



REPORTE DE INFLACIÓN

Junio 2018

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2018-2019**

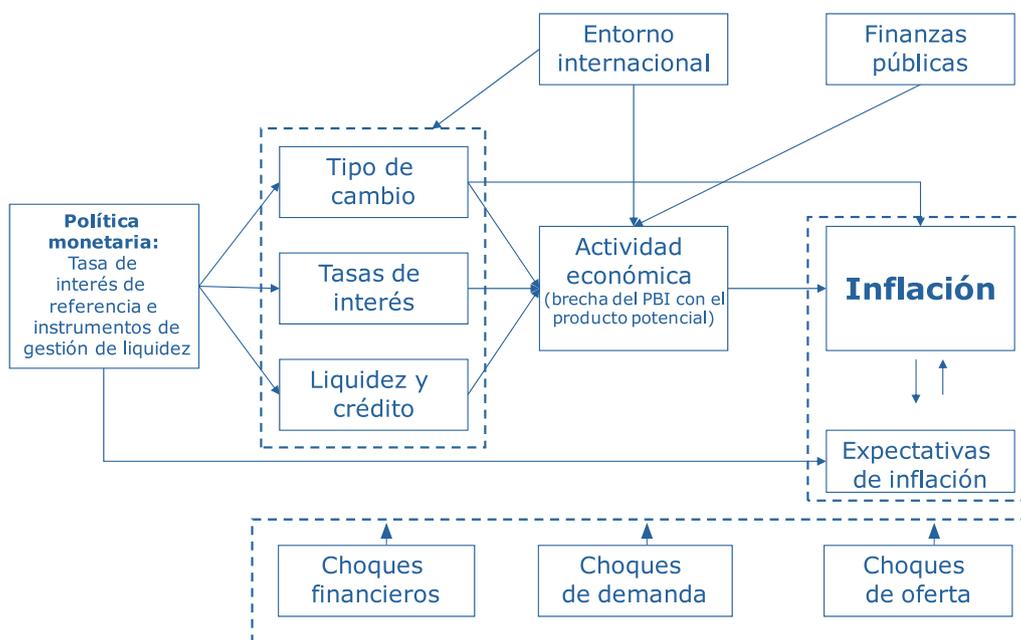


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2018-2019

Junio 2018



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

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2018-2019

Junio 2018

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Economía global	11
– Mercados financieros	19
II. Balanza de pagos	25
– Cuenta corriente.....	25
– Términos de intercambio.....	27
– Financiamiento externo.....	35
III. Actividad económica	39
– PBI gasto.....	39
– PBI sectorial	49
IV. Finanzas públicas.....	60
– Ingresos fiscales	62
– Gasto público	63
– Resultado primario estructural e impulso fiscal	66
– Deuda pública.....	67
V. Política monetaria y mercados financieros.....	76
– Acciones de política monetaria.....	76
– Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	89
VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos	95
– Evolución a mayo de 2018.....	95
– Proyección 2018-2019	96
– Balance de riesgos en el horizonte 2018 - 2019	101

RECUADROS

1. Evolución de la Agroexportación	53
2. Empleo formal – Planilla electrónica.....	56
3. Efectos en la inflación y la recaudación de los cambios recientes al Impuesto Selectivo al Consumo (ISC).....	70
4. Mecanismo de ejecución de inversión pública para los Juegos Panamericanos Lima 2019.....	73
5. La importancia del tono de la comunicación en la política monetaria	92
6. Actualización de la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC)	104

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2018 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno, a abril de 2018 de cuentas monetarias, y a mayo de las operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue el esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación contempla un rango entre 1,0 por ciento y 3,0 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de inflación y de sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente la oferta de bienes y servicios, como es el caso de los originados en bienes importados o en factores climáticos internos. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito de retornar y mantener a las expectativas de inflación dentro del rango meta.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad financiera y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Así, mediante la intervención cambiaria, se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio y acumular reservas internacionales en un período de entrada de capitales externos o altos precios de productos de exportación, lo cual desarrolla fortalezas ante eventos negativos en una economía con un elevado porcentaje de dolarización financiera. El BCRP maneja además otros instrumentos de política monetaria, con los que puede afectar de manera más directa a los volúmenes y composición del crédito, como los encajes en moneda nacional y en moneda extranjera, y así evitar excesos o restricciones en la evolución del crédito.
- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 7 de junio de 2018.



Resumen

- i. Entre enero y mayo de 2018, los indicadores de **actividad económica mundial** señalan que el crecimiento previsto se mantendría aunque acompañado de un menor grado de sincronización entre las principales economías. La Eurozona presenta indicadores de desaceleración que contrasta con el mayor dinamismo de la economía de EUA y con el crecimiento alto y estable de la economía china. Con esta evolución, se mantiene la proyección de crecimiento mundial de 3,8 por ciento para el presente año y de 3,7 por ciento para 2019, consistente con un menor estímulo monetario en las economías desarrolladas y la convergencia de su crecimiento hacia su potencial.
- ii. Los **términos de intercambio** crecieron 7,1 por ciento en el primer trimestre de 2018, lo que reflejó principalmente los mayores precios de los *commodities* de exportación (12,8 por ciento). Sin embargo, desde abril, los precios de nuestras importaciones, particularmente de petróleo, se han elevado en una magnitud no prevista en el Reporte de Inflación previo, impulsados por las restricciones de oferta y el sólido crecimiento de la actividad global. En este contexto, la proyección de **términos de intercambio** para el presente año ha sido revisada a la baja, de 7,4 a 4,9 por ciento, principalmente por el ajuste al alza del precio del petróleo, y por una revisión del crecimiento de los precios de algunos metales (plomo y zinc), afectados por las tensiones comerciales y la apreciación del dólar. Para el próximo año, se espera un incremento de los términos de intercambio de 1,3 por ciento.
- iii. En el primer trimestre de 2018, el déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** fue de 2,4 por ciento del PBI. La balanza comercial siguió favorecida por la coyuntura externa (alza de los términos de intercambio y crecimiento sostenido del comercio mundial), y registró superávit por séptimo trimestre consecutivo, mayor en 0,9 puntos porcentuales del PBI al de igual período de 2017.

En el horizonte de proyección, el déficit de cuenta corriente se ubicaría en 1,2 por ciento del PBI para 2018 y 2019, consistente con las mayores exportaciones no tradicionales esperadas para 2018 y los mayores términos de intercambio en 2019. Los **flujos de capitales externos para el sector privado de largo plazo**, equivalentes a 4,8 por ciento del PBI en 2018 y 2019, seguirán siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos, superando los requerimientos de la cuenta corriente.

- iv. La **actividad económica** creció 3,2 por ciento durante el primer trimestre de 2018, la mayor tasa desde el tercer trimestre de 2016 (4,7 por ciento), con una recuperación de la **demanda interna**, que creció 3,9 por ciento, con lo que superó los efectos de los choques negativos que impactaron en 2017. Destacó el mayor ritmo de gasto público (principalmente por obras de rehabilitación y mantenimiento) y un aumento





de la inversión privada como reflejo de la mejora de los términos de intercambio, lo que a su vez impactó favorablemente en la evolución de los sectores no primarios (que crecieron 3,6 por ciento), particularmente construcción y servicios.

Para el horizonte de proyección se mantiene el crecimiento del PBI en 4,0 por ciento para 2018 y se revisa al alza de 4,0 a 4,2 por ciento para 2019, consistente con el dinamismo de la demanda interna, principalmente el consumo e inversión privados, gracias a la recuperación de la confianza y al estímulo fiscal asociado al plan de reconstrucción y a la inversión para los Juegos Panamericanos.

- v. Luego de alcanzar un pico de 3,1 por ciento del PBI en 2017, el **déficit fiscal** en términos anuales inició una tendencia descendente y se ubicó en 2,4 por ciento del PBI en mayo de 2018. Este resultado se debió fundamentalmente a una recuperación de los ingresos corrientes del gobierno general como reflejo de la mayor recaudación por regularización del impuesto a la renta, que alcanzó un máximo histórico este año.

Para el horizonte de proyección, se espera que la recaudación mantenga su tendencia positiva, impulsada por el mejor desempeño de la demanda interna, la mayor recaudación por minería, las menores devoluciones y por el incremento del Impuesto Selectivo al Consumo. Por otro lado, los gastos corrientes moderarán su evolución creciente presentada a inicios del año y la inversión pública se acelerará por las obras de reconstrucción por el Fenómeno El Niño Costero y los Juegos Panamericanos. Con ello, el déficit fiscal llegaría a 3,1 por ciento del PBI en 2018. Para 2019, se espera un descenso del déficit a 2,9 por ciento del PBI, consistente con la consolidación fiscal. Esta proyección implica un impulso fiscal ponderado positivo para 2018 y nulo para 2019, lo que coincidiría con el cierre de la brecha del producto.

