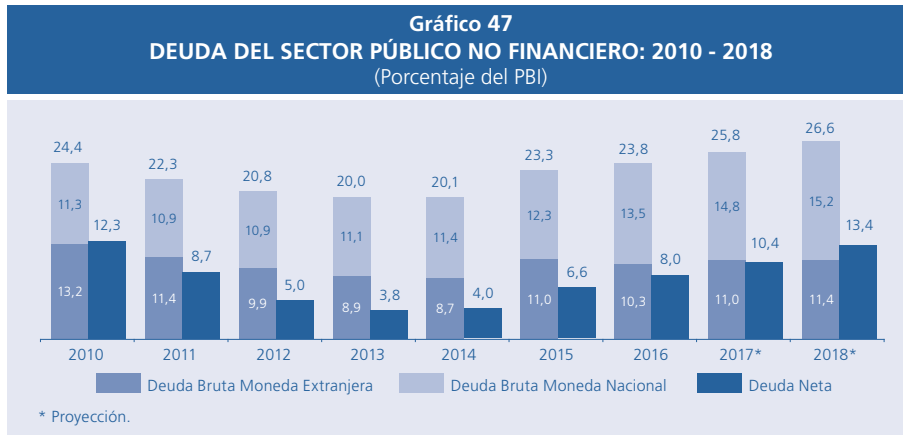
| | 2016 | | 2017* | | | 2018* | |
|--|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | I Trim. | Año | I Trim. | RI Mar.17 | RI Jun.17 | RI Mar.17 | RI Jun.17 |
| I. USOS | -1 185 | 31 751 | -612 | 24 597 | 27 449 | 26 080 | 32 746 |
| 1. Amortización | 1 106 | 14 830 | 1 141 | 4 872 | 6 122 | 6 269 | 6 338 |
| a. Externa | 505 | 5 636 | 754 | 2 951 | 4 216 | 4 067 | 4 091 |
| b. Interna | 601 | 9 195 | 386 | 1 921 | 1 905 | 2 202 | 2 247 |
| <i>Del cual: bonos de reconocimiento</i> | 114 | 629 | 203 | 822 | 818 | 814 | 859 |
| 2. Resultado económico (signo negativo indica superávit) | -2 291 | 16 920 | -1 753 | 19 725 | 21 327 | 19 811 | 26 408 |
| II. FUENTES | -1 185 | 31 751 | -612 | 24 597 | 27 449 | 26 080 | 32 746 |
| 1. Desembolsos y otros | 6 931 | 30 050 | 5 443 | 21 405 | 29 076 | 21 429 | 22 060 |
| 2. Variación de Depósitos y Otros ^{1/} | -8 116 | 1 701 | -6 056 | 3 192 | -1 627 | 4 651 | 10 686 |
| Nota: | | | | | | | |
| Porcentaje del PBI | | | | | | | |
| Saldo de deuda pública bruta | 22,8 | 23,8 | 22,9 | 24,5 | 25,8 | 25,4 | 26,6 |
| Saldo de deuda pública neta ^{2/} | 6,2 | 8,0 | 7,4 | 9,9 | 10,4 | 12,0 | 13,4 |

* Proyección.

1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

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

RI: Reporte de Inflación





Recuadro 1

MEDIDAS EXTRAORDINARIAS PARA LA RECONSTRUCCIÓN FRENTE A DESASTRES

El gobierno promulgó la Ley 30556 para facilitar la reconstrucción luego del evento del Niño Costero. Este marco legal establece que la reconstrucción se hará sobre la base de un Plan Integral, que será elaborado por una nueva Autoridad para la Reconstrucción con Cambios (ARCC) y aprobado por el Consejo de Ministros.

La nueva ARCC contará con un Director Ejecutivo quien tendrá rango de ministro y con un Directorio de cuatro ministros encargado del seguimiento del Plan Integral. La Autoridad usará los recursos del Fondo para Intervenciones ante la ocurrencia de Desastres Naturales (FONDES) creado por Ley 30458 así como donaciones de la cooperación nacional e internacional. La norma autoriza a todas las entidades del sector público a realizar transferencias financieras al FONDES para ejecutar las intervenciones contenidas en el Plan Integral. Con este fin se exonera a todas las entidades de las limitaciones para realizar modificaciones presupuestarias establecidas en la Ley de Presupuesto

A fin de acelerar el proceso de reconstrucción la norma otorga las siguientes herramientas de gestión a las entidades públicas que ejecuten proyectos del Plan Integral:

- Adjudicación Simplificada: Las contrataciones se realizarán como Adjudicación Simplificada, procedimiento más rápido que las licitaciones públicas o los concursos públicos convencionales.
- Concurso Oferta con precios unitarios: Esta modalidad permite contratar la elaboración del expediente técnico y la ejecución de la obra en un solo proceso. En el sistema de Precios Unitarios la oferta se formula proponiendo un precio para cada ítem considerado en las partidas de gasto de la obra.
- Proveedores Extranjeros: Se les exonera del requisito de inscripción en el Registro Nacional de Proveedores para presentar sus propuestas.
- Convenios con Organismos Internacionales: La ejecución se podrá encargar a organismos internacionales, pues es un mecanismo más rápido que el convencional.
- Obras por Impuestos: Las obras de reconstrucción se podrán ejecutar con este mecanismo, extendiendo su uso no solo a proyectos de inversión, sino también a inversiones de optimización, ampliación marginal, de reposición y de rehabilitación. Además del costo de obra se reconocerá 2 por ciento como costo financiero.
- Facilidades Administrativas: Todo procedimiento administrativo necesario para ejecutar el Plan Integral se realiza sin costo y en un plazo máximo de 7 días hábiles y estará sujeto a silencio administrativo positivo.
- Disponibilidad de predios: Todas las entidades públicas de los tres niveles de gobierno ponen sus terrenos o predios a disposición de la Autoridad para ejecutar el Plan.
- Zonas de Alto Riesgo: Los que vivan en zonas de alto riesgo no mitigable deberán renunciar a su propiedad para acceder a cualquier beneficio del Plan.

Enfoques para la reconstrucción y experiencias exitosas

El Banco Mundial³ distingue tres formas de organizar institucionalmente el proceso de reconstrucción luego de un desastre. Todas tienen fortalezas y debilidades y todas han tenido éxito cuando resultaron adecuadas a las características del país y al desastre enfrentado.

MODALIDADES INSTITUCIONALES PARA LA RECONSTRUCCIÓN

| Fortalezas | Debilidades | Recomendación |
|---|--|--|
| A: Crear una entidad nueva a cargo de la reconstrucción | | |
| Independiente y enfocada; proporciona forma de asignar recursos y contratar; Puede manejar arreglos financieros complejos con donantes; Simplifica consultas con entidades del gobierno. | Riesgo de duplicar esfuerzos con ministerios de línea; Toma tiempo clarificar roles y responsabilidades; Puede no tener apoyo a nivel local; Tendencia a sobrevivir a la coyuntura de desastre; Onerosa (gasto de local y personal) Si se crea una para cada desastre no se acumula experiencia. | Adecuada para desastres de gran escala; También cuando desastre afecta la estructura del gobierno. Es importante incluir fecha de cierre de la agencia. |
| B: Crear un grupo de trabajo a partir de ministerios de línea | | |
| Aumenta coordinación entre sectores; Claramente temporal, pues funcionarios asignados regresarán a sus sectores; El líder puede provenir fuera del Estado | El grupo puede no estar suficientemente empoderado; Puede debilitar ministerios de línea; Los ministerios pueden no tener conocimiento en reconstrucción; Pueden tener dificultad para captar cooperación internacional. | Pueden ser útiles para que el staff de los ministerios acumule experiencia de recuperación luego de desastres. |
| C: Ministerios administran plan nacional de recuperación frente al desastre | | |
| Da responsabilidad a los expertos de cada sector; Mayor apoyo local, Todos los sectores absorben lecciones para mitigar riesgos en sus operaciones normales; Es más probable que experiencia se use en futuros desastres. | Sobrecarga a los gobiernos subnacionales que no tengan capacidades; Sobrecarga a los ministerios (carga normal más reconstrucción). Es posible que los subnacionales no sea capaces de cumplir obligaciones de reconstrucción. | Requiere que antes del desastre se haya trabajado en planificar, entrenar al personal en un plan nacional de desastres. Requiere que los ministerios de línea tengan el personal idóneo; Funciona mejor en países con gobiernos subnacionales fuertes. |

Además de establecer la forma institucional para llevar a cabo las tareas de reconstrucción, el Banco Mundial recomienda que los esfuerzos de reconstrucción se ejecuten siguiendo estos lineamientos generales:

- El gobierno debe liderar el esfuerzo de definir la política de reconstrucción y debe coordinar su implementación. Estas políticas deben comunicarse al público.
- Los arreglos institucionales deben reflejar la política de reconstrucción. La agencia encargada de la reconstrucción debe tener un mandato claro, estructura flexible y un plan operativo definido.

3 Jha,A. et. al. (2010) "Safer Homes Stronger Communities. A Handbook for Reconstructing After Natural Disasters" World Bank. Washington D.C.





- Dicha entidad, sea nueva o un comité temporal, debe trabajar en forma cercana con los ministerios de línea y otras entidades para cumplir con su mandato.
- Se deben establecer los mecanismos para coordinar y financiar las acciones de las entidades locales, nacionales e internacionales involucradas en la reconstrucción, y se debe compartir información entre ellas.
- Los fondos se deben asignar en forma equitativa y deben mantenerse dentro de límites predefinidos. Los controles amplios y el monitoreo cercano de todas las fuentes de recursos minimizan la corrupción.

La práctica internacional muestra algunas experiencias exitosas:

EJEMPLOS DE EXPERIENCIAS EXITOSAS DE RECONSTRUCCIÓN

| País/ Año | Entidad | Comentario |
|---|--|---|
| Colombia/1999 (Terremoto en Armenia) | Fondo para la Reconstrucción Económica y Social del Eje Cafetalero (FOREC) | Entidad nueva, con independencia funcional y normativa. Directorio compuesto por el gobierno central y local y el sector privado. Se contó con evaluación temprana y detallada de daños, y se planificó la intervención para mitigar riesgos. Adecuado fondeo y uso de capacidades subnacionales preexistentes para administrar el uso del suelo. Ejecución descentralizada basada en ONG's y en menor medida en gobiernos locales. Cobertura temporal a damnificados adecuada que dio tiempo para planificar intervención. |
| Irán/ 2003 (Terremoto en Bam) | Steering Committee | Grupo de trabajo basado en ministerios de línea. Comité incluyó 5 ministros y los jefes de varias entidades relacionadas con vivienda y cultura. Contó con autonomía para fijar la política de reconstrucción que incluyó el rediseño de las áreas afectadas y la ejecución a cargo de la entidad nacional de vivienda. |
| México / 1985 (Terremoto en México D.F.) | Renovación Habitacional Popular (RHP) | Agencia nueva formada con personal de los ministerios sin experiencia previa en reconstrucción. Luego de inicio caótico, pudo planificar la construcción de viviendas multifamiliares a los afectados. Contaba con fondeo adecuado y autonomía. En los 2 años de su mandato construyó 48 mil viviendas. |

En el Perú, la de experiencia reconstrucción asociada al terremoto de Pisco de 2007 mostró limitaciones, pues los niveles de coordinación y centralización de decisiones no se definieron desde el principio. Así, la entidad creada –FORSUR (Ley 29078)- contaba con un Directorio que tenía, además del Presidente de FORSUR, tres presidentes regionales, cinco ministros y dos empresarios. La asignación de recursos era una tarea colegiada del Directorio, mientras que el Presidente de FORSUR tenía la función de coordinar las acciones de todos los actores involucrados.

FORSUR era una unidad ejecutora de la PCM, y se encontraba sujeta a los procedimientos públicos para la aprobación de cada proyecto y su acceso a recursos. La mayor parte de su operación se encontraba en Lima y el nivel de coordinación con los municipios y de comunicación al público era bajo.

Asimismo, no se contó con una evaluación rápida de los daños y necesidades causadas por el desastre, lo que implicó que los esfuerzos para apoyar a esta población no se prioricen en forma adecuada.

Debido a estas dificultades la ejecución de proyectos a cargo de FORSUR fue menor a la anticipada, lo que hizo necesario reestructurar dicha entidad en el año 2009 (D.U.089-2009), reemplazando el Directorio con la figura de un Presidente Ejecutivo y facilitando el proceso de asignación de recursos a las unidades ejecutoras.

En este sentido, el diseño de la nueva Autoridad para la Reconstrucción con Cambios sería superior a FORSUR pues el Director Ejecutivo cuenta con rango de ministro y elaborará el plan de reconstrucción. Asimismo los procedimientos de contratación serán simplificados y la fuente de recursos (FONDES) está claramente identificada.



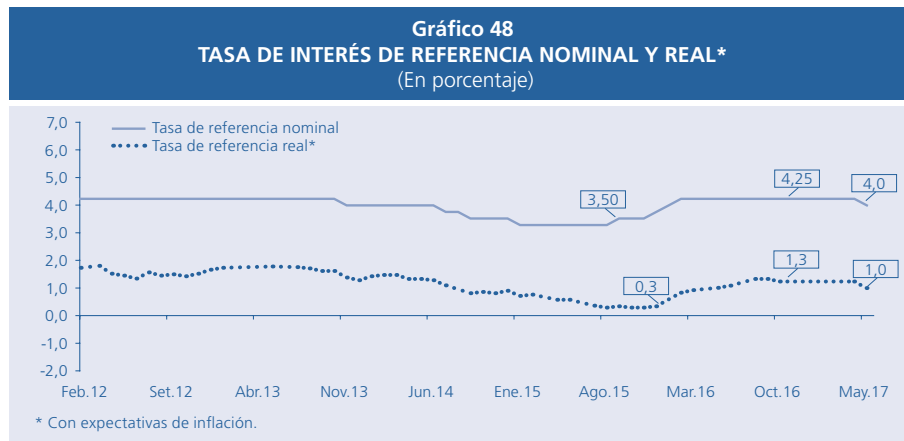


V. Política monetaria y mercados financieros

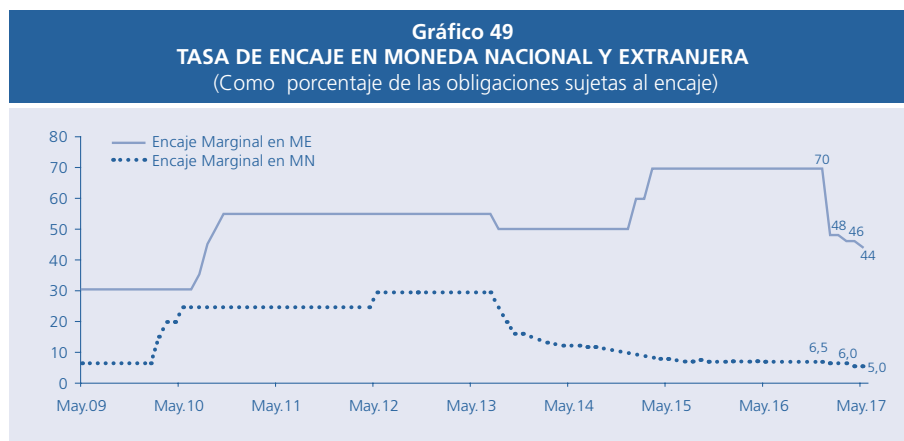
Acciones de política monetaria

32. Desde el Reporte de Inflación anterior la política monetaria enfrentó el reto de sostener su posición expansiva, en el marco de un incremento transitorio de los precios originado en el lado de la oferta, principalmente de alimentos. En marzo, por efecto de este evento, la tasa de inflación mensual registró su mayor incremento en 19 años (1,3 por ciento), con lo que su tasa interanual se ubicó en 3,97 por ciento. En este contexto, el Directorio mantuvo la tasa de referencia en 4,25 por ciento en abril, pero dio una señal clara de pronta flexibilización de la posición de política monetaria, precisando que se encontraba *“especialmente atento a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, sobre todo a aquella referida a la reversión que se viene dando en los choques de oferta, para flexibilizar en el corto plazo la posición de política monetaria”*. El comunicado tuvo un impacto inmediato en las tasas de interés a plazos en el mercado monetario que mostraron en previsión de una pronta reducción de la tasa de referencia, reducciones a partir de mediados de abril. En mayo, el Directorio del Banco Central de Reserva del Perú acordó reducir la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 25 puntos básicos a 4,0 por ciento. Con ello, se observó una reducción adicional en las tasas del mercado monetario.

Este incremento transitorio en la inflación se revirtió mayormente en abril y mayo, meses en los que la tasa de inflación fue negativa en -0,26 y - 0,42 por ciento, respectivamente. Con ello, la inflación mensual promedio para el trimestre marzo-mayo fue de 0,21 por ciento, equivalente a una tasa de inflación anualizada de 2,6 por ciento, dentro del rango meta. En este periodo las expectativas de inflación se incrementaron transitoriamente a 3,05 por ciento en abril para luego reducirse a 2,92 por ciento en mayo, y la inflación sin alimentos y energía, que excluye los componentes más volátiles de la canasta de consumo, ha mostrado una clara tendencia a la baja, registrando una tasa interanual de 2,54 por ciento a mayo.