- vi. En este contexto de recuperación de la actividad económica y proyección de la inflación en el centro del rango meta, el Directorio del BCRP mantuvo **la tasa de interés de referencia** en 2,75 por ciento en el segundo trimestre, equivalente a una tasa de interés real de 0,5 por ciento, lo que refleja una política monetaria expansiva en un entorno en el que no se avizoran presiones de demanda.
- vii. El **crédito al sector privado** creció 8,6 por ciento interanual en abril de 2018, en un contexto de recuperación de la demanda del sector privado. Para el horizonte de proyección se prevé que el crecimiento del crédito al sector privado evolucione conforme al ritmo de crecimiento de la demanda interna, esperándose una tasa de 8,5 por ciento para 2018 y 8,8 por ciento en 2019. Ello se encuentra en línea con las medidas de flexibilización monetaria implementadas, de reducción tanto de la tasa de interés de referencia como de las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera.
- viii. La **inflación** disminuyó desde 1,18 por ciento en febrero a 0,93 por ciento en mayo, principalmente por la evolución de la inflación del grupo de Alimentos y Energía que aún registra caída por la reversión de los choques de oferta que afectaron a

los productos agrícolas durante 2017. La variación del IPC sin Alimentos y Energía se ubicó en 2,0 por ciento, en línea con el punto medio de la meta de inflación. Asimismo, las expectativas de inflación a doce meses han seguido descendiendo hasta 2,2 por ciento anual, ubicándose dentro del rango meta desde marzo de 2017.

- ix. Se proyecta que la **inflación** se ubique por debajo de 2 por ciento durante la primera mitad de 2018, debido a la corrección de los choques de oferta que incrementaron los precios entre fines de 2016 y la primera mitad de 2017, y que luego converja gradualmente hacia 2 por ciento. Asimismo, se proyecta que la inflación sin Alimentos y Energía y las expectativas de inflación se ubiquen alrededor de 2 por ciento en el horizonte de proyección, en un contexto de ausencia de presiones inflacionarias de demanda e inflación importada moderada.
- x. El balance de los **factores de riesgo** considerados en este Reporte –choques de demanda internos (recuperación más gradual de inversión privada y pública), volatilidad de los mercados financieros internacionales, choques de demanda externos (menor crecimiento de la actividad mundial por las medidas proteccionistas adicionales de Estados Unidos y represalias comerciales de algunos de sus socios comerciales), y choques de oferta (aumento en los precios de los combustibles y de algunos alimentos importados)– se traduce en un sesgo neutral, de manera que el impacto de factores al alza de la inflación se compensa con el de los factores a la baja.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2016	2017	2018 ^{1/}		2019 ^{1/}	
			RI Mar.18	RI Jun.18	RI Mar.18	RI Jun.18
Var. % real						
1. Producto bruto interno	4,0	2,5	4,0	4,0	4,0	4,2
2. Demanda interna	1,1	1,6	4,2	4,2	4,2	4,4
a. Consumo privado	3,3	2,5	3,2	3,4	3,6	3,7
b. Consumo público	-0,6	1,0	4,0	3,8	2,5	2,5
c. Inversión privada fija	-5,7	0,3	5,5	5,5	7,5	7,5
d. Inversión pública	-0,2	-2,3	14,2	12,6	5,0	5,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	9,5	7,2	3,2	4,4	3,6	3,9
4. Importaciones de bienes y servicios	-2,2	4,0	4,0	5,1	4,3	4,5
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,8	3,6	3,7	3,8	3,5	3,6
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	-0,3 ; 0,2	-1,4 ; -0,8	-1,0 ; -0,3	-0,9 ; -0,2	-0,7 ; 0,0	-0,4 ; 0,4
Var. %						
6. Inflación	3,2	1,4	2,0	2,2	2,0	2,0
7. Inflación esperada ^{3/}	-	-	2,2	2,2	2,5	2,5
8. Depreciación esperada ^{3/}	-	-	0,8	1,6	1,1	1,5
9. Términos de intercambio ^{4/}	-0,7	7,3	7,4	4,9	0,2	1,3
a. Precios de exportación	-3,6	13,1	12,0	11,6	0,1	1,9
b. Precios de importación	-3,0	5,4	4,3	6,4	-0,1	0,6
Var. % nominal						
10. Circulante	6,5	6,7	7,6	7,6	8,0	8,5
11. Crédito al sector privado ^{5/}	5,6	6,6	7,5	8,5	7,8	8,8
% PBI						
12. Inversión bruta fija	22,8	21,7	22,2	22,1	22,8	22,7
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-2,7	-1,3	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2
14. Balanza comercial	1,0	2,9	4,3	3,9	4,2	4,1
15. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{6/}	4,6	5,6	4,4	4,8	4,4	4,8
16. Ingresos corrientes del gobierno general	18,5	18,0	18,3	18,7	18,5	18,8
17. Gastos no financieros del gobierno general	19,9	20,0	20,3	20,4	20,0	20,3
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,6	-3,1	-3,5	-3,1	-2,9	-2,9
19. Saldo de deuda pública total	23,8	24,8	25,3	25,2	26,3	26,1
20. Saldo de deuda pública neta	6,8	9,5	12,3	11,8	14,8	14,1

RI: Reporte de Inflación

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras

4/ Promedio.

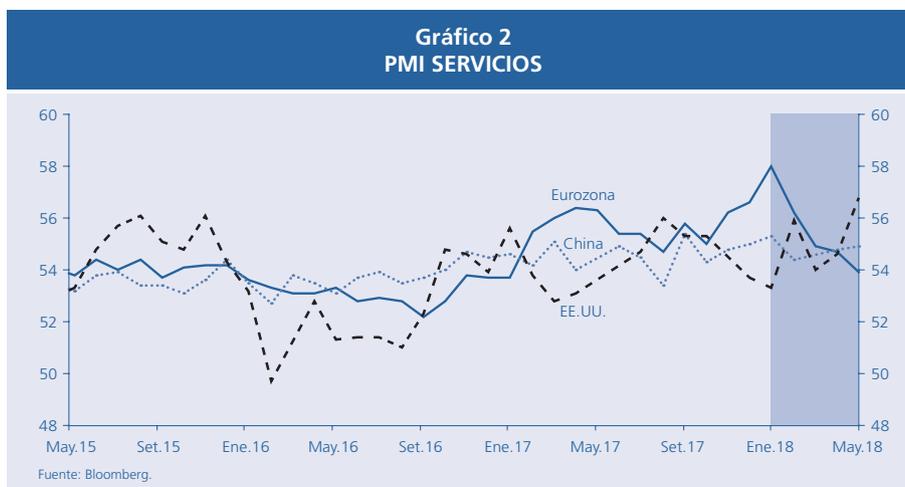
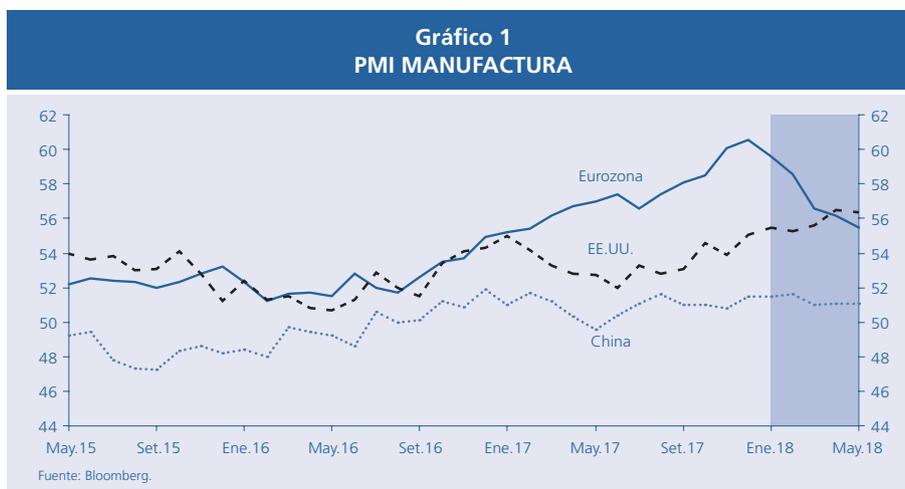
5/ Incluye colocaciones de las sucursales en el exterior de las empresas bancarias.

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

I. Escenario internacional

Economía global

- Entre enero y marzo del presente año se ha venido presentando un menor grado de sincronización en el crecimiento de la actividad de las principales economías. La Eurozona presenta indicadores de desaceleración, que contrasta con el mayor dinamismo de la economía de EUA y con el crecimiento alto y estable de la economía china.





2. La **proyección del crecimiento mundial** se mantiene en 3,8 por ciento para 2018 y en 3,7 por ciento para 2019. El promedio del crecimiento de las economías desarrolladas pasaría de 2,3 a 2,0 por ciento, reflejando un menor crecimiento de la economía norteamericana (2,8 y 2,2 por ciento), de la Eurozona (2,2 y 2,0 por ciento) y la del Japón (1,3 y 1,0 por ciento). Las economías en desarrollo seguirían teniendo un mayor dinamismo (4,9 por ciento en 2018 y 5,0 por ciento en 2019), entre las que destaca China (6,6 y 6,4 por ciento), India (7,4 y 7,8 por ciento) y América Latina y el Caribe (2,2 y 2,7 por ciento).

Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

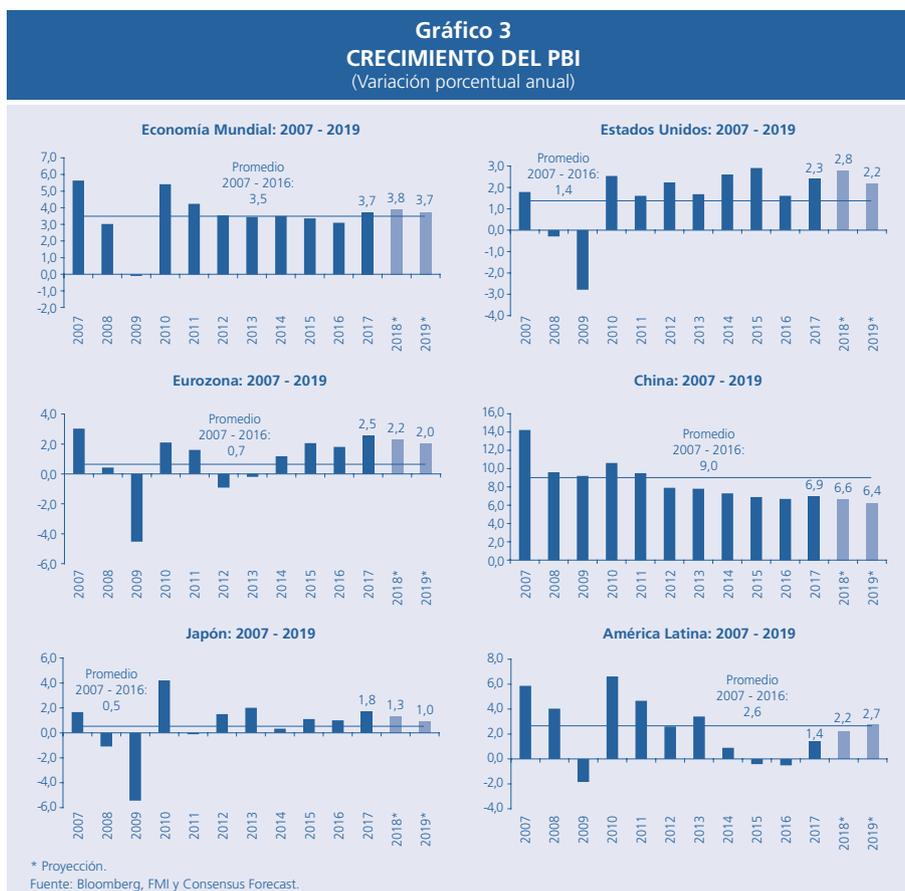
	PPP% ^{1/}	Comercio Perú % ^{1/}	2016	2017	2018*		2019*	
					Ri Mar.18	Ri Jun.18	Ri Mar.18	Ri Jun.18
Economías desarrolladas	41,3	42,9	1,7	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0
<i>De las cuales</i>								
1. Estados Unidos	15,3	20,2	1,5	2,3	2,7	2,8	2,2	2,2
2. Eurozona	11,6	12,8	1,8	2,5	2,3	2,2	2,0	2,0
Alemania	3,3	2,7	1,8	2,5	2,4	2,2	2,0	2,0
Francia	2,2	0,8	1,2	1,9	2,0	1,9	1,8	1,8
Italia	1,8	1,8	0,9	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2
España	1,4	4,0	3,2	3,1	2,5	2,5	2,2	2,2
3. Japón	4,3	4,0	1,0	1,8	1,3	1,3	1,0	1,0
4. Reino Unido	2,3	1,3	1,8	1,8	1,4	1,4	1,4	1,4
5. Canadá	1,4	2,6	1,4	2,8	2,1	2,0	1,9	1,9
Economías en desarrollo	58,7	57,1	4,2	4,7	4,9	4,9	4,9	5,0
<i>De las cuales</i>								
1. Asia emergente y en desarrollo	32,4	34,9	6,4	6,6	6,5	6,6	6,5	6,6
China	18,2	27,9	6,7	6,9	6,5	6,6	6,3	6,4
India	7,4	3,8	7,1	6,7	7,4	7,4	7,8	7,8
2. Comunidad de Estados Independientes	4,5	0,5	0,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Rusia	3,2	0,5	-0,2	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
3. América Latina y el Caribe	7,7	21,6	-0,5	1,4	2,2	2,2	2,7	2,7
Brasil	2,6	5,4	-3,4	1,0	2,5	2,5	2,4	2,9
Chile	0,4	3,3	1,7	1,5	3,0	3,6	3,0	3,5
Colombia	0,6	2,9	1,6	1,8	2,9	2,6	3,0	3,0
México	1,9	3,0	2,4	2,0	2,2	2,2	2,5	2,3
Perú	0,3	-	4,0	2,5	4,0	4,0	4,0	4,2
Economía Mundial	100,0	100,0	3,1	3,7	3,8	3,8	3,7	3,7
Nota:								
Socios Comerciales ^{1/2/}	65,9		2,8	3,6	3,7	3,8	3,5	3,6

1/ Las ponderaciones (paridad de poder de compra PPP) corresponden al año 2017.

2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú. Las proyecciones para 2018 y 2019 se han revisado con la estructura de comercio de 2017.

* Proyección.

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.



3. Los principales **factores de riesgo** que podrían afectar el crecimiento global se asocian a potenciales conflictos comerciales entre EUA y sus principales socios (China y Eurozona, principalmente) y en torno a eventos geopolíticos (Medio Oriente y Corea del Norte). Asimismo, existe el riesgo de un ajuste brusco en las condiciones de los mercados financieros asociados a ajustes no previstos en la política monetaria de la Fed y de otros bancos centrales. Este escenario puede impactar de manera particular a las economías emergentes con alteraciones en sus mercados cambiario, bursátil y de renta fija, en particular en el mercado de bonos del sector público.

4. En **Estados Unidos**, el crecimiento del primer trimestre de 2018 (2,2 por ciento) fue menor al del trimestre previo (2,9 por ciento), pero mayor al del primer trimestre del año anterior (1,2 por ciento), en línea con la mejora de la actividad económica.

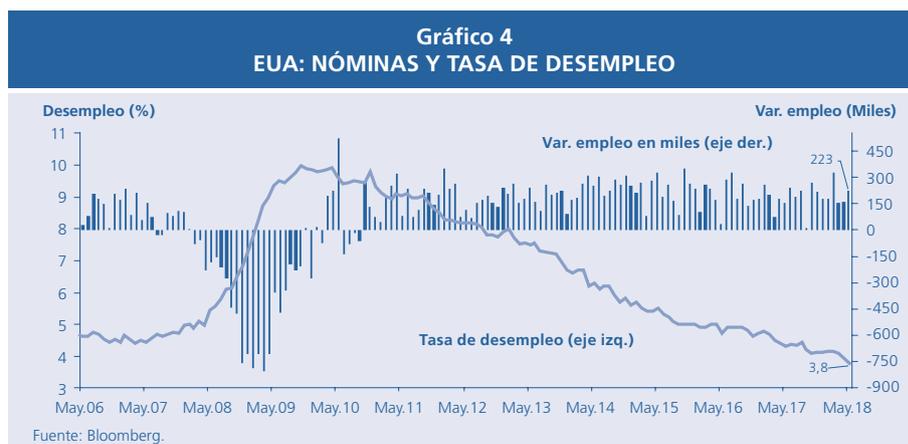




Cuadro 2 EUA: PBI (Variación porcentual anual)								
	2015	2016	2017				Año	2018
			I	II	III	IV		
Consumo personal	2,5	2,7	1,9	3,3	2,2	4,0	2,8	1,0
Inversión privada bruta	0,9	-1,6	-1,2	3,9	7,3	4,7	3,3	7,2
Inversión no residencial	2,3	-0,6	7,2	6,7	4,7	6,8	4,7	9,2
Variación de inventarios *	0,2	-0,4	-1,5	0,1	0,8	-0,5	-0,1	0,1
Exportaciones	0,1	-0,3	7,3	3,5	2,1	7,0	3,4	4,2
Importaciones	-0,8	1,3	4,3	1,5	-0,7	14,1	4,0	2,8
Gasto de gobierno	0,3	0,8	-0,6	-0,2	0,7	3,0	0,1	1,1
PBI	2,9	1,5	1,2	3,1	3,2	2,9	2,3	2,2

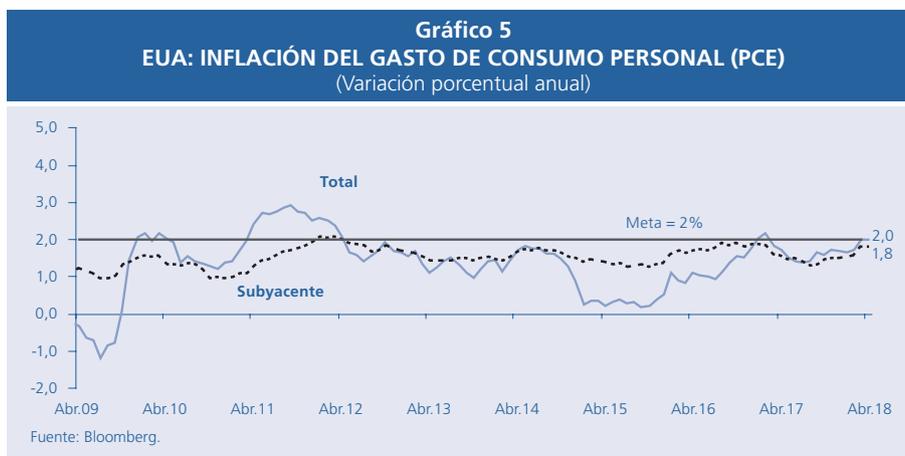
*Contribución al crecimiento.
Fuente: BEA.