Durante los meses de abril y mayo, el BCRP continuó con las políticas de flexibilización de la liquidez en soles y dólares iniciadas este año. En soles, se redujo la tasa de encaje en moneda nacional de 6,0 a 5,0 por ciento, con lo que se inyectó alrededor de S/ 500 millones en un contexto de menor crecimiento del crédito al sector privado. En moneda extranjera, en mayo se redujo de 46 a 44 por ciento el límite máximo de la tasa media de encaje y la tasa marginal. Ello como medida preventiva ante los aumentos anticipados de las tasas de interés internacionales.



Operaciones Monetarias

33. Entre marzo y mayo, las operaciones monetarias del Banco Central se orientaron a mantener niveles adecuados de liquidez en moneda nacional, en un periodo caracterizado por mayor demanda de moneda doméstica para atender el pago de impuesto por regularización del impuesto a la renta, y un mayor apetito de





inversionistas institucionales por bonos de gobierno. En este contexto, el BCRP inyectó liquidez mediante la compra de moneda extranjera en el mercado *spot* por US\$ 1 577 millones, y la renovación parcial de las operaciones de repo de monedas y repos de valores a plazos. Cabe recordar que estas operaciones se utilizaron durante los años 2014 y 2015, como parte integral del programa de desdolarización del crédito, para limitar potenciales presiones en las tasas de interés del mercado monetario. En la medida que se ha venido observando un ritmo de crecimiento de los depósitos en soles mayor que el de los créditos en esta moneda, la demanda por parte de la banca de estos instrumentos ha sido algo menor.

Como resultado de estas operaciones, de febrero a mayo el saldo de repos pasó de representar el 11,7 al 11,1 por ciento de los activos netos del BCRP. Además, los depósitos del sector público se mantuvieron como el pasivo más importante del BCRP y aumentaron su participación en los activos netos del BCRP de 32,9 por ciento a 34,6 por ciento en el mismo periodo. Esta mayor acumulación de depósitos públicos refleja tanto la recaudación asociada al periodo de pago de impuestos por regularización del impuesto a la renta, como los ingresos obtenidos por parte del fisco por la emisión de bonos del Tesoro. Entre marzo y mayo, los depósitos del sector público en el BCRP se incrementaron en S/. 5 802 millones.

| Cuadro 29 | | | | | |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP | | | | | |
| (Como porcentaje de los Activos Netos) | | | | | |
| | Dic.14 | Dic.15 | Dic.16 | Feb.17 | May.17 |
| I. Activos netos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Reservas Internacionales Netas | 94,9% | 87,4% | 87,8% | 88,3% | 88,9% |
| | (US\$ 62 307 mills.) | (US\$ 61 485 mills.) | (US\$ 61 686 mills.) | (US\$ 62 291 mills.) | (US\$ 63 414 mills.) |
| Repos | 5,1% | 12,6% | 12,2% | 11,7% | 11,1% |
| II. Pasivos netos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 1. Depósitos totales del Sector Público | 36,9% | 32,7% | 34,0% | 32,9% | 34,6% |
| En moneda nacional | 18,7% | 13,0% | 12,2% | 11,6% | 14,0% |
| En moneda extranjera | 18,2% | 19,7% | 21,8% | 21,3% | 20,7% |
| 2. Depósitos totales del sistema financiero | 27,0% | 37,1% | 33,4% | 32,7% | 31,6% |
| En moneda nacional | 7,7% | 4,5% | 4,6% | 4,0% | 3,9% |
| En moneda extranjera | 19,4% | 32,6% | 28,8% | 28,8% | 27,7% |
| 3. Instrumentos del BCRP | 9,8% | 10,0% | 11,1% | 14,0% | 12,8% |
| CD BCRP | 8,0% | 6,5% | 9,9% | 12,6% | 12,0% |
| CDR BCRP | 1,3% | 3,0% | 0,3% | 0,1% | 0,0% |
| Depósitos a Plazo | 0,0% | 0,4% | 0,0% | 1,1% | 0,7% |
| Depósitos overnight | 0,5% | 0,1% | 0,9% | 0,2% | 0,1% |
| 4. Circulante | 19,7% | 15,7% | 17,2% | 16,1% | 16,3% |
| 5. Otros | 6,5% | 4,5% | 4,3% | 4,3% | 4,7% |

El BCRP continuó con subastas regulares de CDBCRP, tres veces por semana, a los plazos de 6, 12 y 18 meses, ello con la finalidad de regular la liquidez de la

banca y contribuir al desarrollo de la curva de rendimiento de corto plazo en soles.

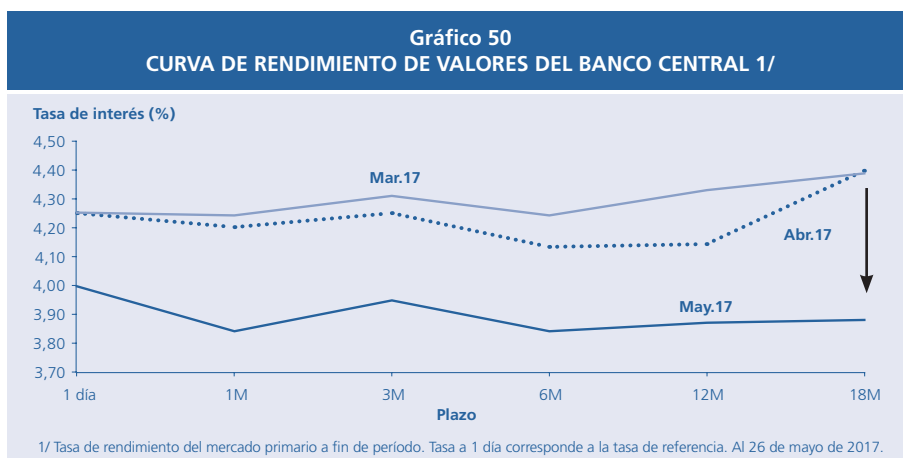
Cuadro 30
TASA DE INTERÉS DE SUBASTA DE CD BCRP POR PLAZOS
(Porcentaje)

| | Meses | | | | |
|-----------|-------|------|------|------|------|
| | 1 | 3 | 6 | 12 | 18 |
| 1-Mar-17 | | | | | 4,80 |
| 2-Mar-17 | | | | 4,62 | |
| 6-Mar-17 | | | 4,45 | | |
| 8-Mar-17 | | 4,37 | | | 4,79 |
| 9-Mar-17 | 4,26 | 4,33 | | 4,61 | |
| 10-Mar-17 | | 4,32 | | | 4,73 |
| 13-Mar-17 | | 4,31 | 4,44 | | 4,75 |
| 14-Mar-17 | | | 4,43 | 4,55 | |
| 15-Mar-17 | | | 4,43 | 4,54 | 4,72 |
| 16-Mar-17 | | | 4,43 | 4,54 | |
| 17-Mar-17 | 4,26 | | 4,43 | | |
| 20-Mar-17 | | | 4,43 | 4,56 | |
| 22-Mar-17 | | | | | 4,71 |
| 23-Mar-17 | | | | 4,60 | |
| 24-Mar-17 | 4,23 | | | 4,46 | |
| 27-Mar-17 | | | 4,33 | 4,40 | 4,47 |
| 28-Mar-17 | 4,12 | | 4,24 | 4,34 | |
| 29-Mar-17 | 4,19 | | | | 4,41 |
| 30-Mar-17 | 4,24 | | | 4,33 | 4,39 |
| 3-Abr-17 | | | 4,26 | | |
| 5-Abr-17 | | | | | 4,40 |
| 10-Apr-17 | | | 4,15 | | |
| 12-Apr-17 | | | | | 4,33 |
| 17-Apr-17 | | | 4,14 | 4,21 | 4,30 |
| 18-Apr-17 | | | 4,14 | 4,18 | 4,27 |
| 19-Apr-17 | | | 4,13 | 4,17 | 4,25 |
| 20-Apr-17 | | | 4,13 | 4,16 | 4,22 |
| 21-Apr-17 | | | | 4,14 | |
| 24-Apr-17 | | | 4,13 | | |
| 25-Apr-17 | | | 4,12 | 4,12 | |
| 26-Apr-17 | | | 4,12 | 4,11 | 4,20 |
| 27-Apr-17 | | | 4,10 | 4,11 | |
| 3-May-17 | | | | | 4,15 |
| 4-May-17 | | | | 4,11 | |
| 8-May-17 | | | 4,05 | | |
| 10-May-17 | | | 4,00 | 4,05 | 4,07 |
| 11-May-17 | | | 4,00 | 4,00 | 4,03 |
| 12-May-17 | | | 3,84 | 3,90 | |
| 15-May-17 | | | 3,86 | 3,91 | |
| 16-May-17 | 3,82 | 3,85 | 3,87 | | |
| 17-May-17 | 3,84 | 3,95 | 3,87 | | 3,92 |
| 18-May-17 | | | 3,90 | 3,91 | |
| 22-May-17 | | | 3,88 | | |
| 24-May-17 | | | | | 3,92 |
| 25-May-17 | | | | 3,87 | |
| 29-May-17 | | | 3,84 | | |
| 31-May-17 | | | | | 3,88 |

Fuente: BCRP

Las tasas de interés de las emisiones primarias de CDBCRP descendieron en promedio 37 puntos básicos entre marzo y mayo de 2017. La curva de rendimiento de mayo presenta una forma invertida a plazos entre *overnight* y 1 mes, y entre 3 y 6 meses, comportamiento que se asocia a la expectativa del mercado de mayores reducciones en la tasa de referencia en los próximos meses.





Tasas de interés

34. Las tasas de interés del mercado monetario en soles se anticiparon en línea con la reducción en 25 puntos básicos en la tasa de referencia del Banco Central en mayo de 2017 y con el comunicado de abril. La tasa interbancaria convergió rápidamente a su nuevo nivel de referencia de 4,0 por ciento y la tasa preferencial activa corporativa disminuyó 31 puntos básicos entre marzo y mayo, en un entorno de mayor disponibilidad de fondos en las empresas bancarias que refleja las recientes medidas de encaje. De forma similar, las tasas del mercado crediticio disminuyeron en todos los segmentos (26 puntos básicos en promedio), a excepción de la tasa del sector consumo que presenta un nivel alto de morosidad. El segmento de pequeñas empresas destaca por la mayor reducción en su tasa (48 puntos básicos).

En el caso de las tasas de interés pasivas en soles, éstas se redujeron entre marzo y mayo en 20 puntos básicos para los plazos entre 31 y 180 días, al igual que las tasas para los depósitos para plazos mayores, que pasaron de 4,67 a 4,56 por ciento.

Cuadro 31
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(En porcentaje)

| | | Dic.15 | Set.16 | Dic.16 | Mar.17 | Abr.17 | May.17 |
|----------------|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Pasivas | Depósitos hasta 30 días | 3,88 | 3,95 | 4,31 | 4,05 | 4,12 | 4,09 |
| | Depósitos a plazo de 31 a 180 días | 4,53 | 4,47 | 4,73 | 4,42 | 4,60 | 4,22 |
| | Depósitos a plazo de 181 a 360 días | 4,59 | 4,70 | 4,91 | 4,67 | 4,73 | 4,56 |
| Activas | Corporativos | 6,18 | 6,07 | 5,88 | 5,78 | 5,91 | 5,71 |
| | Grandes Empresas | 7,12 | 7,23 | 7,12 | 7,52 | 7,43 | 7,23 |
| | Medianas Empresas | 10,23 | 10,74 | 10,39 | 10,47 | 10,39 | 10,21 |
| | Pequeñas Empresas | 20,45 | 21,59 | 21,65 | 21,54 | 20,32 | 21,06 |
| | Consumo | 44,03 | 44,01 | 46,77 | 45,24 | 45,81 | 46,32 |
| | Hipotecario | 8,95 | 8,82 | 8,52 | 8,73 | 8,70 | 8,65 |

Fuente: BCRP y SBS.

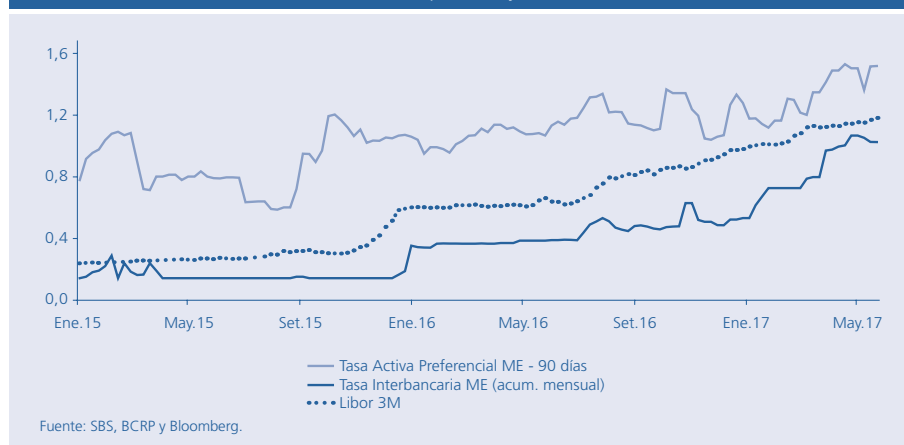
En el caso de las tasas de interés en dólares, las tasas del mercado de dinero continuaron incrementándose en mayo, en línea con los aumentos de las tasas de interés internacionales. Así, mientras que la tasa interbancaria se incrementó de 0,82 a 1,06 por ciento; la tasa activa preferencial corporativa subió, de 1,38 a 1,55 por ciento. Por tipo de crédito, la mayoría de segmentos presentó mayores tasas (incremento promedio de 41 puntos básicos), a excepción del sector hipotecario, cuya tasa se ubica 9 puntos por debajo del nivel de marzo de 2017. En el caso de las tasas de interés pasivas, al plazo de hasta 30 días la tasa de interés se incrementó de 0,50 a 0,63 por ciento; mientras que a plazos entre 31 y 360 días, las tasas aumentaron en promedio 18 puntos básicos.

Cuadro 32
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA
(En porcentaje)

| | Dic.15 | Set.16 | Dic.16 | Mar.17 | Abr.17 | May.17 | |
|----------------|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Pasivas | Depósitos hasta 30 días | 0,16 | 0,22 | 0,23 | 0,50 | 0,58 | 0,63 |
| | Depósitos a plazo de 31 a 180 días | 0,38 | 0,49 | 0,51 | 0,69 | 0,82 | 1,09 |
| | Depósitos a plazo de 181 a 360 días | 0,56 | 0,53 | 0,60 | 0,80 | 0,92 | 0,84 |
| Activas | Corporativos | 2,33 | 3,00 | 2,47 | 3,03 | 3,11 | 3,19 |
| | Grandes Empresas | 5,54 | 5,18 | 5,02 | 5,12 | 5,05 | 5,28 |
| | Medianas Empresas | 8,06 | 7,37 | 6,91 | 7,07 | 6,97 | 6,86 |
| | Pequeñas Empresas | 11,26 | 10,00 | 10,67 | 9,83 | 9,69 | 10,59 |
| | Consumo | 32,07 | 32,38 | 32,08 | 32,54 | 33,20 | 33,46 |
| | Hipotecario | 6,71 | 6,46 | 6,14 | 6,35 | 6,27 | 6,26 |

Fuente: BCRP y SBS.

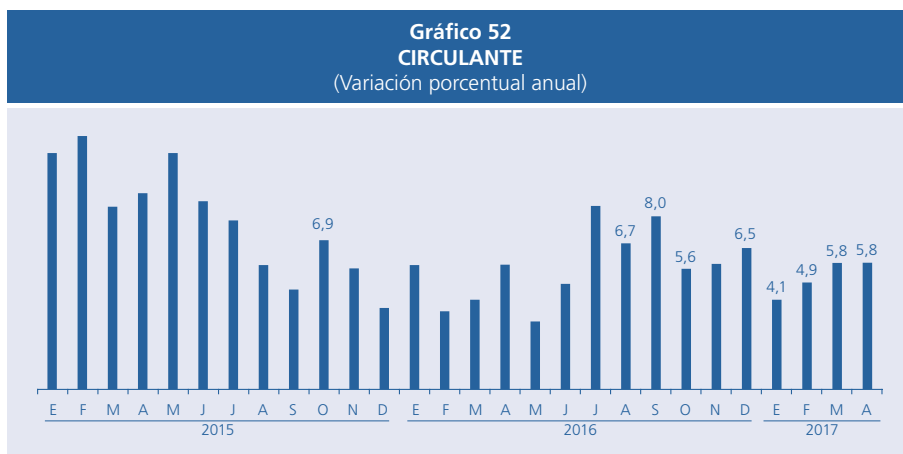
Gráfico 51
TASA PREFERENCIAL ACTIVA CORPORATIVA A 90 DÍAS,
TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT Y TASA LIBOR A 3 MESES EN DÓLARES
(En porcentaje)



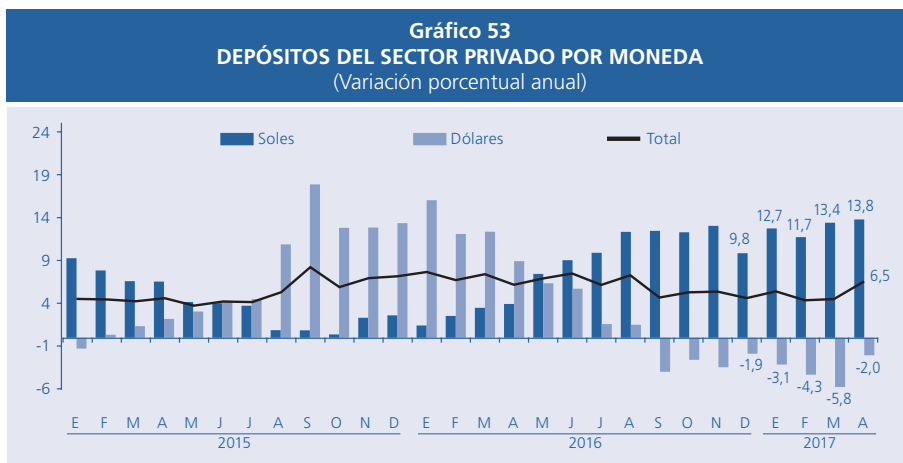


Liquidez

35. El circulante, agregado monetario más asociado a transacciones, creció 6,0 por ciento en mayo de 2017 respecto a los últimos doce meses, nivel similar al observado en marzo (5,8 por ciento).



La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado pasó de 4,5 por ciento en marzo a 6,5 por ciento en abril. Por monedas, el crecimiento de los depósitos en soles pasó de 13,4 por ciento en marzo a 13,8 por ciento en el mismo periodo, mientras que la tasa de variación de los depósitos en dólares pasó de -5,8 por ciento a -2,0 por ciento. Este resultado fue consecuente con una mayor preferencia del público por ahorrar en moneda local en respuesta a menores expectativas de depreciación, que hacen más atractivo el ahorro en moneda doméstica.



Cuadro 33
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
 (Variaciones porcentuales anuales)

| | Dic.15 | Mar.16 | Jun.16 | Set.16 | Dic.16 | Mar.17 | Abr.17 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 Circulante | 3,8 | 4,1 | 4,9 | 8,0 | 6,5 | 5,8 | 5,8 |
| 2 Depósitos en moneda nacional | 2,6 | 3,5 | 9,0 | 12,4 | 9,8 | 13,4 | 13,8 |
| 3 Depósitos totales ^{1/} | 7,2 | 7,4 | 7,5 | 4,6 | 4,6 | 4,5 | 6,5 |
| 4 Liquidez en moneda nacional | 3,0 | 4,1 | 8,4 | 11,1 | 9,0 | 11,4 | 11,0 |
| 5 Liquidez total ^{1/} | 6,5 | 7,1 | 7,5 | 5,1 | 5,0 | 4,6 | 5,9 |
| 6 Crédito al sector privado en moneda nacional | 28,0 | 23,1 | 17,0 | 9,5 | 7,2 | 5,7 | 5,0 |
| 7 Crédito al sector privado total ^{1/} | 8,0 | 7,7 | 7,1 | 5,0 | 5,6 | 5,4 | 5,1 |

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

El coeficiente de dolarización de los depósitos se mantuvo en 49 por ciento en abril. Por tipo de depósitos, se ha observado una menor dolarización de los depósitos de personas (principalmente de vista y a plazo). Por su parte, la dolarización de los depósitos de empresas disminuyó en el caso de los depósitos a la vista, pero se incrementó en el caso de los depósitos de ahorro y plazo.

Cuadro 34
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO
 (En porcentaje)

| | Dic.14 | Dic.15 | Set.16 | Dic.16 | Ene.17 | Feb.17 | Mar.17 | Abr.17 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Empresas | 50,7 | 55,5 | 56,2 | 54,3 | 53,5 | 53,3 | 52,8 | 53,5 |
| Vista | 47,1 | 50,6 | 53,5 | 52,2 | 53,6 | 50,5 | 50,3 | 49,9 |
| Ahorro | 63,6 | 68,9 | 62,1 | 57,6 | 68,4 | 66,2 | 64,5 | 67,3 |
| Plazo | 61,8 | 71,7 | 65,0 | 62,7 | 49,4 | 61,9 | 59,0 | 63,2 |
| Personas | 33,7 | 40,3 | 37,6 | 36,3 | 36,3 | 36,2 | 36,1 | 36,2 |
| Vista | 48,0 | 50,6 | 53,5 | 52,2 | 53,1 | 50,5 | 50,3 | 49,9 |
| Ahorro | 35,2 | 40,7 | 41,3 | 40,0 | 40,0 | 40,2 | 39,6 | 39,7 |
| Plazo | 30,8 | 38,5 | 32,0 | 30,7 | 30,6 | 30,1 | 29,8 | 29,5 |
| CTS | 33,9 | 33,6 | 32,4 | 30,1 | 29,8 | 29,8 | 29,9 | 29,9 |
| Otros a plazo | 29,5 | 40,3 | 31,8 | 31,0 | 30,9 | 30,2 | 29,8 | 29,3 |
| Fondo de pensiones | 62,0 | 68,3 | 58,9 | 56,9 | 57,6 | 57,4 | 57,1 | 56,9 |
| Fondos Mutuos | 60,5 | 67,4 | 62,5 | 63,4 | 63,2 | 64,1 | 63,4 | 63,4 |
| TOTAL | 49,2 | 54,9 | 50,8 | 49,1 | 49,2 | 49,1 | 48,9 | 49,0 |

Para el período 2017-2018, se prevé que el proceso de desdolarización de la liquidez continúe dadas las menores expectativas de depreciación, lo que juntamente con tasas en soles mayores que en dólares se espera contribuyan a hacer más atractivo el

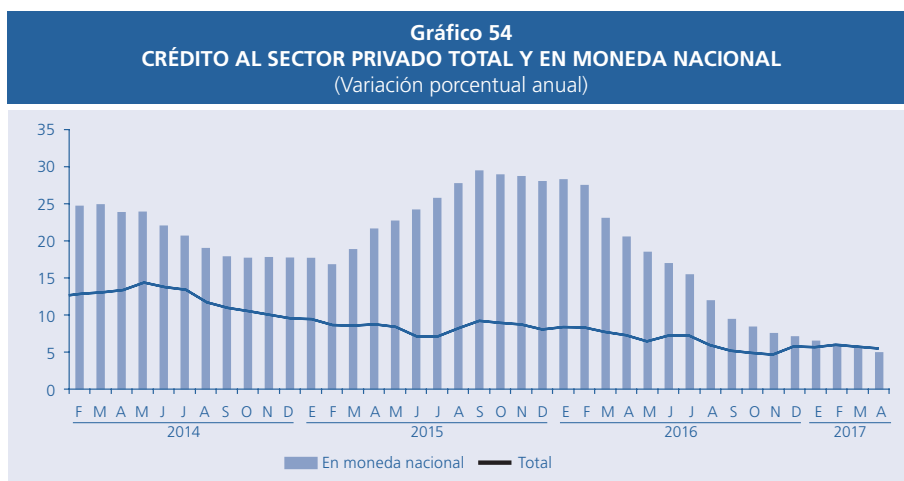




ahorro en moneda doméstica. En consecuencia, se prevé tasas de crecimiento de los depósitos en moneda nacional superiores al 10,0 por ciento para los siguientes dos años.

Crédito al sector privado

36. El crédito al sector privado creció 5,4 por ciento interanual en abril, explicado principalmente por el crédito a personas (6,5 por ciento), así como el crédito corporativo y gran empresa (6,1 por ciento). Referente al crédito a personas, se observa que el crecimiento de los préstamos hipotecarios y del resto de consumo mantienen tasas cercanas a las registradas al cierre de 2016 (4,9 por ciento y 10,2 por ciento, respectivamente). Asimismo, se continúa con el proceso de desdolarización de los préstamos hipotecarios, al registrarse una tasa de variación interanual negativa de 8,0 por ciento para el crédito en dólares.



Cuadro 35
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual anual)

| | Abr.16 | Dic.16 | Abr.17 |
|-------------------|------------|------------|------------|
| Moneda Nacional | 20,6 | 7,2 | 5,0 |
| Moneda Extranjera | -15,5 | 2,1 | 6,2 |
| Total | 7,2 | 5,6 | 5,4 |

Referente al crédito otorgado a empresas, al mes de abril se aprecia un mayor dinamismo con respecto a lo registrado en 2016 (salvo para las colocaciones a medianas empresas). En particular, resalta el crecimiento interanual del crédito

corporativo y gran empresa (6,1 por ciento frente el 4,7 por ciento registrado en 2016). Sin embargo, el mayor dinamismo en este rubro se concentra en las colocaciones en dólares (16,3 por ciento), y en menor medida, tal situación también se registra en el crédito para la pequeña y microempresa.

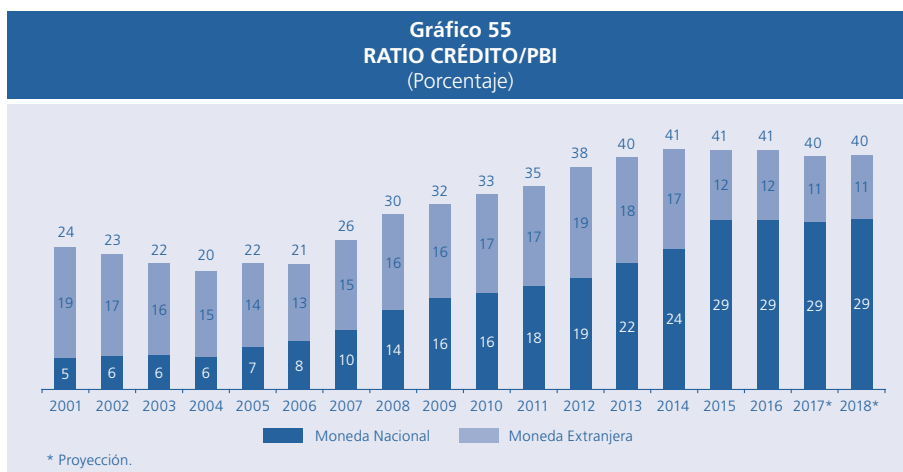
Cuadro 36
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL
(Tasa de crecimiento anual)

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

Por su parte, la desaceleración del crédito a medianas empresas, así como el menor dinamismo del crédito vía tarjeta de créditos han coadyuvado a la ligera reducción del crecimiento del crédito al mes de abril, cuya tasa de crecimiento interanual es ligeramente menor a lo registrado el 2016 (5,6 por ciento). Adicionalmente, destaca el mayor dinamismo del crédito en moneda extranjera (6,2 por ciento en abril frente el 2,1 por ciento de diciembre de 2016), en contraste con lo observado para el crédito en soles (5,0 por ciento en abril frente al 7,2 por ciento de diciembre de 2016).

Para el horizonte de proyección 2017-2018, se prevé que las tasas de crecimiento del crédito al sector privado y la liquidez evolucionen de acuerdo con el ritmo de crecimiento del PBI nominal, previéndose para el resto del año un mayor dinamismo de las colocaciones en soles. En particular, se prevé para 2017 un crecimiento del crédito total de 5,0 por ciento con un crecimiento del crédito en soles de 6,1 por ciento y 2,3 por ciento en dólares, que corresponde principalmente al crecimiento corporativo y gran empresa registrado en el primer semestre. Asimismo, el mayor dinamismo proyectado del crédito en soles se sustenta en la recuperación de los sectores no primarios de la economía. Con ello, se prevé que el ratio de crédito sobre PBI se mantendrá durante el año 2017 en 40 por ciento.





Desdolarización del crédito

37. Al mes de abril, el coeficiente de dolarización, a tipo de cambio constante, se mantiene en 29 por ciento. Por su parte, continúa la desdolarización del crédito a personas, especialmente el hipotecario y vehicular, lo cual condice los objetivos del programa de desdolarización implementado.

Cuadro 37
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(En porcentajes)

| | Dic.14 | Dic.15 | Dic.16 | Mar.17 | Abr.17 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Crédito a empresas | 48,4 | 38,7 | 38,3 | 38,3 | 38,2 |
| Corporativo y gran empresa | 59,8 | 46,5 | 49,3 | 49,8 | 49,7 |
| Medianas empresas | 59,3 | 47,6 | 42,9 | 42,2 | 42,0 |
| Pequeña y microempresa | 11,5 | 8,8 | 7,0 | 6,3 | 6,1 |
| Crédito a personas | 20,0 | 15,9 | 13,3 | 12,6 | 12,5 |
| Consumo | 9,5 | 7,9 | 6,9 | 6,6 | 6,6 |
| Vehiculares | 68,9 | 44,6 | 26,8 | 24,1 | 23,7 |
| Tarjetas de crédito | 6,6 | 6,4 | 6,4 | 6,3 | 6,5 |
| Resto | | | | | |
| Hipotecario | 33,9 | 26,8 | 22,4 | 21,1 | 20,9 |
| TOTAL | 38,2 | 30,5 | 29,2 | 28,8 | 28,7 |
| <i>A tipo de cambio constante</i> | <i>41,1</i> | <i>30,2</i> | <i>29,2</i> | <i>29,4</i> | <i>29,5</i> |

En el caso 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 para el caso de los créditos al sector corporativo y gran empresa, se ha registrado

un incremento de la dolarización de 49,3 a 49,7 por ciento entre diciembre 2016 y abril 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

38. El ratio de morosidad del crédito fue de 3,4 por ciento en abril, el cual resulta 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; los mismos que muestran una disminución de su ritmo de crecimiento.

Cuadro 38
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS

| | En porcentaje | | | | |
|--------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Dic.14 | Dic.15 | Dic.16 | Mar.17 | Abr.17 |
| Crédito a empresas | 3,14 | 3,12 | 3,28 | 3,57 | 3,64 |
| Corporativo y grandes empresas | 0,37 | 0,47 | 0,41 | 0,47 | 0,54 |
| Medianas empresas | 4,79 | 5,28 | 6,10 | 6,82 | 7,01 |
| Micro y pequeñas empresas | 7,82 | 7,46 | 7,16 | 7,61 | 7,72 |
| Crédito a personas | 2,46 | 2,65 | 3,05 | 3,19 | 3,21 |
| Consumo | 3,34 | 3,32 | 3,66 | 3,79 | 3,83 |
| Tarjetas de crédito | 4,23 | 4,10 | 4,86 | 5,19 | 5,29 |
| Vehicular | 4,25 | 4,41 | 5,60 | 5,86 | 5,96 |
| Hipotecario | 1,44 | 1,84 | 2,28 | 2,45 | 2,44 |
| PROMEDIO | 2,91 | 2,87 | 3,09 | 3,31 | 3,37 |

Por su parte, la morosidad para el crédito en soles ha mostrado un aumento ligeramente mayor con respecto al de dólares, siendo el deterioro de los créditos para medianas empresas y los destinados a tarjetas de crédito y vehicular lo más resaltante, aunque se mantiene en niveles menores a la morosidad de los créditos en dólares, en particular para los créditos a personas y a micro y pequeña empresa. Para los créditos en dólares, la cartera para micro y pequeñas empresas y vehicular son los que presentan un mayor aumento de la morosidad. Pese ello, la morosidad se ha mantenido ligeramente estable para el crédito corporativo, hipotecario y el resto de consumo, los cuales son los que sustentarían el dinamismo del crédito para el resto del horizonte de proyección.