La menor tasa de crecimiento del PBI se explica por la evolución del consumo personal. Se estima que esta desaceleración sea temporal considerando la continua mejora en el mercado laboral: en mayo se crearon 223 mil puestos de trabajo, el desempleo bajó a 3,8 por ciento –su nivel más bajo desde el 2000– y la tasa de participación se ubicó en 62,7 por ciento. Por el contrario, la inversión privada continuó siendo el componente más dinámico de la demanda interna explicado en parte por los cambios en la política tributaria y por la favorable evolución de las utilidades corporativas de los trimestres previos.



En abril, la inflación del Gasto del Consumo Personal (PCE) se ubicó en 2,0 por ciento anual y la inflación subyacente del PCE fue 1,8 por ciento anual, mostrando una tendencia al alza respecto a los periodos anteriores. Por su parte, el salario promedio

por hora de mayo aumentó 2,7 por ciento con respecto a igual mes del año anterior, en línea con la tendencia favorable de los indicadores de empleo.



La evolución de la inflación —junto con el impacto del estímulo fiscal sobre la actividad económica y las ganancias del mercado laboral— sugieren que el PBI de Estados Unidos estaría cerca de su nivel potencial, habiéndose revertido la brecha producto negativa observada desde 2009 a raíz de la crisis financiera internacional. Ante ello, la Fed viene realizando un ajuste gradual de la tasa de interés de la política monetaria y reduciendo el volumen de compra de títulos de renta fija.

En su reunión de junio, la Fed decidió elevar su rango de tasas de interés a 1,75-2,00, luego de mantenerlo en mayo. Las proyecciones de los miembros del comité mostraron una corrección al alza en el crecimiento e inflación, mientras que se revisó a la baja el desempleo. Asimismo, la Fed elevó el perfil de tasas para 2018 y 2019.





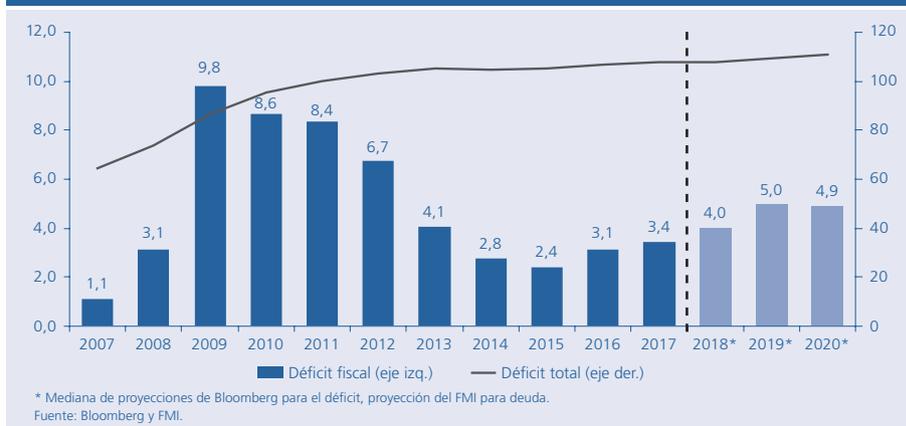
**Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED***

	2018		2019		2020		Largo Plazo	
	Mar.18	Jun.18	Mar.18	Jun.18	Mar.18	Jun.18	Mar.18	Jun.18
Crecimiento	2,7	2,8	2,4	2,4	2,0	2,0	1,8	1,8
Tasa de desempleo	3,8	3,6	3,6	3,5	3,6	3,5	4,5	4,5
Inflación (PCE)	1,9	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	-	-
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.								
Tasa de interés (%)	2,1	2,4	2,9	3,1	3,4	3,4	2,9	2,9

* Incorpora 15 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de periodo.

Sin embargo, dado el fortalecimiento del mercado laboral, el posible traspaso de las presiones salariales sobre la inflación toma mayor importancia y podría constituir un factor que influya sobre la velocidad y magnitud del ajuste en las tasas de interés. Otro factor importante que podría afectar las decisiones de la Fed es la política fiscal expansiva, que ha implicado revisiones al alza en el crecimiento para los próximos años. Se estima que, en línea con la reducción tributaria, el déficit fiscal aumente de 3,4 a 4,0 por ciento en 2018 y a 5,0 por ciento en 2019.

**Gráfico 7
DÉFICIT FISCAL Y DEUDA DE EUA
(Porcentaje del PBI)**



En ese contexto, el mercado espera ahora dos alzas más en 2018 (setiembre y diciembre) y tres en 2019, convergiendo de esta manera hacia una tasa alrededor de 3,0 por ciento.

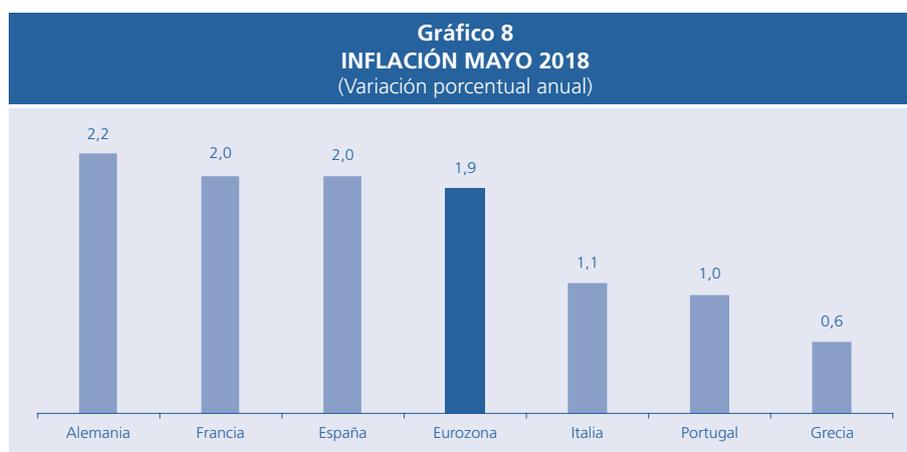
- El PBI de la **Eurozona** creció 0,4 por ciento en el primer trimestre, tasa menor a la del trimestre previo (0,7 por ciento). El menor crecimiento se explica en parte por factores temporales vinculados al clima y a conflictos laborales. Los indicadores de actividad

de manufactura y servicios de abril y mayo, son menores que lo esperado pero se han mantenido en zona de expansión.

En línea con estos indicadores recientes, se estima que para el año 2018, la economía crezca 2,2 por ciento, ligeramente menor al crecimiento proyectado en el Reporte de Inflación de marzo (2,3 por ciento). La demanda interna sigue apoyada por la mejora del mercado laboral, las condiciones crediticias, el aumento en el precio de los activos y las mayores utilidades corporativas, mientras que la demanda externa crecería apoyada en el crecimiento global y en la reciente depreciación del euro. A nivel de países, destacan las mejoras de Alemania; por el contrario, Italia registra tasas menores por efectos de la incertidumbre política. Para 2019, el crecimiento sería de alrededor de 2,0 por ciento dada la moderación del estímulo monetario y las menores ganancias en el mercado laboral.

Este crecimiento económico está acompañado de bajas tasas de inflación. En mayo, la inflación anual fue 1,9 por ciento, aunque a nivel de países se observa cierta disparidad. La inflación subyacente, por su parte, se ubicó en 1,1 por ciento, en línea con la caída en la inflación de servicios. Se espera que la inflación converja hacia 2 por ciento el próximo año.

Teniendo en cuenta esta evolución macroeconómica, en la reunión de junio, el BCE decidió que continuará con su compra de bonos hasta diciembre de 2018 y mantendrá la tasa de interés en los niveles actuales hasta 2019.



- En **China**, la economía creció 6,8 por ciento en el primer trimestre de 2018, la misma tasa registrada en los dos últimos trimestres de 2017, observándose una fortaleza en el comportamiento del consumo, la inversión y las exportaciones. En abril se registró cierta moderación en la dinámica de la inversión y las ventas minoristas, pero la producción industrial continuó mostrando un ritmo importante de expansión. En dicho mes se hizo pública una declaración del gobierno que mencionaba la necesidad de impulsar la





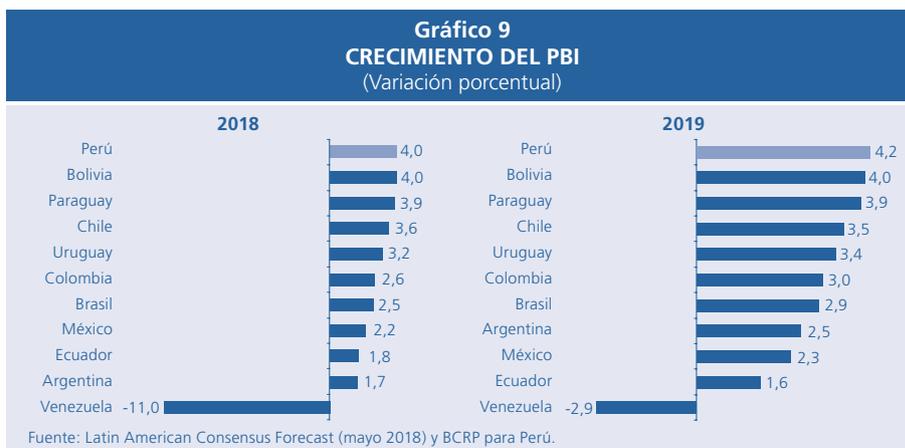
demanda interna, que ha sido interpretada como una señal de que el gobierno puede suavizar las medidas de ajuste, en particular fiscal, si es necesario.