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

| | En porcentaje | | | | |
|--------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Dic.14 | Dic.15 | Dic.16 | Mar.17 | Abr.17 |
| Crédito a empresas | 4,03 | 3,30 | 3,63 | 4,01 | 4,11 |
| Corporativo y grandes empresas | 0,24 | 0,22 | 0,20 | 0,26 | 0,29 |
| Medianas empresas | 5,63 | 5,04 | 6,07 | 6,81 | 7,07 |
| Micro y pequeñas empresas | 7,65 | 6,90 | 6,63 | 7,10 | 7,20 |
| Crédito a personas | 2,57 | 2,53 | 2,90 | 3,05 | 3,07 |
| Consumo | 3,33 | 3,23 | 3,57 | 3,70 | 3,74 |
| Tarjetas de crédito | 4,31 | 4,20 | 5,03 | 5,35 | 5,46 |
| Vehicular | 4,61 | 1,91 | 2,58 | 3,11 | 3,26 |
| Hipotecario | 1,33 | 1,46 | 1,87 | 2,08 | 2,07 |
| PROMEDIO | 3,40 | 2,87 | 3,18 | 3,45 | 3,51 |

Cuadro 40
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA EXTRANJERA

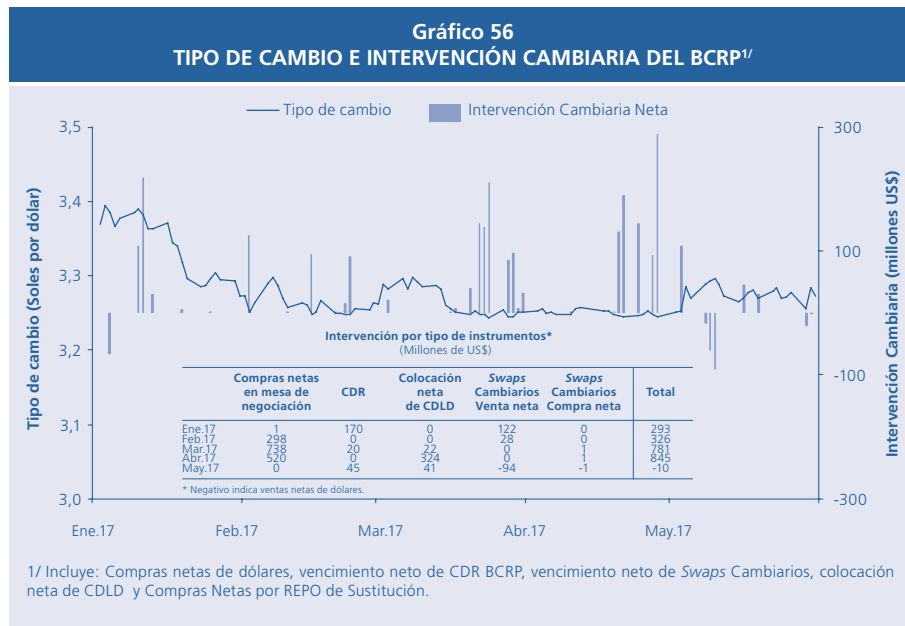
| | En porcentaje | | | | |
|--------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | Dic.14 | Dic.15 | Dic.16 | Mar.17 | Abr.17 |
| Crédito a empresas | 2,14 | 2,84 | 2,72 | 2,85 | 2,89 |
| Corporativo y grandes empresas | 0,45 | 0,78 | 0,64 | 0,70 | 0,79 |
| Medianas empresas | 4,22 | 5,55 | 6,15 | 6,83 | 6,93 |
| Micro y pequeñas empresas | 9,39 | 15,70 | 19,58 | 21,61 | 22,83 |
| Crédito a personas | 2,06 | 3,28 | 4,08 | 4,19 | 4,22 |
| Consumo | 3,42 | 4,58 | 5,29 | 5,40 | 5,39 |
| Tarjetas de crédito | 3,07 | 2,62 | 2,59 | 2,81 | 2,81 |
| Vehicular | 4,09 | 7,52 | 13,86 | 14,55 | 14,64 |
| Hipotecario | 1,64 | 2,88 | 3,70 | 3,82 | 3,85 |
| PROMEDIO | 2,13 | 2,87 | 2,84 | 2,98 | 3,04 |

Tipo de cambio e intervención cambiaria

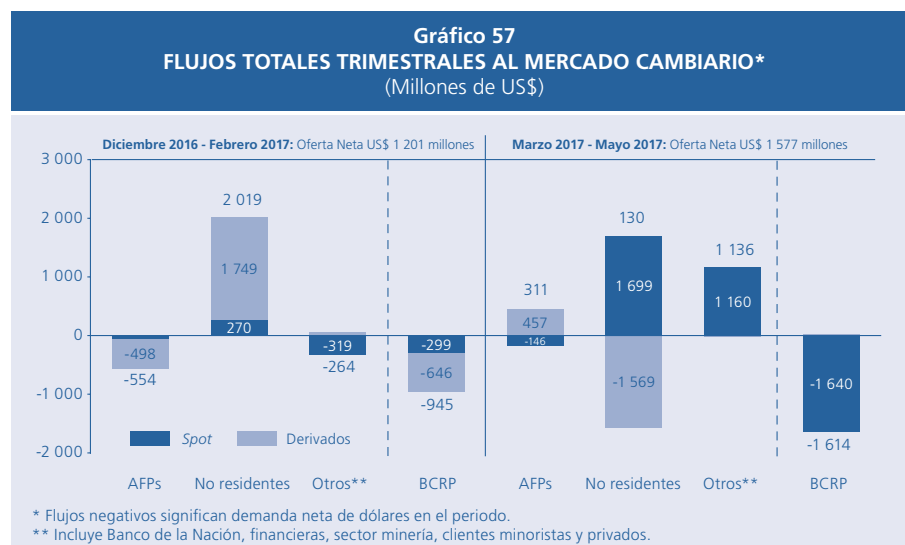
39. En el periodo de marzo a mayo de 2017, el tipo de cambio registró una ligera depreciación de 0,2 por ciento, pasando de S/ 3,263 a S/ 3,271 por dólar, con ello el sol mantiene una apreciación de 2,6 por ciento en lo que va del año. Sin embargo, dentro del periodo el sol mostró una evolución diferenciada.

Entre marzo y abril, el sol se apreció 0,6 por ciento ante la depreciación del dólar a nivel global, el ingreso de capitales y por la venta de dólares de corporativos para cumplir con sus pagos de regularización de impuestos. Posteriormente, en mayo el sol se depreció 0,8 por ciento al verse afectado por la caída de los precios de los *commodities* (petróleo) y las expectativas de alza de tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos.

En dicho contexto, el BCRP compró dólares en la mesa de negociación por US\$ 1 258 millones entre marzo y abril, y colocó *Swaps* Cambiarios Venta por un monto neto de US\$ 94 millones en mayo.



Con respecto a los flujos en el mercado cambiario local, entre marzo y mayo de 2017 se registró una oferta neta de dólares por US\$ 1 577 millones, lo cual se compone por la oferta de empresas mineras y clientes minoristas (US\$ 2 861 millones) y en menor medida de AFPs (US\$ 311 millones), que fue compensada por la demanda de privados (US\$ 1 457 millones).



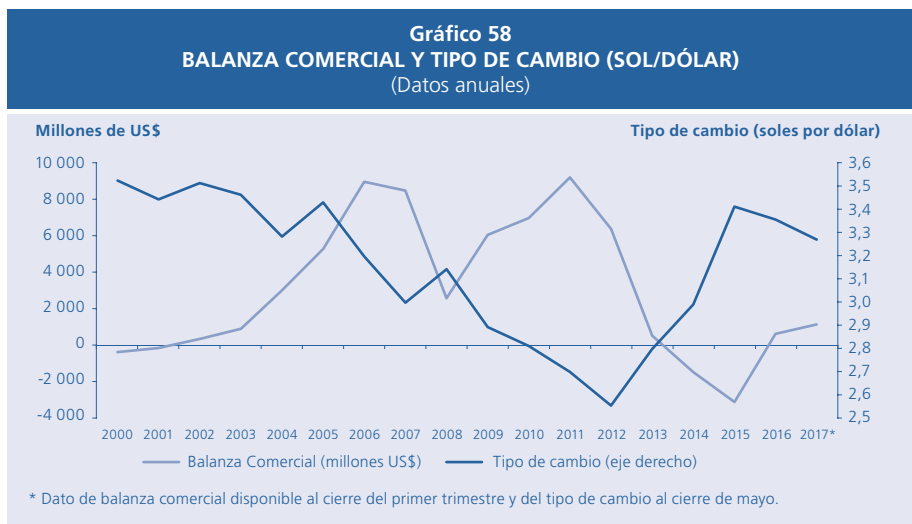
Cabe resaltar que si bien los inversionistas no residentes ofertaron dólares en el mercado spot por US\$ 1 699 millones ante el mayor apetito por activos en soles, demandaron en el mercado de derivados US\$ 1 569 millones principalmente para obtener cobertura cambiaria de dichas posiciones en moneda nacional.





Por su parte, el Banco Central, en el mismo periodo, demandó dólares por US\$ 1 636 millones, principalmente a través de compras en la mesa de negociación por US\$ 1 258 millones y la colocación de Certificado de Depósitos Liquidable en Dólares (CDLD) por US\$ 407 millones. Los saldos de los instrumentos cambiarios del BCRP se mantienen en niveles bajos y que la posición de cambio se ha incrementado US\$ 2 602 millones entre enero y abril.

40. El índice de tipo de cambio real multilateral se ubicó en un nivel de 93,9 en mayo en relación al periodo base de 2009, nivel menor en 3,9 por ciento al de mayo 2016. La disminución durante los últimos 12 meses se ha debido a la caída del tipo de cambio real con respecto a países de Asia Oriental (6,4 por ciento) y países desarrollados (4,9 por ciento) compensado parcialmente por el incremento con respecto a Latinoamérica (2,1 por ciento). Esta evolución se registró en un contexto de mejora en las cuentas externas.



Mercados financieros

41. La colocación de valores de empresas del sector privado en el mercado de capitales local durante los meses de abril y mayo ascendió a S/ 622 millones, destacando las empresas del sector no financiero con una mayor participación (56 por ciento del total). La emisión de valores en el primer semestre del año 2017 se ubica por encima del promedio histórico de los últimos 7 años (S/ 448 millones versus S/ 382 millones mensuales).



La preferencia de las empresas peruanas por moneda continuó concentrándose en valores en soles (62 por ciento del total), sin embargo, la emisión de valores en dólares se incrementó en los dos últimos meses de US\$ 9 millones en el primer trimestre de 2017 a US\$ 73 millones, comportamiento explicado por la tendencia apreciativa del sol y su menor volatilidad, la cual es percibida por los emisores como una reducción en el riesgo cambiario inherente. Sin embargo, el incremento en las emisiones en dólares no ha ido acompañado en un alargamiento en el plazo promedio de colocación. El plazo promedio de colocación disminuyó de 5 años en el primer trimestre de 2017 a 3,4 años en el segundo trimestre de 2017; en un entorno en el que se espera un incremento de las tasas de dólares a nivel global. De otro lado, el plazo promedio de colocación en soles aumentó de 8,5 años a 9,8 años en el mismo período, denotando un manejo más prudente de las fianzas corporativas de estas empresas.

La demanda por deuda local también fue muy alta en lo que va del segundo trimestre de 2017, el ratio *bid to cover* promedio asciende a 1,9 en soles y a 1,8 en dólares (en el primer trimestre de 2017 los ratios fueron de 1,7 en soles y 1,1 en dólares). Por tipo de tasa, el 73 por ciento de valores pagarán cupones a tasa fija, mientras que el 27





por ciento del total emitido corresponde a instrumentos cupón cero de corto plazo.

El financiamiento en el mercado de capitales de las empresas no financieras en lo que va del año 2017 presenta un crecimiento del 27 por ciento respecto a similar período del año 2016. En total doce empresas han emitido valores, entre las cuales destaca la emisión en soles de Hermes Transportes Blindados en marzo del presente año por el monto colocado (S/ 400 millones) y plazo (13 y 28 años).



En el mercado de deuda internacional, la empresa peruana Orazul Energy Egenor realizó su primera emisión de bonos por US\$ 550 millones con el objetivo de refinanciar sus líneas de crédito. La colocación de valores fue realizada el 25 de abril a un plazo de 10 años y tasa cupón de 5,625 por ciento. La calificación crediticia de la emisión fue BB (S&P y Fitch) y el *spread* asignado por el mercado fue de 246 puntos básicos por encima del bono global peruano equivalente y 329 puntos básicos sobre el bono del Tesoro Americano a 10 años.

El saldo de bonos emitidos por empresas peruanas en el mercado internacional asciende a US\$ 20 178 millones a mayo de 2017, de los cuales el 36 por ciento corresponde a empresas del sector financiero.

Finalmente, el BCRP aprobó elevar el límite operativo de inversión en el exterior de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) de 42 por ciento a 44 por ciento, efectivo de manera gradual entre los meses de mayo y junio. Ello con el objetivo de permitir una mayor diversificación del portafolio de dichas entidades.

En el mercado de deuda gubernamental, el saldo de bonos emitidos por el Perú

Cuadro 41
EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

| Empresa | Fecha de Emisión | Monto (Millones de US\$) | Plazo (años) | Tasa |
|----------------------------------|------------------|--------------------------|--------------|--------|
| AÑO 2014 | | 5 510 | | |
| Sector no Financiero | | 3 306 | | |
| Compañía Minera Ares | 15 Ene. | 350 | 7 | 7,75% |
| Minsur | 31 Ene. | 450 | 10 | 6,25% |
| Abengoa Transmisión Sur | 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 Ferrovías*** | 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 | | 1 155 | | |
| Sector no Financiero | | 550 | | |
| Orazul | 25 Abr. | 550 | 10 | 5,63% |
| Sector Financiero | | | | |
| <u>Sector Financiero Público</u> | | <u>605</u> | | |
| Fondo MiVivienda** | 7 Feb. | 455 | 6 | 7,00% |
| Fondo MiVivienda | 7 Feb. | 150 | 7 | 3,50% |

Fuente: Bloomberg y SMV.

*Emisión en Francos suizos.

** Emisión en Soles.

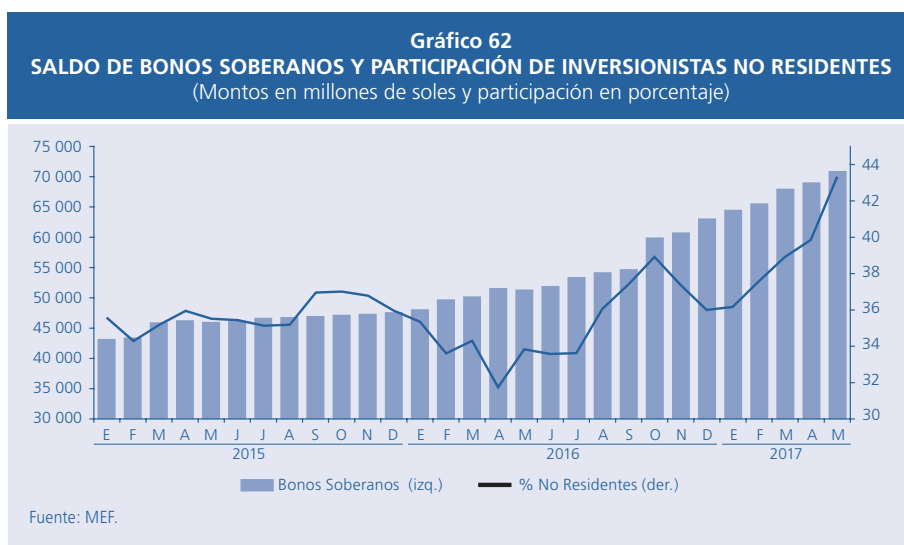
*** Emisión en Soles VAC.





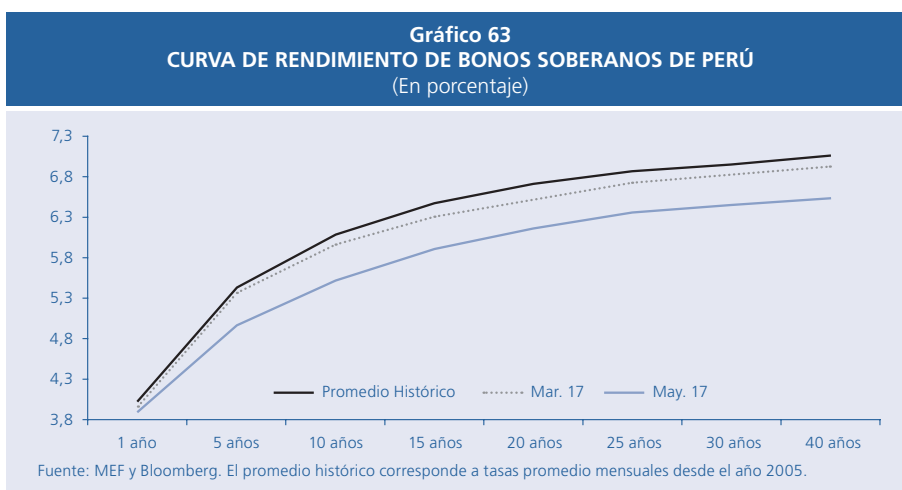
se incrementó de S/ 67 995 millones en marzo a S/ 70 901 millones en mayo de 2017. De acuerdo a la “Estrategia de Activos y Pasivos 2016-2019” del Ministerio de Economía y Finanzas el saldo de bonos a diciembre de 2017 podría ubicarse en un rango entre S/ 73 360 millones a S/. 86 353 millones. El mayor saldo de deuda ha ido acompañado de un incremento en la participación de inversionistas no residentes en el mercado de deuda interna, los cuales en términos netos compraron S/ 2 392 millones (82 por ciento del total emitido durante abril y mayo).

De forma similar, los flujos de bonos en mercados emergentes presentaron un comportamiento positivo en los últimos cuatro meses, principalmente por los cambios en las expectativas de la trayectoria de incremento en la tasa de interés de la Reserva Federal. Entre los factores de riesgo que podrían cambiar la reciente tendencia se encuentra los problemas geopolíticos entre Estados Unidos y Corea del Norte; la reducción de la hoja de balance de la Reserva Federal; y una normalización de la política monetaria en Estados Unidos menos gradual.