Cuadro 4 CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS						
Indicadores	Diciembre				2018	
	2014	2015	2016	2017	Mar.	Abr.
PBI anual (%) ^{1/}	7,3	6,9	6,7	6,9	6,8	--
Producción Industrial (var.% anual)	7,9	5,9	6,0	6,2	6,0	7,0
Inversión en activos fijos (var. acum. anual)	15,7	10,0	8,1	7,2	7,5	7,0
Inversión infraestructura (var. acum. anual)	21,5	17,2	17,4	19,0	13,0	12,4
Ventas minoristas (var.% anual)	11,9	11,1	10,9	9,4	10,1	9,4
Exportaciones (var.% anual)	9,7	-1,6	-6,2	10,9	-2,7	12,9
Importaciones (var.% anual)	-2,4	-7,4	3,1	4,5	14,4	21,5
Importaciones de cobre concentrado (volumen, var. anual)	17,3	12,6	13,5	-0,8	-1,6	--
Financiamiento total nuevo (% anual)	15,2	12,4	12,7	12,3	10,5	10,5
Índice de precios al consumidor (var.% anual)	1,5	1,6	2,1	1,8	2,1	1,8

Fuente: Bloomberg y FMI.
1/ En el caso del PBI, es la variación porcentual de cada año con respecto al anterior hasta 2017.

En línea con los datos ejecutados en lo que va del año, se ha revisado ligeramente al alza la previsión de crecimiento del PBI de China a 6,6 por ciento en 2018 y 6,4 por ciento en 2019. Sin embargo, se mantienen factores de riesgo a la baja (elevado nivel de endeudamiento del sector privado). Asimismo, una guerra comercial con Estados Unidos, que afectaría la producción industrial y las exportaciones chinas, es un riesgo cuya probabilidad de ocurrencia ha aumentado desde el último Reporte.

7. **América Latina** ha mostrado una evolución favorable de la actividad económica en un contexto de menores presiones inflacionarias. Se estima un crecimiento de 2,2 y 2,7 por ciento para 2018 y 2019, respectivamente. La mayoría de economías tendrían un crecimiento mayor que en 2017, excepto en el caso de Venezuela y Argentina, esta última afectada por una menor producción de soya y por el ajuste en las condiciones financieras.

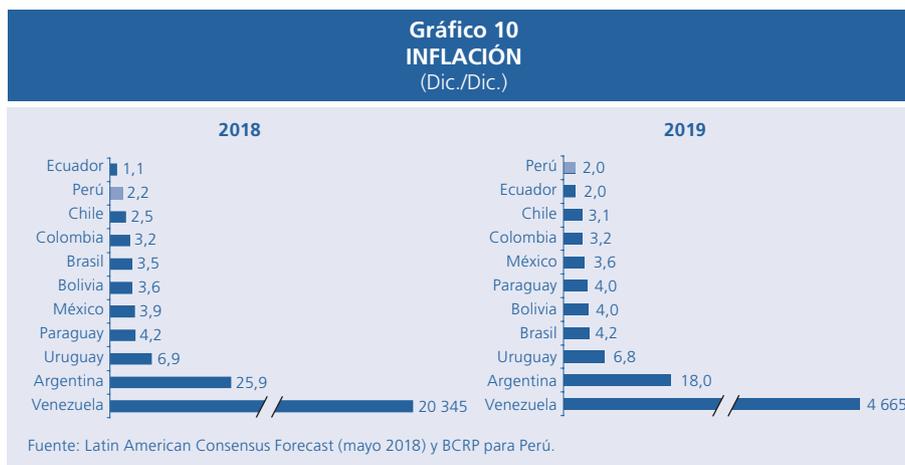


Brasil crecería más que en 2017. La reducción de la inflación ha permitido una mejora en los ingresos reales y ha dado margen a la aplicación de un estímulo monetario por parte del banco central. Las exportaciones también contribuirían al crecimiento dado el incremento en las cotizaciones de los principales productos. Sin embargo, se mantienen los riesgos referidos al proceso electoral de octubre y a la dificultad para implementar reformas del sistema previsional del sector público.

Para México, se estima un crecimiento de 2,2 por ciento para 2018 y 2,3 por ciento para 2019. Esta proyección se sustenta en el crecimiento de Estados Unidos (principal socio comercial), la mejora en los términos de intercambio y la reducción reciente de la inflación (que en 2017 afectó el poder adquisitivo de las familias). Sin embargo, la renegociación del TLCAN y el proceso electoral son factores de riesgo al crecimiento.

En Colombia, se espera que las condiciones externas favorables y la política fiscal levemente expansiva contribuyan a una tasa de crecimiento en 2018 mayor a la registrada en el año previo. En la medida que la tasa de inflación se ha reducido en los últimos meses (una vez disipado el impacto del aumento del IVA), es posible que las autoridades monetarias retomen la postura acomodaticia adoptada el año pasado.

En Chile, tras una desaceleración prolongada, el ritmo de incremento de la actividad económica se viene recuperando gracias al entorno externo favorable y a la política monetaria acomodaticia, que se iría revirtiendo a partir del cuarto trimestre de este año.



Mercados financieros

- Los mercados de **renta variable** tuvieron un comportamiento positivo en los países desarrollados, revirtiendo el efecto adverso del *sell-off* registrado durante el primer trimestre. Ello se explicó por los indicadores económicos positivos (en particular de





EUA), las ganancias corporativas del sector energético, tecnológico e industrial. Asimismo, los recortes de impuestos en EUA y la distensión de conflictos geopolíticos en las últimas semanas de mayo contribuyeron en el alza de los mercados.



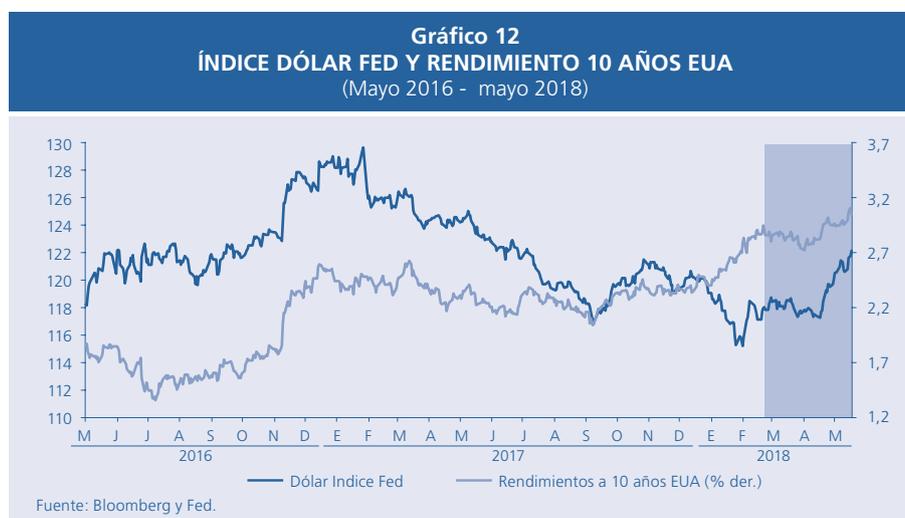
Cuadro 5
BOLSAS MUNDIALES

		Dic.17	Mar.18	May.18	Variación (%)	
					May./Mar.	May./Dic.
VIX*	S&P 500	11,04	19,97	15,43	-4,5	4,4
EUA	DOW JONES	24 719	24 103	24 416	1,3	-1,2
Alemania	DAX	12 918	12 097	12 605	4,2	-2,4
Francia	CAC 40	5 313	5 167	5 398	4,5	1,6
España	IBEX 35	10 044	9 600	9 466	-1,4	-5,8
Italia	FTSE MIB	21 853	22 411	21 784	-2,8	-0,3
Grecia	ASE	802	781	756	-3,2	-5,8
Suiza	SMI	9 382	8 741	8 457	-3,2	-9,9
Japón	NIKKEI 225	22 765	21 159	22 202	4,9	-2,5
Reino Unido	FTSE 100	7 688	7 057	7 678	8,8	-0,1
Brasil	BOVESPA	76 402	85 366	76 754	-10,1	0,5
México	IPC	49 354	46 125	44 663	-3,2	-9,5
Chile	IGP	27 981	27 736	27 626	-0,4	-1,3
Colombia	IGBC	11 478	11 320	12 297	8,6	7,1
Argentina	MERVAL	30 066	31 115	28 559	-8,2	-5,0
Perú	IND. GRAL.	19 974	20 559	20 814	1,2	4,2
Rusia	INTERFAX	1 154	1 247	1 163	-6,7	0,7
Sudáfrica	JSE	59 505	55 475	56 158	1,2	-5,6
Turquía	XU100	115 333	114 845	100 652	-12,4	-12,7
China	Shangai C.	3 307	3 161	3 095	-2,1	-6,4
Corea del Sur	Seul Composite	2 467	2 436	2 423	-0,5	-1,8
India	CNX NIFTY	10 531	10 114	10 736	6,2	2,0
Indonesia	JCI	6 356	6 189	5 984	-3,3	-5,9
Malasia	KLSE	1 797	1 856	1 741	-6,2	-3,1
Tailandia	SET	1 754	1 767	1 727	-2,3	-1,5

* Variación en puntos básicos.
Fuente: Bloomberg.

- En los mercados de **renta fija** destaca durante el presente año el incremento del rendimiento del bono a 10 años de los EUA en 45 pbs (de 2,4 a 2,9 por ciento),

lo cual refleja la decisión de la Fed de ir retirando gradualmente su posición expansiva.



Los riesgos políticos y el elevado peso de la deuda pública afectarían los rendimientos de los bonos de Italia y Grecia, con un aumento del rendimiento de 77 y 47 pbs, respectivamente, en lo que va del año.

Cuadro 6
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

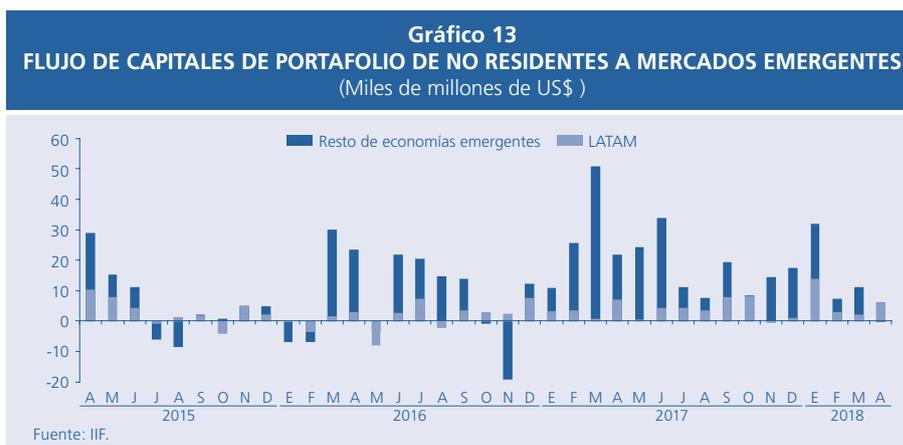
	Dic.17	Mar.18	May.18	Variación (pbs.)	
				May./Mar.	May./Dic.
Estados Unidos	2,41	2,74	2,86	12	45
Alemania	0,42	0,49	0,34	-16	-9
Francia	0,78	0,72	0,66	-5	-12
Italia	2,01	1,78	2,77	99	77
España	1,56	1,16	1,49	33	-7
Grecia	4,07	4,29	4,55	26	47
Suiza	-0,15	0,03	-0,07	-9	8
Japón	0,04	0,04	0,03	0	-1
Gran Bretaña	1,19	1,35	1,23	-12	4
Brasil	10,26	9,49	11,46	196	120
Colombia	6,48	6,51	6,62	11	14
Chile	4,55	4,47	4,56	9	1
México	7,65	7,32	7,79	48	15
Perú	4,87	4,52	5,37	86	50
Rusia	3,87	4,53	4,76	23	89
Sudáfrica	8,86	8,18	8,79	61	-6
Turquía	11,35	12,20	13,83	163	249
China	3,90	3,77	3,64	-13	-26
Corea del Sur	2,47	2,64	2,70	6	23
India	7,33	7,40	7,83	43	50
Indonesia	6,29	6,65	6,95	31	66
Malasia	3,91	3,95	4,19	24	28
Tailandia	2,32	2,40	2,60	20	28

Fuente: Bloomberg.





Las economías emergentes registraron un aumento del rendimiento de sus bonos en línea con una posición más cauta de inversionistas internacionales, que significó en conjunto una salida de capitales de estas economías. Como resultado de lo anterior, el rendimiento de los bonos de Turquía registró un incremento de 249 pbs, de Indonesia de 66 pbs, de Rusia de 89 pbs y de Brasil de 120 pbs.



10. En lo que va del año, el **dólar** se ha apreciado revirtiendo su tendencia negativa del primer trimestre debido a las mayores expectativas de un ajuste de tasa por parte de la Fed, en línea con los indicadores de actividad positivos en relación a los de Europa.

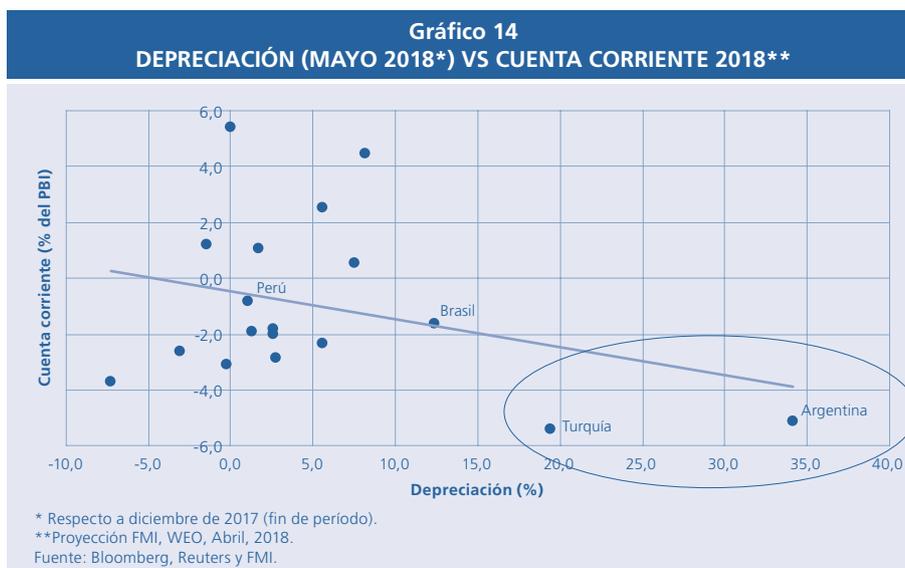
		Cuadro 7 TIPOS DE CAMBIO				
		Dic.17	Mar.18	May.18	Variación (%)*	
					May./Mar.	May./Mar.
Índice dólar*	US Dollar Index	92,12	90,15	93,98	4,2	2,0
Euro	Euro	0,834	0,813	0,855	5,2	2,6
Suiza	Franco Suizo	0,974	0,956	0,986	3,1	1,2
Japón	Yen	112,67	106,42	108,81	2,2	-3,4
Reino Unido	Libra	0,740	0,714	0,752	5,4	1,6
Brasil	Real	3,312	3,305	3,723	12,6	12,4
Chile	Peso	615	603	630	4,5	2,6
Colombia	Peso	2 982	2 788	2 890	3,6	-3,1
México	Peso	19,65	18,18	19,91	9,5	1,3
Argentina	Peso	18,59	20,11	24,94	24,0	34,1
Perú	Sol	3,24	3,23	3,27	1,3	1,1
Rusia	Rublo	57,66	57,25	62,35	8,9	8,1
Sudáfrica	Rand	12,36	11,83	12,70	7,3	2,7
Turquía	Lira	3,79	3,94	4,52	14,8	19,4
China	Yuan (Onshore)	6,51	6,29	6,41	1,9	-1,5
Corea d el Sur	Won	1 066,4	1 062,1	1 079,6	1,6	1,2
India	Rupia	63,83	65,11	67,42	3,5	5,6
Indonesia	Rupia	13 555	13 780	14 202	3,1	4,8
Malasia	Ringgit	4,04	3,87	3,98	2,9	-1,6
Tailandia	Bath	32,55	31,24	32,05	2,6	-1,5

*El aumento del índice significa apreciación del dólar.
Fuente: Reuters y FED.

En el caso particular del euro, este se debilitó 5,2 por ciento respecto a marzo y acumula una depreciación de 2,6 por ciento en el año. Algunos indicadores de la Eurozona indicarían cierta ralentización del crecimiento y una disminución de las presiones inflacionarias, lo que redujo la expectativa de un pronto retiro del estímulo por parte del BCE. También afectó al euro el ruido político en Italia y España, y el lento avance del *Brexit*.

La mayoría de las monedas de economías emergentes se depreciaron frente al dólar. Destaca la depreciación de la lira turca y el peso argentino. En estos casos, la tendencia apreciatoria del dólar se vio reforzada por otros factores como los desequilibrios externos (reflejados en el elevado déficit en cuenta corriente). En el caso de la lira turca, además influyeron las presiones políticas para evitar un alza de tasas de interés.

En el caso de Argentina, la flexibilización de su meta de inflación, el elevado déficit fiscal y de cuenta corriente y las menores exportaciones de soya generaron presiones sobre el peso. Estas presiones se acentuaron ante la renovación de elevados montos de letras de corto plazo (Lebac) del banco central, la introducción de un impuesto a las tenencias de los no residentes y ante la incertidumbre en torno a la ayuda financiera del FMI. La elevación de tasas de interés (de 27,5 a 40,0 por ciento) por parte del banco central atenuaron estas presiones sobre el tipo de cambio.