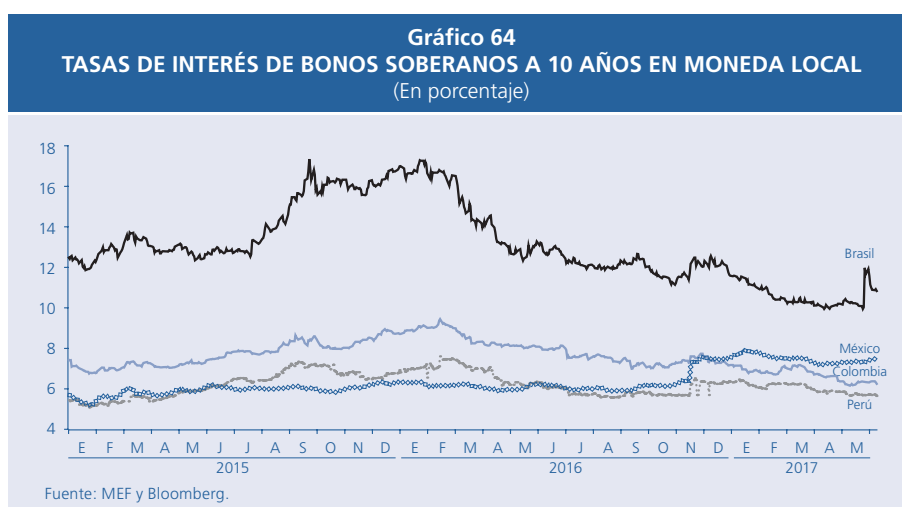


De otro lado, la curva de rendimiento soberana ha presentado importantes valorizaciones en los dos últimos meses (reducción promedio en las tasas de interés de 33 puntos básicos), en línea con la recuperación en la demanda por activos en mercados emergentes. La curva de rendimiento de mayo se ubica por debajo del promedio histórico en 46 puntos básicos.

En el mercado de bonos globales gubernamentales latinoamericano en moneda local



se presentaron comportamientos mixtos entre marzo y mayo de 2017. De un lado, el desempeño del bono a 10 años fue positivo en Perú y Colombia, por la recuperación del precio de cobre y petróleo; y reducción de las respectivas tasas de política monetaria. De otro lado, en México la tasa se incrementó en 25 puntos básico, en línea con la subida en la tasa de referencia del Banco Central de México. En Brasil, la tasa se incrementó de 10,1 a 10,9 por ciento ante el aumento de riesgo geopolítico en este país.





Recuadro 2

ENCUESTA DE CONDICIONES CREDITICIAS DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2017

Entre el 27 de marzo y el 10 de abril de 2017 el Banco Central realizó la XXII Encuesta de Condiciones Crediticias (ECC) dirigida a representantes de las áreas de riesgos, comercial y finanzas de las diferentes instituciones bancarias del país. La ECC incluye preguntas sobre el comportamiento de la oferta y la demanda de crédito en el último trimestre y sobre las expectativas de estas variables en los siguientes tres meses.

Las preguntas sobre el comportamiento de la oferta y la demanda de crédito son las siguientes:

- **Oferta:** En los últimos 3 meses, indique Ud. ¿cómo han cambiado los criterios para la aprobación de créditos que su entidad aplica?
- **Demanda:** ¿Cómo ha cambiado la demanda de créditos de sus clientes durante los últimos 3 meses?

Las preguntas sobre expectativas tienen la siguiente estructura:

- **Oferta:** En los próximos 3 meses, indique Ud. ¿cómo cambiarán los criterios para la aprobación de créditos que su entidad aplica?
- **Demanda:** ¿Cómo estima Ud. que cambiará la demanda de créditos de sus clientes durante los próximos 3 meses?

Resultados de la Encuesta de Condiciones Crediticias (ECC)

Los resultados de la encuesta muestran la percepción de los bancos de un deterioro de las condiciones de oferta y demanda de créditos (a excepción de la oferta de créditos hipotecarios). Asimismo, las instituciones esperan que esta situación persista en el segundo trimestre.

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE CONDICIONES CREDITICIAS 2017

| | I Trim.16 | II Trim.16 | III Trim.16 | IV Trim.16 | I Trim.17 | | |
|---|-----------|------------|-------------|------------|-----------|---|---|
| PERCEPCIÓN | | | | | | | |
| Oferta de crédito - Empresas | 34,1 | 40,0 | 47,7 | 50,0 | 37,5 | ↓ | < |
| Demanda de crédito - Empresas | 37,5 | 42,5 | 55,0 | 47,5 | 38,9 | ↓ | < |
| Oferta de crédito - Personas - Créditos de consumo | 39,6 | 50,0 | 38,6 | 47,7 | 47,5 | ↓ | < |
| Demanda de crédito - Personas - Créditos de consumo | 52,1 | 60,0 | 56,8 | 59,1 | 47,5 | ↓ | < |
| Oferta de crédito - Personas - Créditos hipotecarios | 40,6 | 46,4 | 42,9 | 42,9 | 50,0 | ↑ | = |
| Demanda de crédito - personas - créditos hipotecarios | 53,1 | 46,4 | 50,0 | 53,6 | 50,0 | ↓ | = |
| EXPECTATIVAS | | | | | | | |
| Oferta de crédito - Empresas | 38,6 | 44,4 | 50,0 | 47,5 | 40,0 | ↓ | < |
| Demanda de crédito - Empresas | 39,6 | 38,9 | 32,5 | 50,0 | 50,0 | ↔ | = |
| Oferta de crédito - Personas - Créditos de consumo | 43,8 | 45,0 | 47,7 | 45,5 | 42,5 | ↓ | < |
| Demanda de crédito - Personas - Créditos de consumo | 60,4 | 70,0 | 59,1 | 65,9 | 55,0 | ↓ | > |
| Oferta de crédito - Personas - Créditos hipotecarios | 50,0 | 46,4 | 53,6 | 42,9 | 50,0 | ↑ | = |
| Demanda de crédito - Personas - Créditos hipotecarios | 56,3 | 64,3 | 60,7 | 50,0 | 50,0 | ↔ | = |

1/ La encuesta incluye bancos comerciales. El índice de evolución de las condiciones de oferta crediticia se construye a partir de la diferencia entre el porcentaje de entidades que han "relajado" los criterios de aprobación de créditos menos el porcentaje de empresas que lo han "restringido". Este índice fluctúa entre 0 y 100; de esta forma, los valores superiores a 50 indican un "relajamiento" de las condiciones crediticia, mientras que valores por debajo de 50 indican un "endurecimiento" de las condiciones crediticias. Asimismo, un valor del índice igual a 50 refleja una posición neutral, sin cambios en las condiciones crediticias.

Crédito a empresas

Según los bancos encuestados las condiciones de oferta de crédito se han reflejado en restricciones en garantías exigidas, así como por un ajuste en el límite de las líneas de crédito.

Por el lado de la demanda, los bancos reportan que la demanda de crédito de las empresas ha disminuido en el primer trimestre. Según los encuestados, los principales factores que explicarían esta reducción son las menores necesidades de financiamiento de activos fijos y de capital de trabajo, evolución que está en línea con la desaceleración de la demanda interna.

Para el segundo trimestre, los bancos esperan que las condiciones de oferta de crédito para las empresas continúen deteriorándose, en tanto que las condiciones de demanda se mantendrían en niveles similares a los del primer trimestre.

La percepción de las entidades financieras encuestadas indica que el deterioro de la situación actual tanto de la oferta como la demanda de créditos se ha reflejado en todos los segmentos de créditos empresariales. En el caso particular de los créditos a empresas dedicadas al desarrollo de proyectos de infraestructura, los bancos manifiestan que las condiciones de oferta de las empresas bancarias se han endurecido, tanto en garantías y líneas de crédito y que la demanda de crédito para este tipo de actividades se ha reducido.

Créditos de consumo

De acuerdo a los encuestados las condiciones de oferta de los créditos de consumo se endurecieron ligeramente en el primer trimestre de 2017, reflejado en un mayor ajuste de las líneas de crédito y asociado a los mayores niveles de morosidad y a un incremento en el riesgo de la actividad económica en general. En tanto, la demanda de crédito de consumo percibida por la banca disminuyó severamente en el primer trimestre, pasando del tramo de relajamiento al de endurecimiento.

Las entidades financieras esperan que las condiciones de oferta del crédito de consumo se restrinjan moderadamente en el segundo trimestre y se espera que la demanda por este tipo de crédito continúe disminuyendo.

Créditos hipotecarios

Respecto a las condiciones de demanda del crédito hipotecario los bancos manifiestan que perciben un deterioro en el primer trimestre (pasando del tramo de relajamiento de las condiciones crediticias al neutral), en tanto que las condiciones de oferta mejoraron y pasaron del tramo pesimista al neutral. Los bancos esperan que las condiciones de demanda se mantengan estables y mejore las condiciones de oferta de este tipo de crédito en el segundo trimestre.

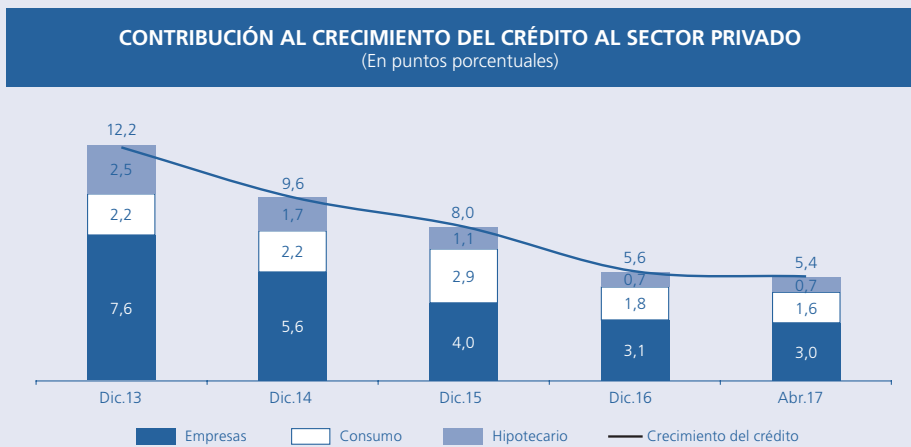
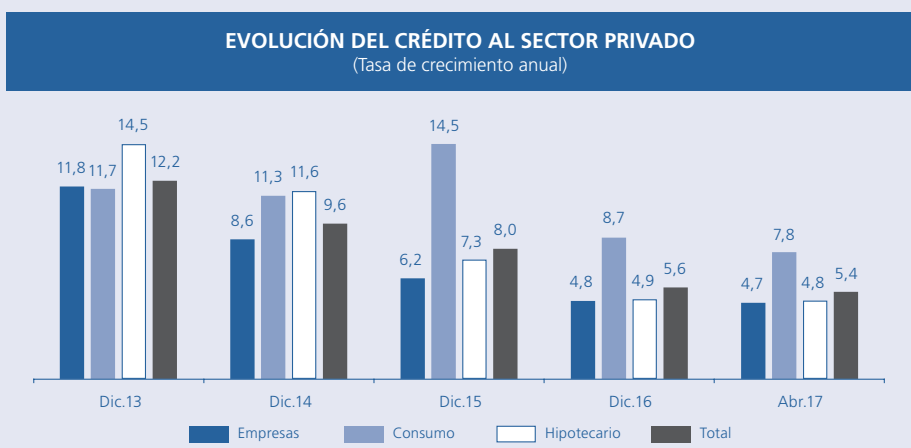
Factores que explican el deterioro de las percepciones de oferta y demanda de crédito

En los últimos años la tasa de crecimiento del crédito al sector privado se ha reducido significativamente y esta moderación ha sido generalizada en todos los segmentos de crédito





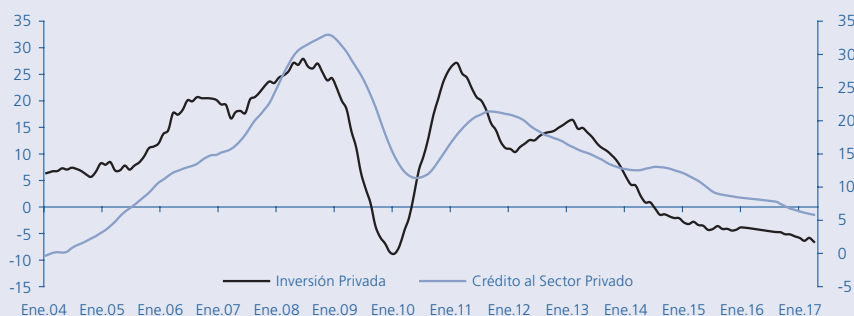
(empresarial, consumo e hipotecario). Entre el periodo 2013-2015 la desaceleración del crecimiento del crédito se acentuó principalmente en los segmentos empresarial e hipotecario, mientras que el crédito de consumo se mantuvo estable e incluso aceleró su crecimiento a fines de 2015 (asociado a la mayor rentabilidad de este segmento y a la estabilización de las tasas de morosidad). Desde inicios de 2016 a lo que va de 2017 la caída de crédito se ha generalizado a todos los segmentos.



Si se analiza la contribución a la tasa de crecimiento del crédito en el periodo de referencia, la desaceleración del crédito se explica principalmente por el menor aporte al crecimiento de los créditos empresariales e hipotecarios.

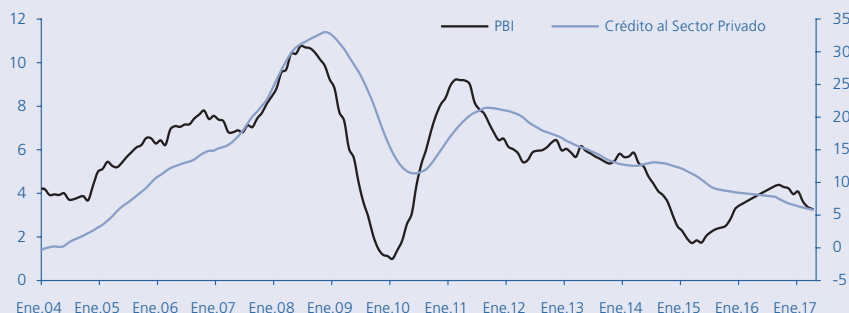
El primer factor determinante de la evolución reciente del crédito al sector privado es el menor dinamismo de la actividad económica y la caída de la inversión privada. Existe una estrecha relación entre el crecimiento del PBI, de la inversión privada y el crecimiento del crédito. La evolución del PBI y de la inversión privada preceden estadísticamente el crecimiento del crédito.

CRECIMIENTO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y DE LA INVERSIÓN PRIVADA
(Variación porcentual últimos 12 meses)*



* Suavizado mediante promedios móviles de 12 meses.

CRECIMIENTO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO Y DEL PBI
(Variación porcentual últimos 12 meses)*



* Suavizado mediante promedios móviles de 12 meses.

PRUEBAS DE CAUSALIDAD DE GRANGER ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PBI Y EL CRECIMIENTO CRÉDITO

| Hipótesis nula | F-Statistic | Prob. | Conclusión |
|--|-------------|-------|---------------------------------|
| PBI no causa a lo Granger al crédito | 11,97 | 0,00 | Se rechaza la hipótesis nula |
| Crédito no causa a lo Granger al PBI | 1,27 | 0,28 | No se rechaza la hipótesis nula |
| Inversión privada no causa a lo Granger al crédito | 11,03 | 0,00 | Se rechaza la hipótesis nula |
| Crédito no causa a lo Granger a la inversión privada | 2,65 | 0,07 | No se rechaza la hipótesis nula |

Este menor dinamismo de la economía en la mayoría de sectores productivos se ha reflejado en un proceso de desapalancamiento del crédito por sectores productivos, particularmente en los últimos dos años.

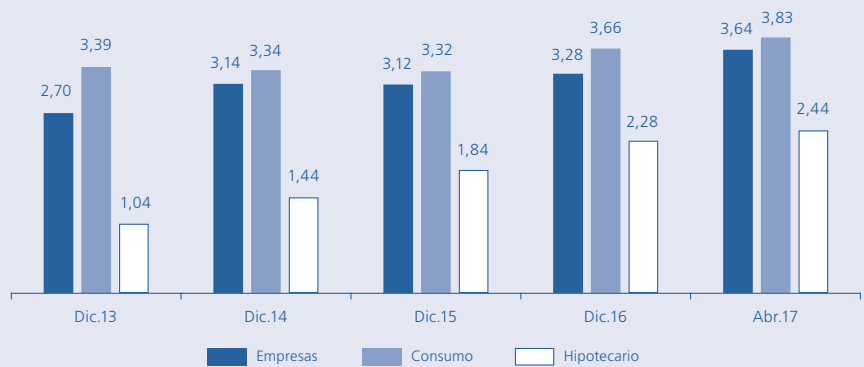
El deterioro de la actividad económica ha generado una menor demanda de crédito para financiar producción (caída del crédito empresarial) y menores ingresos que han restringido la demanda de



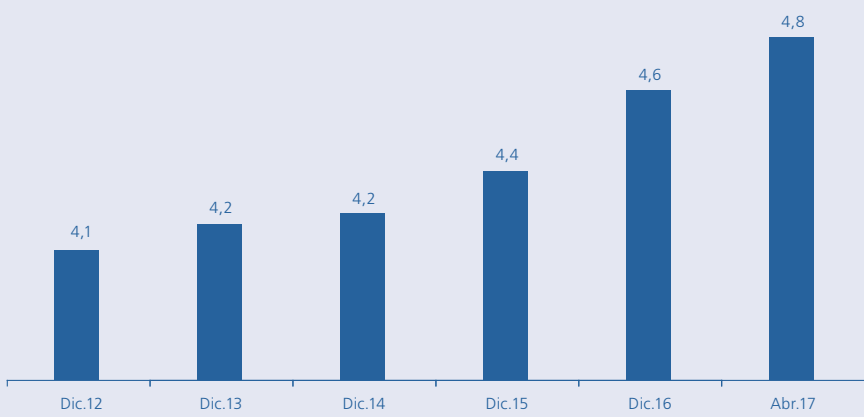


consumo y de vivienda. Por otro lado, la moderación de la actividad ha afectado negativamente a la calidad crediticia de la cartera, lo cual se ha reflejado en un incremento sostenido de las tasas de morosidad. Este deterioro de la calidad crediticia ha tenido como correlato un incremento del ratio de provisiones como porcentaje del crédito en todos los segmentos y ha llevado -tal como se puede corroborar en la Encuesta de Condiciones Crediticias- a las instituciones financieras a adoptar criterios más estrictos en la asignación de nuevos créditos.

MOROSIDAD POR TIPO DE CRÉDITO DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO (En porcentaje)



PROVISIONES COMO PORCENTAJE DEL CRÉDITO



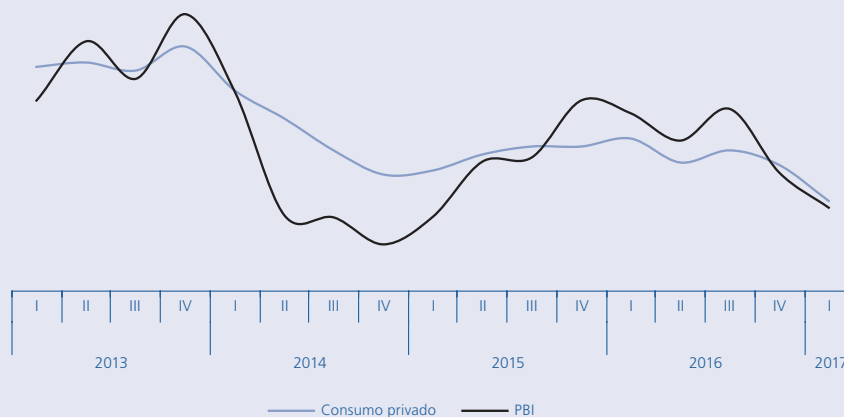
Existen algunos factores adicionales que han exacerbado la moderación del crédito al sector privado.

En el caso del crédito de consumo la persistencia del crecimiento del consumo privado fue un factor que retardó la desaceleración de este segmento a pesar del débil dinamismo de la actividad económica; sin embargo la desaceleración reciente del consumo y el incremento de la morosidad (después de haberse

estabilizado en el periodo 2013-2015) han influido a que el crédito de consumo haya moderado su crecimiento en los últimos dos años, particularmente en el segmento de tarjetas de crédito, donde se registraron las mayores caídas y el mayor deterioro de la cartera.

Entre otros factores que afectaron al crédito de consumo se pueden mencionar el cambio en las políticas de algunas instituciones financieras que reorientaron sus créditos vía tarjeta de crédito a personas con mayores niveles de ingreso, la reducción de líneas de crédito y medidas regulatorias. Cabe destacar que la moderación del crédito de consumo se ha dado en un contexto de incremento de la deuda promedio de las personas.

CRECIMIENTO DEL PBI Y DEL CONSUMO PRIVADO



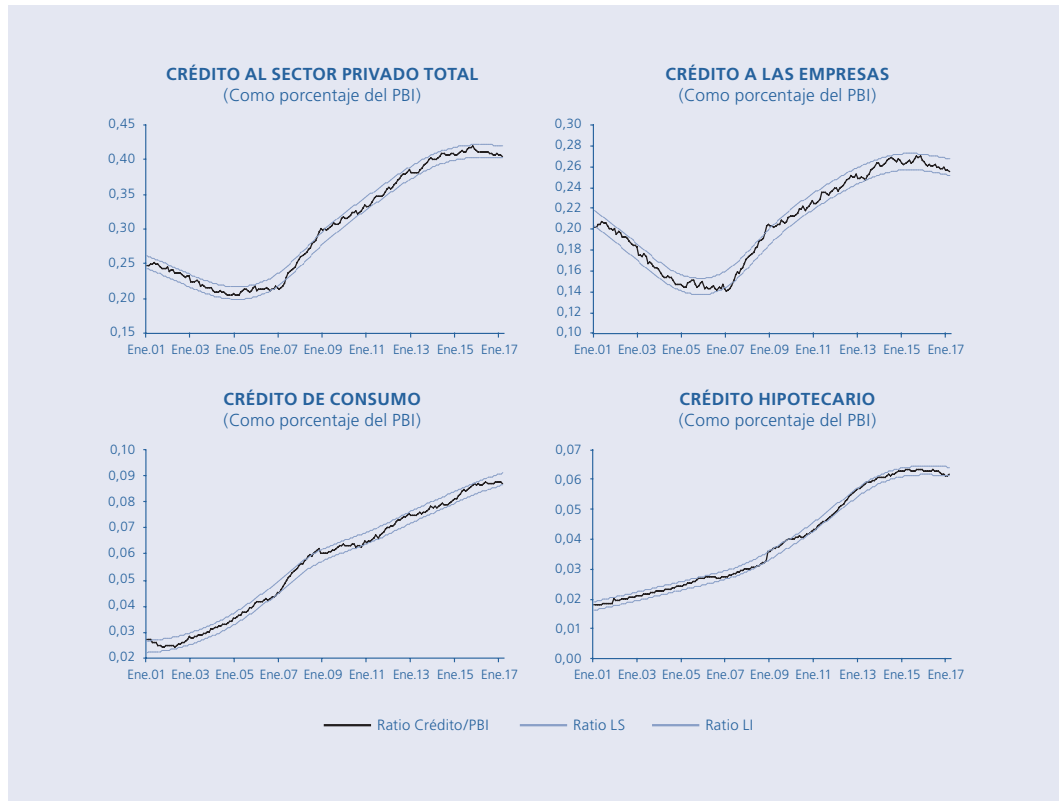
En el caso del crédito hipotecario, la ley N° 30478 que permite a los afiliados disponer de hasta el 95,5 por ciento del fondo acumulado en su cuenta de capitalización individual, generó prepagos de créditos hipotecarios por el orden de S/1 463 millones lo que acentuó la caída del saldo de créditos hipotecarios y la moderación de su crecimiento.

Episodios de "auge" y "depresión" crediticia

Con la finalidad de evaluar si el episodio de moderación crediticia que se viene observando constituye un evento atípico de caída del crecimiento del crédito o "depresión crediticia" se realiza el análisis sugerido por Mendoza y Terrones (2008), para lo cual se calcula la tendencia de largo plazo del ratio de Crédito/PBI usando un filtro HP y se fijan límites de 2 veces la desviación estándar del componente cíclico.

Usando esta metodología se observa que el episodio reciente de desaceleración del crédito al sector privado y de sus componentes son consistentes con los niveles de crecimiento del producto. Ello se manifiesta en que el ratio de crédito aún no ha rebasado los límites inferiores, ni a nivel agregado ni por componentes.

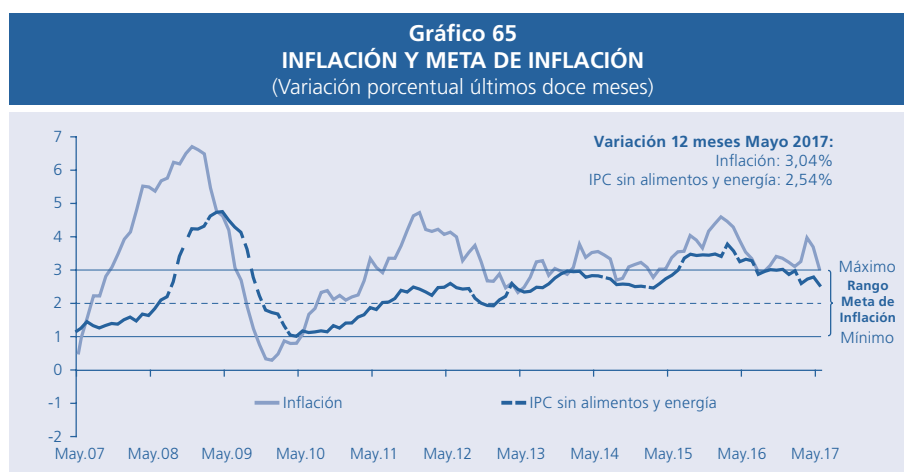




VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos

Evolución a mayo de 2017

42. En mayo de 2017, el crecimiento del nivel general de precios ascendió a 3,04 por ciento interanual. La inflación sin alimentos y energía continuó con la tendencia decreciente registrada desde el mes de mayo de 2016 (3,33 por ciento) y se ubicó en 2,54 por ciento en mayo (desde 2,59 por ciento en febrero de 2017). Por su parte, los precios de alimentos y energía disminuyeron su ritmo de crecimiento porcentual, de 4,01 por ciento en febrero a 3,62 por ciento en mayo. En esta evolución fue determinante la reversión de los precios de los alimentos perecibles observada entre abril y mayo, luego del alza extraordinaria en marzo por efectos del Fenómeno El Niño Costero.





Cuadro 42
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

| | Peso | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | |
|---------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| | | | | | | | Ene.-May. | Interanual a mayo |
| IPC | 100,0 | 2,65 | 2,86 | 3,22 | 4,40 | 3,23 | 1,18 | 3,04 |
| 1. IPC sin alimentos y energía | 56,4 | 1,91 | 2,97 | 2,51 | 3,49 | 2,87 | 1,19 | 2,54 |
| a. Bienes | 21,7 | 1,60 | 2,62 | 2,43 | 3,57 | 3,41 | 0,71 | 2,47 |
| b. Servicios | 34,8 | 2,10 | 3,18 | 2,55 | 3,44 | 2,54 | 1,48 | 2,58 |
| 2. Alimentos y energía | 43,6 | 3,55 | 2,73 | 4,08 | 5,47 | 3,66 | 1,17 | 3,62 |
| a. Alimentos y bebidas | 37,8 | 4,06 | 2,24 | 4,83 | 5,37 | 3,54 | 1,82 | 3,74 |
| b. Combustibles y electricidad | 5,7 | 0,22 | 6,09 | -0,85 | 6,20 | 4,48 | -3,29 | 2,79 |
| Combustibles | 2,8 | -1,48 | 5,95 | -5,59 | -6,33 | 0,61 | 1,08 | 6,44 |
| Electricidad | 2,9 | 2,19 | 6,23 | 4,37 | 18,71 | 7,53 | -6,52 | 0,06 |

Cuadro 43
INFLACIÓN
(Contribuciones ponderadas)

| | Peso | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | |
|---------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|
| | | | | | | | Ene.-May. | Interanual a mayo |
| IPC | 100,0 | 2,65 | 2,86 | 3,22 | 4,40 | 3,24 | 1,18 | 3,04 |
| 1. IPC sin alimentos y energía | 56,4 | 1,05 | 1,62 | 1,37 | 1,89 | 1,54 | 0,64 | 1,36 |
| a. Bienes | 21,7 | 0,34 | 0,54 | 0,50 | 0,73 | 0,69 | 0,14 | 0,50 |
| b. Servicios | 34,8 | 0,71 | 1,08 | 0,87 | 1,16 | 0,85 | 0,49 | 0,86 |
| 2. Alimentos y energía | 43,6 | 1,60 | 1,24 | 1,86 | 2,51 | 1,69 | 0,54 | 1,67 |
| a. Alimentos y bebidas | 37,8 | 1,59 | 0,89 | 1,91 | 2,15 | 1,43 | 0,74 | 1,52 |
| b. Combustibles y electricidad | 5,7 | 0,01 | 0,35 | -0,05 | 0,36 | 0,26 | -0,19 | 0,16 |
| Combustibles | 2,8 | -0,05 | 0,18 | -0,18 | -0,18 | 0,02 | 0,03 | 0,16 |
| Electricidad | 2,9 | 0,06 | 0,17 | 0,12 | 0,54 | 0,25 | -0,21 | 0,00 |

43. En los primeros cinco meses de este año, los precios de los alimentos agrícolas perecibles aumentaron por encima de sus tasas históricas debido a las condiciones climáticas adversas de finales del año pasado (déficit hídrico) y de los primeros meses de este año asociadas principalmente al Fenómeno El Niño Costero, que además, generaron problemas en la comercialización de estos productos por la interrupción de las rutas de abastecimiento.

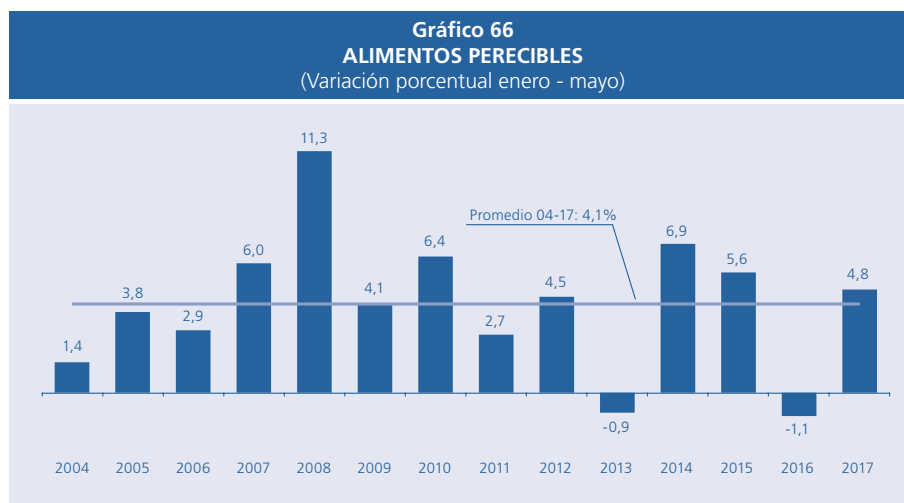
El aumento de los precios de alimentos agrícolas perecibles se dio entre enero y marzo (15,7 por ciento), registrándose una reversión entre abril y mayo, meses en los que se acumuló una caída de 9,4 por ciento.

En comparación a anteriores eventos de El Niño, la actual corrección de precios fue más rápida debido a que este último fenómeno fue de corta duración (a diferencia, por ejemplo, del episodio del año 1998), por lo que no llegó a afectar el área sembrada de muchos productos. Adicionalmente, la corrección de precios de algunos productos que fueron fuertemente afectados en marzo, fue favorecida por una mayor producción estacional en los meses siguientes.

Cuadro 44
IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES
(Variación promedio mensual)

| | Enero - Mayo |
|--------------------------------|--------------|
| 2002-2016 | |
| IPC | 0,31 |
| Alimentos agrícolas perecibles | 0,90 |
| 2016 | |
| IPC | 0,27 |
| Alimentos agrícolas perecibles | -0,22 |
| 2017 | |
| IPC | 0,24 |
| Alimentos agrícolas perecibles | 0,95 |

Gráfico 66
ALIMENTOS PERECIBLES
(Variación porcentual enero - mayo)



44. Debido a que los choques de oferta asociados a condiciones climáticas adversas afectaron especialmente a los alimentos, en el periodo enero-mayo, la mayoría de rubros con mayor contribución al alza y a la baja a la inflación pertenece al componente de alimentos.

En el período enero-mayo de 2017, se registraron alzas en los precios de diversos alimentos agrícolas como la cebolla, el azúcar, el tomate y otras hortalizas. Los precios de otros productos como el limón, que presentaron fuertes alzas de precios en la época de la emergencia, se redujeron posteriormente ante la normalización de su abastecimiento. Asimismo, entre los productos alimenticios que contribuyeron negativamente a la inflación destacaron papa, carne de pollo, cítricos y palta.

Entre otros rubros (no relacionados a los alimentos) de mayor contribución positiva destacaron matrícula y pensión de enseñanza, y comidas fuera del hogar, mientras que entre los rubros con mayor contribución negativa destacó electricidad.





Cuadro 45
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - MAYO 2017

| Positiva | Peso | Var.% | Contribución | Negativa | Peso | Var.% | Contribución |
|----------------------------------|------|-------|--------------|----------------------------|------|-------|--------------|
| Matrícula y pensión de enseñanza | 8,8 | 4,6 | 0,45 | Papa | 0,9 | -24,0 | -0,31 |
| Comidas fuera del hogar | 11,7 | 2,2 | 0,30 | Carne de pollo | 3,0 | -7,9 | -0,24 |
| Cebolla | 0,4 | 79,7 | 0,23 | Electricidad | 2,9 | -6,5 | -0,22 |
| Otras hortalizas | 0,4 | 31,9 | 0,15 | Cítricos | 0,5 | -11,3 | -0,07 |
| Azúcar | 0,5 | 14,3 | 0,09 | Palta | 0,1 | -31,0 | -0,06 |
| Huevos | 0,6 | 12,5 | 0,06 | Transporte nacional | 0,3 | -15,4 | -0,06 |
| Plátano | 0,3 | 16,5 | 0,06 | Pasaje de avión | 0,4 | -11,7 | -0,04 |
| Otras frutas frescas | 0,4 | 15,6 | 0,06 | Uva | 0,1 | -11,1 | -0,01 |
| Tomate | 0,2 | 25,7 | 0,06 | Compra de vehículos | 1,6 | -0,8 | -0,01 |
| Consumo de agua | 1,6 | 3,2 | 0,05 | Pescado fresco y congelado | 0,7 | -1,6 | -0,01 |
| Total | | | 1,51 | Total | | | -1,03 |

Rubros que más contribuyeron en la evolución de la inflación enero-mayo 2017

Matrícula y Pensión de enseñanza

El rubro “matrícula y pensión de enseñanza” registró una variación de 4,6 por ciento por concepto de cobro de matrículas para el nuevo año escolar y de pensiones.