- En lo que va del año, varios bancos centrales elevaron su **tasa de interés de política monetaria** siguiendo la tendencia de la Fed. Las mayores alzas se dieron en economías que enfrentan altas tasas de inflación o elevados desequilibrios externos. Destacan las alzas de Argentina (1125 pbs) y Turquía (800 pbs), países que, como se señaló anteriormente, registran también las mayores tasas de depreciación en lo que va del año. Por el contrario, algunas economías (Colombia, Brasil y Perú, entre ellas)





redujeron sus tasas de interés ante la tendencia a la baja de la inflación y ante un crecimiento del producto por debajo de su potencial.

Cuadro 8
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA
(En porcentaje)

	Dic. 16	Dic.17	May. 18	Variación (pbs.) Con respecto a:
				Dic. 17
Argentina	--	28,75	40,00	1 125
Turquía	8,00	8,00	16,00	800
Ucrania	14,00	14,50	17,00	250
Pakistán	5,75	5,75	6,50	75
Rumania	1,75	1,75	2,50	75
Indonesia	4,75	4,25	4,75	50
Filipinas	3,00	3,00	3,25	25
Canadá	0,50	1,00	1,25	25
Estados Unidos	0,75	1,50	1,75	25
Malasia	3,00	3,00	3,25	25
México	5,75	7,25	7,50	25
República Checa	0,05	0,50	0,75	25
Australia	1,50	1,50	1,50	0
Corea del Sur	1,25	1,50	1,50	0
Chile	3,50	2,50	2,50	0
China	4,35	4,35	4,35	0
Hungría	0,90	0,90	0,90	0
Islandia	5,00	4,25	4,25	0
Israel	0,10	0,10	0,10	0
Noruega	0,50	0,50	0,50	0
Nueva Zelanda	1,75	1,75	1,75	0
Reino Unido	0,25	0,50	0,50	0
Suecia	-0,50	-0,50	-0,50	0
Tailandia	1,50	1,50	1,50	0
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	0
India	6,25	6,00	6,00	0
Taiwán	1,38	1,38	1,38	0
Sudáfrica	7,00	6,75	6,50	-25
Brasil	13,75	7,00	6,50	-50
Perú	4,25	3,25	2,75	-50
Colombia	7,50	4,75	4,25	-50
Rusia	10,00	7,75	7,25	-50

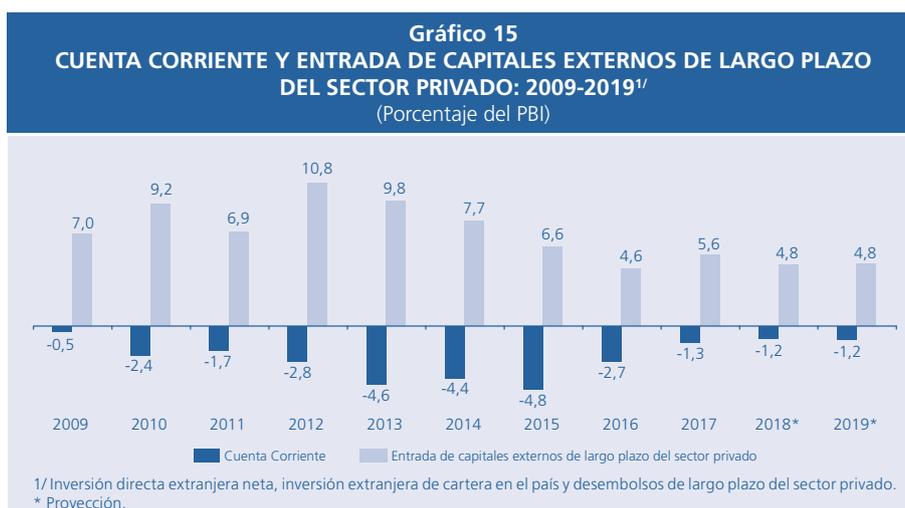
Fuente: Bloomberg.

II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

12. El escenario de proyección de este Reporte supone que se mantendrá el actual contexto internacional de mayor crecimiento mundial y altos precios de los minerales. Cabe aclarar que respecto al Reporte de marzo, la corrección a la baja en la proyección de nuestros términos de intercambio para 2018, principalmente por los precios de petróleo más altos y por precios de los metales más bajos, implicarán un menor superávit de balanza comercial que mejoraría en 2019 por los mayores precios promedio proyectados para el cobre y el oro.

Para el horizonte de proyección se espera niveles de **déficit de cuenta corriente** de 1,2 por ciento del PBI para 2018 y 2019, consistente con un superávit de la balanza comercial mayor a US\$ 10 mil millones en 2019. Se espera que los flujos de capitales externos de largo plazo para el sector privado continúe siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos (4,8 por ciento del PBI en 2018 y 2019).





Cuadro 9
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2017		2018*			2019*	
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.18	RI Jun.18	RI Mar.18	RI Jun.18
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-1 114	-2 720	-1 290	-2 693	-2 742	-3 049	-2 785
<i>Porcentaje del PBI</i>	-2,2	-1,3	-2,4	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2
1. Balanza comercial	1 172	6 266	1 752	9 983	9 025	10 102	10 011
a. Exportaciones	10 164	44 918	11 782	51 942	52 058	53 822	55 181
De las cuales:							
i) Tradicionales	7 466	33 124	8 605	38 472	37 903	39 647	39 706
ii) No Tradicionales	2 664	11 663	3 139	13 316	14 005	14 006	15 316
b. Importaciones	-8 992	-38 652	-10 030	-41 959	-43 033	-43 720	-45 170
2. Servicios	-201	-1 434	-558	-2 235	-2 227	-2 375	-2 436
3. Renta de factores	-3 044	-11 263	-3 329	-14 235	-13 134	-14 713	-14 097
4. Transferencias corrientes	958	3 712	845	3 794	3 594	3 937	3 738
Del cual: Remesas del exterior	710	3 051	745	3 194	3 204	3 332	3 364
II. CUENTA FINANCIERA	1 915	4 655	-299	3 733	1 692	4 559	4 595
1. Sector privado	1 021	1 406	1 403	2 681	1 031	3 378	3 394
a. Largo plazo	515	1 653	-31	3 161	1 892	3 798	4 314
b. Corto plazo 1/	505	-247	1 434	-480	-861	-420	-920
2. Sector público 2/	895	3 249	-1 702	1 053	661	1 181	1 201
III. VARIACIÓN DE RIN	802	1 936	-1 589	1 040	-1 050	1 510	1 810
Nota:							
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado 3/ (% del PBI)							
	5,9	5,6	7,3	4,4	4,8	4,4	4,8
1/ Incluye errores y omisiones netos y efecto valuación de RIN.							
2/ Incluye financiamiento excepcional.							
3/ Incluye Inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.							
* Proyección.							
RI: Reporte de Inflación.							

13. Se espera que las **exportaciones** continúen siendo favorecidas por los mayores volúmenes exportados, básicamente los no tradicionales, gracias a la recuperación de la actividad mundial, y por los altos precios de nuestros principales minerales. Para 2018, en el caso de los volúmenes no tradicionales, se esperan mayores envíos agropecuarios, luego de la normalización de las condiciones climáticas; y textiles, en línea con la recuperación de la demanda externa. Respecto a los tradicionales, por el contrario, se prevé una menor producción de oro en 2018 que afectaría el volumen de exportaciones tradicionales de ese año, explicado en parte por menores leyes que afectarían la producción de algunas unidades mineras.

En cuanto a las **importaciones**, se prevé un crecimiento en línea con la evolución esperada de la demanda interna, los precios del petróleo más altos y un dólar relativamente menos depreciado que lo esperado en el Reporte de marzo. Asimismo, esta proyección incorpora para 2018 la tendencia creciente observada en los primeros cuatro meses del año de los volúmenes importados de bienes de consumo duradero y de capital, consistente con la recuperación de la demanda interna, proyectándose para el año un crecimiento de estos volúmenes de 7,9 y 6,5 por ciento, respectivamente,

tasas superiores al promedio del volumen de importaciones. De igual manera, los mayores precios del petróleo (28 por ciento) explican el incremento del precio de las importaciones de 2018.

Cuadro 10 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales)				
	2016	2017	2018*	2019*
1. Valor:				
Exportaciones	7,6	21,3	15,9	6,0
Productos tradicionales	11,5	26,7	14,4	4,8
Productos no tradicionales	-1,0	8,2	20,1	9,4
Importaciones	-5,9	10,0	11,3	5,0
2. Volumen:				
Exportaciones	11,6	7,3	3,9	4,0
Productos tradicionales	16,7	7,4	1,0	2,9
Productos no tradicionales	0,9	7,0	12,6	6,8
Importaciones	-2,8	4,4	4,7	4,3
3. Precio:				
Exportaciones	-3,6	13,1	11,6	1,9
Productos tradicionales	-4,3	17,9	12,4	1,4
Productos no tradicionales	-1,9	1,1	6,6	2,4
Importaciones	-3,0	5,4	6,4	0,6

* Proyección.