En el mes de febrero se registró un alza de 4,3 por ciento en las matrículas de los colegios estatales (11,8 por ciento en febrero de 2016) y en la de los colegios privados de 5,9 por ciento (7,4 por ciento en febrero de 2016). Asimismo se registraron incrementos por este mismo concepto en las universidades privadas (1,7 por ciento) y estatales (0,9 por ciento). En el mes de marzo las pensiones de los colegios particulares se incrementaron 6,9 por ciento (8,0 por ciento en marzo de 2016 y 6,4 por ciento en marzo de 2015). También aumentaron las pensiones de las universidades privadas (3,1 por ciento) y de los institutos de educación técnica (2,1 por ciento).

En los últimos doce meses este rubro aumentó 4,8 por ciento, tasa mayor a la del índice general de precios (3,04 por ciento) no sólo por los incrementos al inicio del año lectivo, sino por los reajustes a lo largo de todo el período de las pensiones en los institutos de educación superior.

Comida fuera del hogar

El rubro “comidas fuera del hogar” continuó siendo uno de los rubros de mayor contribución a la inflación. En el período enero-mayo aumentó 2,2 por ciento, tasa mayor a la registrada en los alimentos dentro del hogar (1,6 por ciento). En los últimos doce meses creció 3,9 por ciento, variación similar al total de alimentos dentro del hogar (3,7 por ciento), observándose una moderación de su ritmo de crecimiento con respecto al registrado en los últimos años.

Cebolla

La mayor contribución a la inflación le correspondió a la cebolla, producto cuyo precio alcanzó una variación acumulada de 79,7 por ciento en el período enero-mayo (43,9 por ciento en los últimos doce meses), registrándose la mayor alza en el mes de marzo (42,2 por ciento). Las fuertes lluvias registradas desde fines de diciembre en Arequipa, principal región productora, afectaron las cosechas y la calidad del producto, así como la regularidad del abastecimiento a Lima. Ello dio lugar a una fuerte alza del precio mayorista (79 por ciento con respecto a marzo), que también reflejó los problemas en la comercialización y el transporte (inundaciones y huaicos).

En abril el precio continuó en alza (18,6 por ciento), en lo que influyó la culminación de la campaña en algunos valles de Arequipa. Esta situación se revirtió en mayo, con una corrección a la baja del precio de 3,5 por ciento. Contribuyó a ello el ingreso estacional de algunas variedades de cebolla que son comercializadas con un menor período de secado.

Otras hortalizas

El rubro “otras hortalizas” (lechuga, brócoli, poro, entre otras verduras) registró un alza promedio de 31,9 por ciento en el período enero-mayo y 16,3 por ciento en los últimos doce meses. La producción estuvo afectada por condiciones térmicas más cálidas en los valles de Lima. A ello se sumó las mermas en la comercialización propias del verano y la interrupción de las carreteras. En mayo, el precio disminuyó 7,6 por ciento tanto por la menor demanda estacional como por el descenso de la temperatura que contribuyó a aumentar la oferta de algunos productos, como lechuga “americana” y brócoli.

Azúcar

El precio del azúcar aumentó 14,3 por ciento en el período enero-mayo y 20,8 por ciento en los últimos doce meses. Los mayores aumentos se registraron en





los meses de marzo (4,9 por ciento) y abril (8,3 por ciento). Ello como resultado del menor ingreso a Lima del producto procedente de las regiones de La Libertad y Lambayeque, donde las plantaciones estuvieron afectadas por inundaciones y por el aumento de la temperatura. Ello fue contrarrestado en parte con el mayor ingreso de azúcar importada, que llegó a registrar en el período enero-mayo un aumento de 58 por ciento con respecto al mismo período del año anterior.

Tomate

El precio del tomate aumentó 25,7 por ciento en el período enero-mayo observándose la mayor alza en el mes de marzo (33,6 por ciento). En los últimos doce meses la variación fue 2,5 por ciento.

Factores determinantes del alza del precio fueron las menores siembras en Lima (-29 por ciento en el período noviembre-marzo con respecto a la campaña anterior), así como los menores rendimientos por las altas temperaturas. A ello se sumaron problemas de comercialización por los huaicos e inundaciones en los valles de Cañete, Huaral y Canta. En el mes de abril y mayo el precio disminuyó 15,8 y 6,0 por ciento respectivamente, a lo que contribuyó el mayor ingreso del producto procedente de Arequipa.

Papa

El precio de la papa disminuyó durante el período enero-mayo, registrando una variación acumulada de -24,0 por ciento. En este resultado influyó el aumento del abastecimiento (9 por ciento con respecto a enero-mayo 2016) que en esa época del año procede principalmente de las regiones de Huánuco y Junín.

Las siembras en Huánuco en la campaña agosto-marzo aumentaron 20 por ciento con respecto a la campaña anterior y en Junín 2,0 por ciento. En Huánuco, luego de la sequía en la mayor parte de la campaña, las lluvias esporádicas observadas a partir de setiembre permitieron realizar las labores de preparación de los terrenos y las siembras. En diciembre se registraron precipitaciones de regular intensidad, lo que mejoró la producción de los cultivos. En Junín el impacto negativo de las heladas registradas en noviembre fue contrarrestado en parte con las lluvias en las partes altas, favorables para el cultivo.

Carne de pollo

En el período enero-mayo, el precio de la carne de pollo disminuyó 7,9 por ciento, con lo que acumuló una variación negativa de 4,4 por ciento en los últimos doce meses. En este resultado influyó principalmente el menor precio de sus principales

alimentos sustitutos (pescados como el bonito y el jurel tienen una mayor demanda en los estratos de menores ingresos). Ello fue parcialmente contrarrestado por las alzas registradas desde fines de febrero. En el mes de marzo, el precio aumentó 5,9 por ciento ante una menor oferta en lo que influyó el menor peso de las aves en granja: 2,62 Kg por unidad versus 2,73 Kg en febrero (menor alimentación de las aves debido a las altas temperaturas) y los problemas derivados de las inundaciones e interrupción de carreteras que afectaron a algunas avícolas. A ello se sumó la irregularidad en el abastecimiento de pescado, su principal sustituto.

A partir de abril el precio volvió a disminuir ante una mayor oferta en los centros de distribución mayorista (671 miles de TM diarias versus 637 miles de TM en marzo), lo que reflejó la superación de los problemas que afectaron a las granjas en marzo (exceso de calor que dificultó alimentación de las aves e interrupción de carreteras). El mayor peso de las aves determinó un aumento de la oferta (1 909 TM diarias versus 1 670 TM diarias en marzo). También influyó la mayor disponibilidad de pescado, su principal sustituto, en particular del jurel cuyo precio disminuyó 5,2 por ciento en el mes.

Tarifas eléctricas

En el período enero-mayo las tarifas eléctricas disminuyeron 6,5 por ciento (0,06 por ciento en los últimos doce meses). En los primeros meses las rebajas reflejaron principalmente la suspensión del cargo por "Afianzamiento de la Seguridad Energética". Este cargo se destinaba al financiamiento del Gasoducto Sur Peruano y generaba un aumento aproximado de 2,5 por ciento en las tarifas al consumidor.

Posteriormente, en el mes de mayo se rebajó nuevamente la tarifa (-3,6 por ciento) lo que respondió principalmente a la actualización trimestral de precios de generación como resultado de la revisión de los contratos entre compañías generadoras y distribuidoras. Se procedió a la revisión de diversos cargos que se añaden al costo de transmisión, con respecto a los niveles que tenían en el anterior reajuste de tarifas (febrero de 2017).

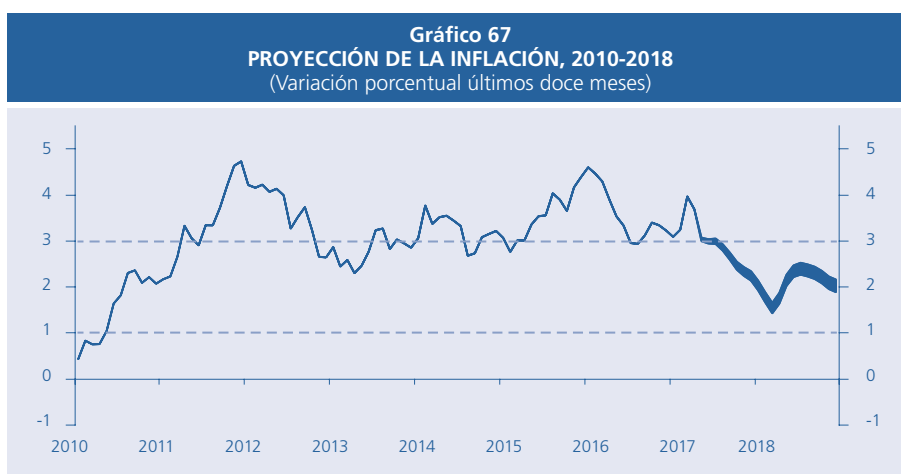
Proyección 2017-2018

45. El BCRP toma acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y de sus determinantes, 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).





46. Se proyecta que la **inflación** converja hacia 2 por ciento durante el horizonte comprendido entre 2017 y 2018, con una trayectoria que ubica la inflación alrededor de su límite superior durante el segundo trimestre del año y que luego disminuye a un ritmo mayor que lo previsto en el Reporte de Inflación de marzo 2017. La proyección incorpora una reversión más rápida en los precios de alimentos afectados por factores climáticos adversos asociados con el Fenómeno El Niño Costero (lluvias excesivas) observados durante el primer trimestre.

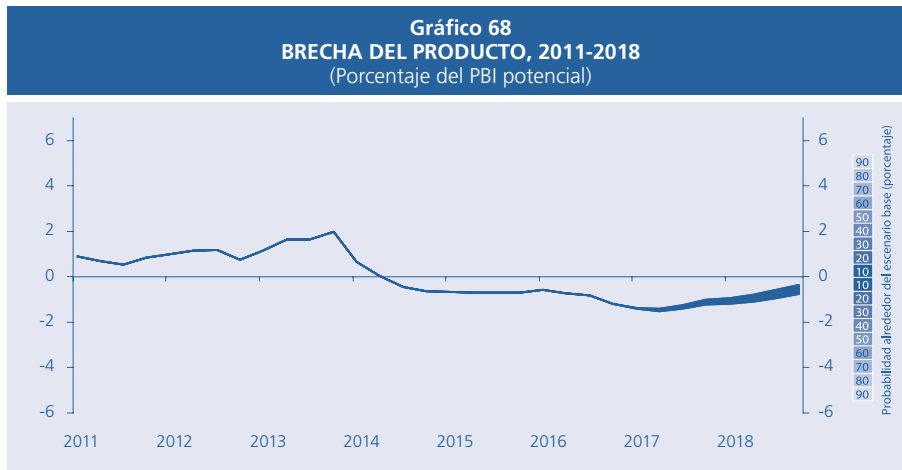


La inflación sin alimentos y energía muestra una reducción algo mayor a la anticipada en el Reporte de Inflación de marzo 2017, alcanzando 2,54 por ciento en mayo. Se espera que se ubique alrededor de 2,2 por ciento a fines de 2017 y en 2,0 por ciento en 2018. Dos factores vienen favoreciendo esta dinámica: (i) un tipo de cambio que se redujo 2,0 por ciento en los primeros meses del año y que se asume relativamente estable en el resto del año de acuerdo con la evolución favorable de los términos de intercambio y de la balanza comercial; y (ii) una brecha producto algo más negativa, que se prevé se recupere en la segunda mitad del año, aunque a un ritmo más gradual que lo previsto en el Reporte de Inflación previo, debido a un menor crecimiento del consumo y demora en la recuperación de la inversión.

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

47. Los **determinantes de la proyección de inflación** se discuten a continuación:
- a) La desaceleración de la economía en los últimos meses ha conllevado a una brecha de producto algo más negativa en el primer semestre que lo contemplado en el

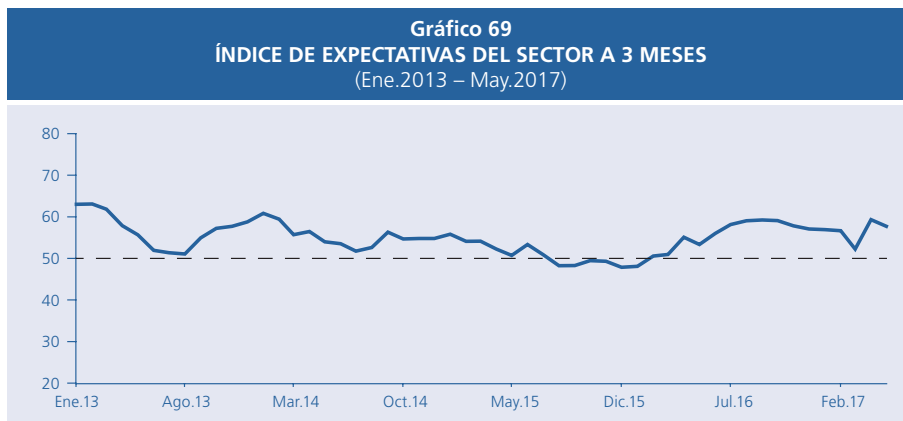
Reporte de Inflación de marzo como resultado de la postergación de proyectos de infraestructura, un menor gasto público y los efectos de El Niño Costero.



Se estima que la economía se recuperaría a partir del segundo semestre de 2017 y que crecería por encima del PBI potencial en 2018, consecuente con una recuperación de la **brecha producto**. Esta recuperación, incorpora un mayor impulso fiscal en la segunda mitad de 2017, el efecto de los mayores términos de intercambio, y las condiciones monetarias en moneda nacional todavía expansivas.

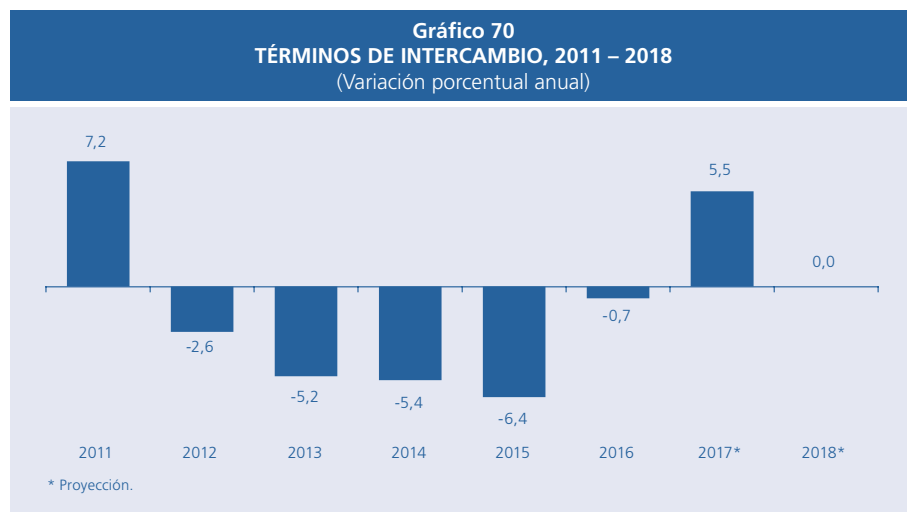
Con la información disponible, se estima que la economía transitará hacia un ciclo económico neutral en el horizonte de proyección. Los principales determinantes de la proyección de la **brecha del producto** son:

- **Confianza empresarial:** se prevé que la confianza empresarial se mantenga dentro del tramo optimista para 2017, aunque con un nivel más moderado que lo previsto en el Reporte de Inflación previo, reflejando la evolución reciente de la economía.

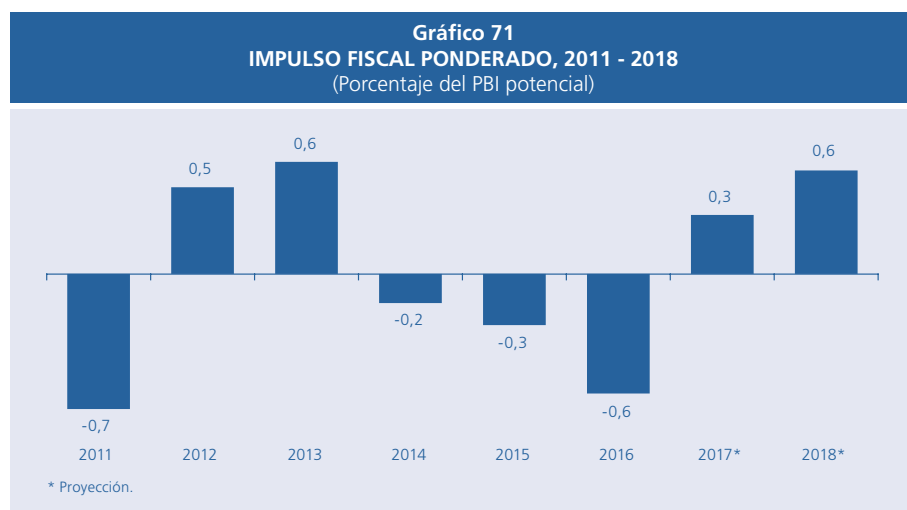




- **Condiciones externas:** se prevé condiciones externas algo más favorables a las contempladas en el Reporte de Inflación de Marzo. Se esperan mayores términos de intercambio en el horizonte de proyección, lo que tendría un impacto positivo en la inversión privada y el consumo.

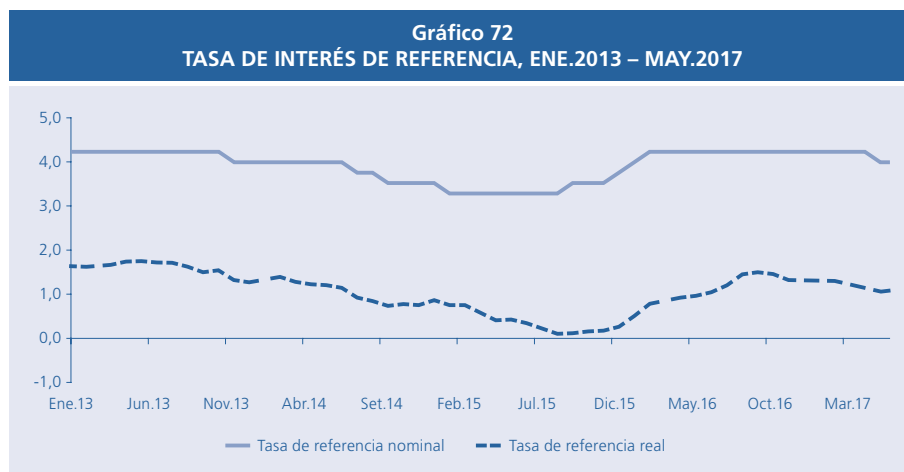


- **Impulso fiscal:** el impulso fiscal ponderado estimado para 2017 sería positivo y concentrado en el segundo semestre, en línea con la demora en la ejecución de la inversión pública. Se espera un impulso fiscal significativo en 2018 asociado al proceso de reconstrucción de la infraestructura afectada por el Fenómeno El Niño Costero.

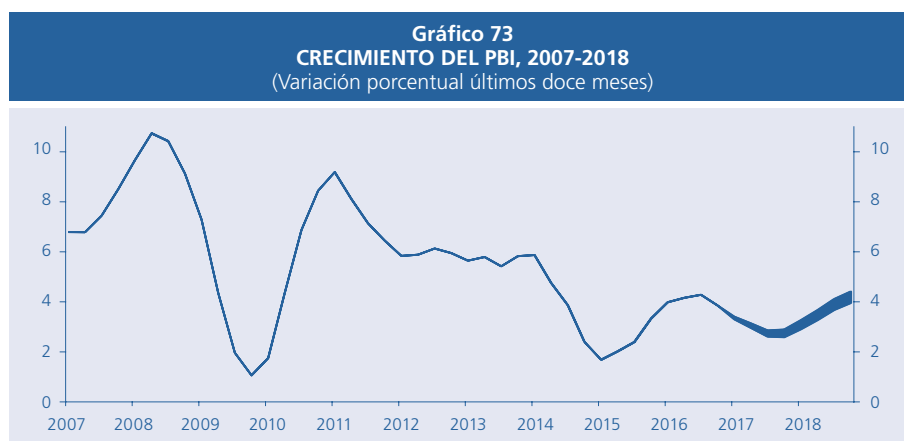


- **Condiciones monetarias:** tomando en cuenta la rebaja de la tasa de interés de referencia en mayo, las condiciones monetarias en soles se mantienen

expansivas (tasa real menor a 2 por ciento) y contribuyen 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 al igual que expectativas de depreciación más moderadas.



Cabe destacar que la proyección de crecimiento económico para el horizonte 2017-2018 es consecuente con un crecimiento del PBI potencial de alrededor de 3,7 por ciento, tasa inferior al 3,8 por ciento estimado previamente lo que se explica por la menor inversión prevista para 2017.



- b) Se prevé que las **expectativas de inflación a 12 meses** se mantengan en el rango meta durante el horizonte de proyección con una tendencia decreciente en





la medida que continúe la reversión de los choques de oferta que han afectado a la inflación durante el primer trimestre.



Cuadro 46
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN
(Variaciones Porcentuales)

| | RI Set.16 | RI Dic.16 | RI Mar.17 | RI Jun.17* |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Sistema Financiero | | | | |
| 2017 | 2,6 | 2,8 | 2,9 | 3,0 |
| 2018 | 2,5 | 2,5 | 2,7 | 2,8 |
| Analistas Económicos | | | | |
| 2017 | 2,8 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| 2018 | 2,6 | 2,8 | 2,9 | 2,8 |
| Empresas No Financieras | | | | |
| 2017 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,1 |
| 2018 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |

* Encuesta realizada al 28 de mayo.

- c) La **inflación importada** recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. En este sentido, para el cierre de 2017, se espera una inflación importada menor a la prevista en el Reporte de Inflación de marzo, debido principalmente, a las previsiones, consistentes con las expectativas del mercado, respecto a un menor tipo de cambio nominal hacia fines de 2017 y 2018.

La última encuesta de expectativas de tipo de cambio revela que los agentes económicos esperan menores niveles durante el horizonte de proyección. En particular, el mayor superávit en la balanza comercial y mayores flujos de capitales de portafolio hacen prever una menor depreciación del tipo de cambio, aunque este efecto podría ser compensado parcialmente por el efecto del alza de la tasa de la Fed.

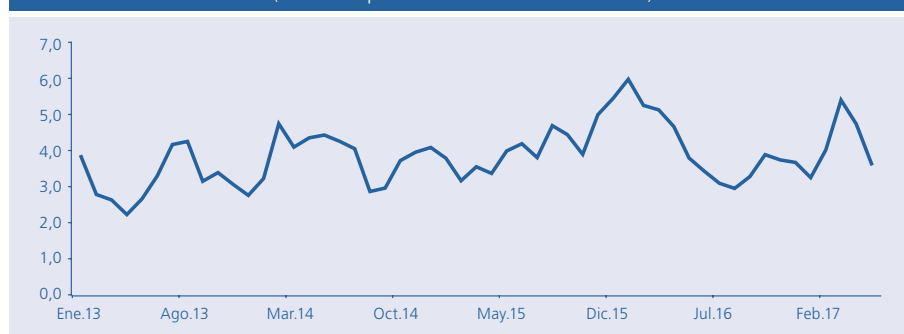
Cuadro 47
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO
(Soles por US Dólar)

| | RI Set.16 | RI Dic.16 | RI Mar.17 | RI Jun.17* |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Sistema Financiero | | | | |
| 2017 | 3,48 | 3,50 | 3,41 | 3,35 |
| 2018 | 3,53 | 3,60 | 3,45 | 3,40 |
| Analistas Económicos | | | | |
| 2017 | 3,45 | 3,50 | 3,37 | 3,35 |
| 2018 | 3,53 | 3,50 | 3,40 | 3,40 |
| Empresas No Financieras | | | | |
| 2017 | 3,50 | 3,50 | 3,40 | 3,35 |
| 2018 | 3,50 | 3,55 | 3,50 | 3,40 |

* Encuesta realizada al 28 de mayo.

- d) Los **choques de oferta** que afectaron la inflación en los primeros meses del año se vienen revirtiendo a un ritmo mayor a lo considerado en el Reporte de Inflación de marzo. Con los datos observados en mayo, los precios de alimentos y energía en promedio han retornado a los niveles observados en febrero. Como resultado, la proyección de la tasa de crecimiento de precios de alimentos y energía asciende a 2,3 por ciento para 2017. Para finales de 2018, se espera un aumento de los precios de alimentos y energía de 2,0 por ciento.

Gráfico 75
PRECIOS DE ALIMENTOS Y ENERGÍA, 2013-2017
(Variación porcentual últimos doce meses)



Balance de riesgos en el horizonte 2017 - 2018

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





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

El riesgo de demora en la reversión de los choques de oferta durante el horizonte de proyección que podría hacer más lenta la convergencia de la inflación al rango meta, se ha reducido significativamente, y la probabilidad de un nuevo fenómeno climático severo también se ha reducido.

b. **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. El riesgo de este escenario se ha incrementado ante la postergación de proyectos de infraestructura y la demora en la recuperación de la inversión pública.

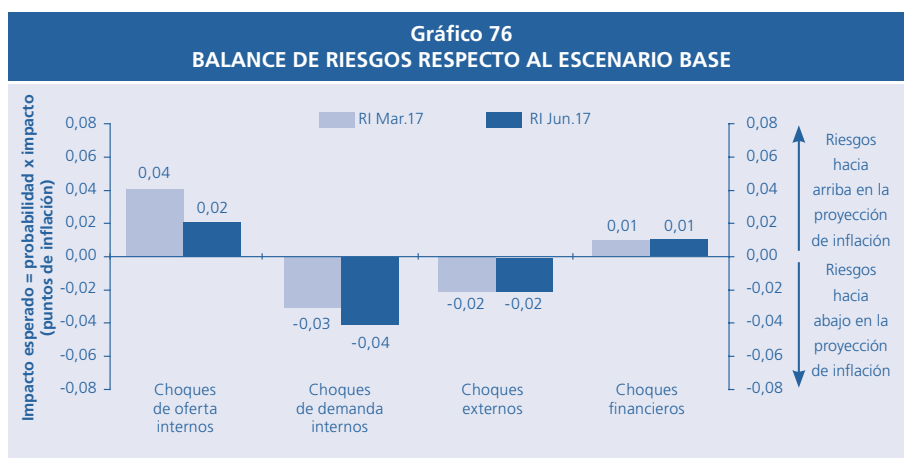
c. **Choques externos negativos.**

El escenario base considera un contexto externo favorable a nuestra economía. Sin embargo, una caída en los precios de los *commodities* supondría una brecha de producto más negativa y una inflación por debajo de la del escenario base.

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

Un ritmo más rápido de alza de tasas por parte de la Fed respecto al previsto podría generar ajustes bruscos en las tasas de interés de bonos de largo plazo y mayores flujos de capital hacia los EUA, lo que presionaría el tipo de cambio al alza, y en el corto plazo podría incrementar la inflación respecto a la evolución consistente con el escenario central de proyección.

49. El balance de riesgos de la proyección de inflación presenta un sesgo 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 mantiene la previsión de la convergencia de inflación hacia el rango meta en el horizonte de proyección 2017-2018; consecuente con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda y una reducción continua de las expectativas de inflación en dicho horizonte.

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





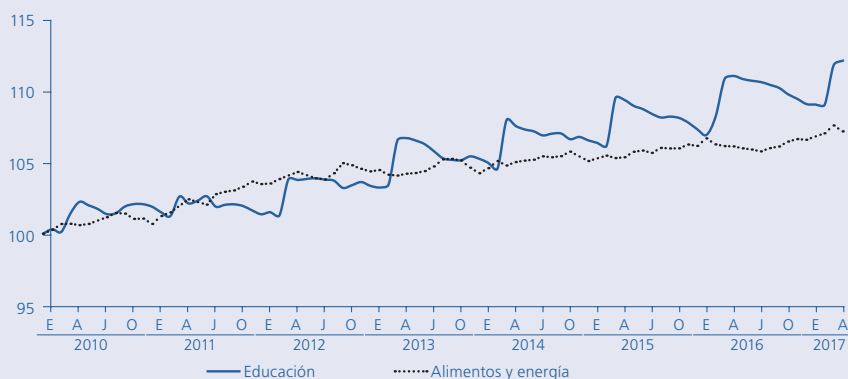
Recuadro 3

CHOQUES DE OFERTA Y LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

La inflación está definida como el aumento generalizado y sostenido de los precios de los bienes y servicios. En ocasiones, la inflación puede desviarse de manera temporal debido a factores que no están asociados a presiones de demanda y, por tanto, no constituyen aumentos *generalizados* y *sostenidos* en el precio de los bienes y servicios.

Entre estos factores, denominados también choques de oferta, se incluyen cambios de precios relativos provocados por fenómenos climáticos o variaciones en las preferencias de los consumidores. Estos choques pueden llegar a ser persistentes e impactar en la volatilidad de la inflación, dado que pueden alterar la estructura de costos de las empresas y su margen de ganancia. En los gráficos siguientes se observa la evolución de los precios del rubro educación y del rubro de alimentos y energía relativos al resto de bienes y servicios de la economía. Se puede verificar que durante el periodo de análisis (2010-2017) se ha venido observando un fuerte cambio en precios relativos de los servicios educativos y de los alimentos.

INDICE DE PRECIOS RELATIVOS A LA INFLACIÓN TOTAL
(Dic.2009 = 100)

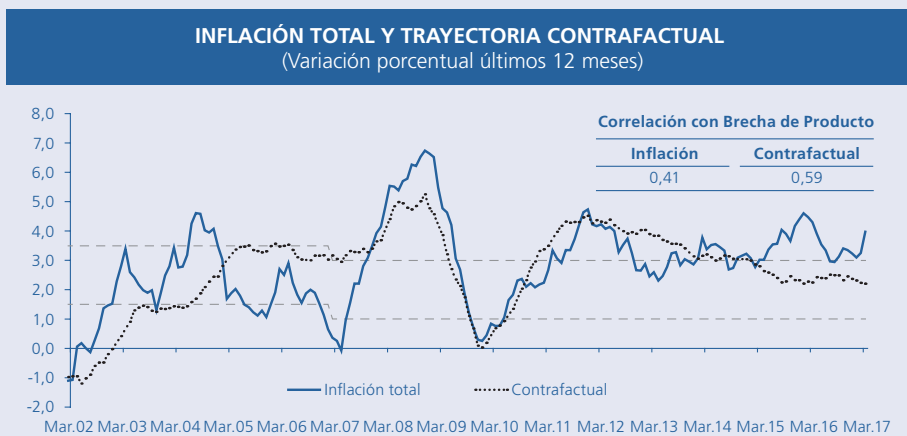


Si bien la inflación se afecta transitoriamente por cambios en precios relativos persistentes, no resulta deseable que la autoridad monetaria reaccione frente a este tipo de desvíos de la inflación, a menos que éstos terminen afectando la formación de expectativas de inflación. En este recuadro se identifica el efecto de estos cambios en precios relativos en la evolución reciente de la inflación, y se ofrece evidencia que muestra su importancia en la economía. Para ello se utiliza un modelo de vectores autorregresivos que incluye variables exógenas de control (VARX), que permiten identificar distintos choques estructurales, entre ellos, aquellos asociados a la evolución de los cambios en precios relativos.

Las variables utilizadas en el modelo VARX son la tasa de inflación, una medida de inflación relativa de los precios de servicios educativos, el crecimiento del PBI, la tasa de interés interbancaria, la tasa de crecimiento anual de la liquidez total y la tasa de depreciación nominal del sol relativo al dólar americano. Adicionalmente, se incluyen como variables de control a la tasa Libor a 3 meses, la tasa

de bonos a 10 años de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, el Índice de Producción Industrial y la inflación de Estados Unidos, así como los índices de precios de los *commodities* y del petróleo (WTI). La identificación del modelo VAR se realiza a través de la factorización de *Cholesky* y se utiliza la muestra de diciembre de 1996 a marzo de 2017. Dado que la estimación es bayesiana, esta se realiza a través del muestreo de Gibbs y utilizando *priors* informativos. Todas las variables fueron incluidas en términos anuales y en porcentajes.

Se procedió a calcular una trayectoria alternativa de la inflación en donde se eliminan los choques de oferta, de precios relativos del sector educación y los choques cambiarios. La idea es obtener una trayectoria contrafactual, la cual representa una simulación sobre qué habría ocurrido con la evolución de la inflación de no haberse presentado estos choques de oferta y de cambio de precios relativos (educación y tipo de cambio).



Como primer resultado, observamos que en ausencia de estos choques la inflación hubiese sido menos volátil y se habría ubicado dentro del rango meta de 1 a 3 por ciento desde el año 2014, lo que evidenciaría la importancia de los choques de oferta y cambios en precios relativos en la evolución reciente de la inflación.

Como se mencionó anteriormente, en la medida que los choques identificados afectan la inflación transitoriamente, no requieren de respuestas de política monetaria. Sin embargo, cuando son persistentes, pueden terminar afectando la formación de expectativas, en cuyo caso se requiere de respuestas de política monetaria para mitigar sus efectos de segunda vuelta en la formación de precios de la economía. Por tanto, una mayor persistencia de los choques de oferta, que a su vez hace la inflación más persistente, requiere monitorear la evolución de las expectativas de inflación con especial atención de tal manera que el banco central pueda responder oportunamente ante estos choques, y limitar con ello efectos más duraderos de cambios en precios relativos en la inflación.



BANCO DE RESERVA DEL PERU
PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

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