Términos de intercambio

14. Para 2018, se estima que los **términos de intercambio** aumenten 4,9 por ciento. Los precios de las exportaciones subirían 11,6 por ciento, respecto a 2017, en línea con los mayores precios de los metales básicos y del oro; mientras que los precios de las importaciones subirían 6,4 por ciento respecto a 2017.





Cuadro 11
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2017-2019

	2017	2018*		2019*	
		RI Mar.	RI Jun.	RI Mar.	RI Jun.
Términos de intercambio (var. % anual)	7,3	7,4	4,9	0,2	1,3
Precios de Exportaciones (var. % anual)	13,1	12,0	11,6	0,1	1,9
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	280	317	319	316	329
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	131	154	146	143	142
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	105	116	112	115	113
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 257	1 315	1 314	1 300	1 335
Precios de Importaciones (var. % anual)	5,4	4,3	6,4	-0,1	0,6
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	51	60	65	57	63
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	145	161	186	173	198
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	131	144	145	156	162
<i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i>	707	716	674	735	713
<i>Torta de Soya (US\$ por TM)</i>	348	373	402	377	384

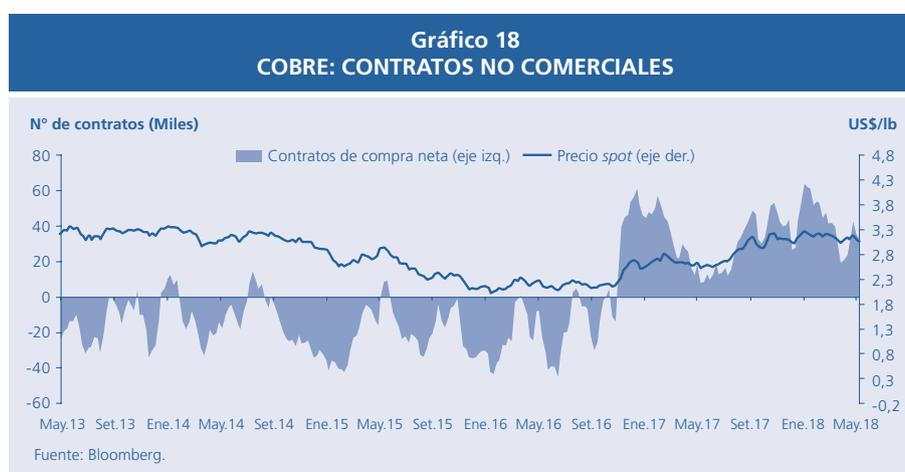
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.
Fuente: BCRP.

a. Cobre

En mayo, la cotización del cobre alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 3,09, igual al promedio de diciembre de 2017. La caída registrada hasta mayo se ha venido revirtiendo desde junio.

La caída reciente en el precio del cobre se explica por la mayor volatilidad generada por los temores de una guerra comercial entre Estados Unidos y China, y por los mayores riesgos geopolíticos. También afectó a la cotización la apreciación del dólar desde el mes de abril. En este contexto de volatilidad y de fortaleza del dólar, las

posiciones no comerciales largas disminuyeron luego de alcanzar, en enero, niveles máximos.



Sin embargo, por el lado de los fundamentos, los estimados del balance oferta/demanda para 2018 muestran cambios marginales: el Grupo de Estudio Internacional del Cobre (ICSG) prevé un ligero superávit ante un incremento en la oferta, mayor que el previsto en el Reporte de Inflación anterior. Esta evolución de la oferta se explica por menores conflictos laborales y escasas postergaciones en los proyectos mineros. Por el lado de la demanda, el incremento esperado está en línea con el crecimiento mundial (particularmente el de China).

Cuadro 12
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2014	2015	2016	2017 ^{1/}	2018 ^{1/}	2019 ^{1/}	Ene.17	Ene.18	Var.%
Producción Minera Global	18 428	19 155	20 354	20 029	20 670	20 758	1 656	1 716	3,6%
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	22 491	22 871	23 337	23 503	24 511	24 664	1 949	2 051	5,2%
Utilización Global de Refinados	22 922	23 077	23 600	23 755	24 468	24 995	1 912	2 018	5,5%
Balance de Refinados	-431	-206	-263	-251	43	-331	37	33	

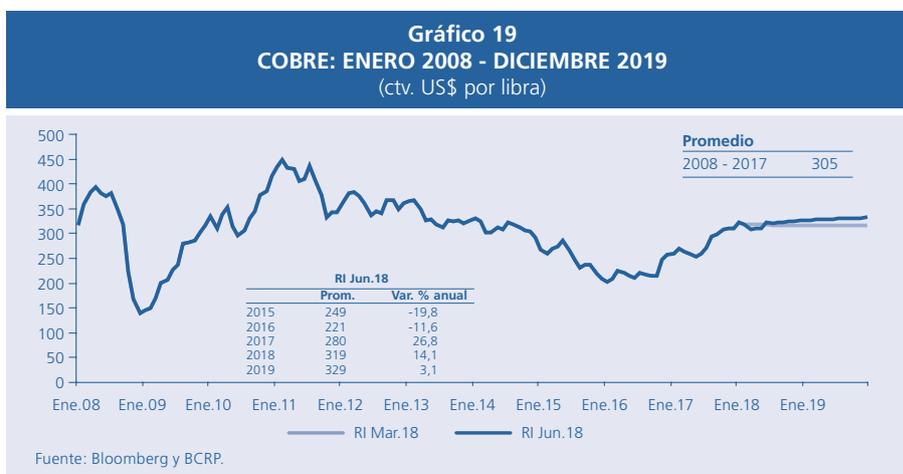
^{1/} Estimado de abril de 2018.
Fuente: International Copper Study Group (ICSG).

En línea con la recuperación reciente, se ha revisado al alza los precios promedios para 2018 y 2019. Los precios vienen revirtiendo al alza y se estima que se ubicarán por encima de los niveles previstos en el Reporte de Inflación de marzo. Los principales riesgos en la proyección se asocian a cambios no previstos en el crecimiento de China,





restricciones en la oferta (en caso no prosperen las negociaciones laborales previstas para este año) y a una mayor apreciación del dólar.



b. Zinc

La cotización internacional del zinc disminuyó 14 por ciento entre marzo y mayo de 2018, revirtiendo el incremento de 11 por ciento del primer bimestre. Con ello, el precio acumuló una caída de 5 por ciento en los primeros 5 meses del año, alcanzando un promedio de US\$/lb. 1,38 en mayo.

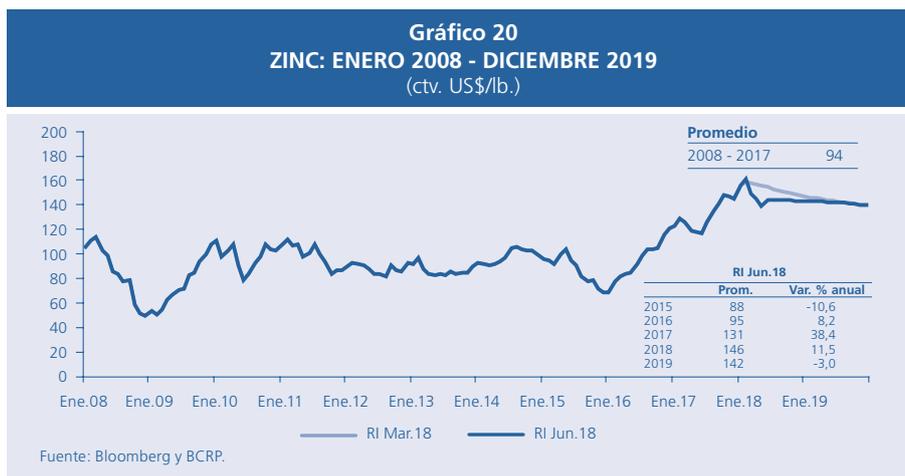
Cuadro 13
OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO
(Millones de toneladas métricas de zinc)

	2014	2015	2016	2017	2018	Ene.-Mar. 2017	Ene.-Mar. 2018	Var. % anual
Producción Minera Global	13,48	13,69	12,83	12,96	13,62	3,08	3,09	0,1%
Producción Global de Refinados	13,40	13,81	13,55	13,23	13,71	3,25	3,31	1,7%
Utilización Global de Refinados	13,67	13,64	13,67	13,69	13,97	3,27	3,28	0,4%
Balance de Refinados (en miles)	-276	171	-127	-460	-263	-18	25	

Fuente: International Lead and Zinc Study Group (ILZSG).

A diferencia de lo observado en el cobre, la cotización no sólo se vio afectada por la incertidumbre geopolítica y comercial, sino también por cambios en sus fundamentos. En particular, la oferta tuvo un crecimiento no previsto que llevó a un superávit en el primer trimestre. Además, en los últimos meses surgieron noticias sobre ventas de las reservas estratégicas por parte del gobierno chino y se observó un fuerte incremento de inventarios en la Bolsa de Metales de Londres.

En este escenario, se revisa a la baja la proyección de precio del zinc. Se prevé que la demanda crezca a tasas menores que la oferta; sin embargo para el año 2018 el mercado continuaría registrando un déficit (aunque menor que en 2017). Para 2019, la entrada de nueva oferta ocasionará que los precios se corrijan a la baja.



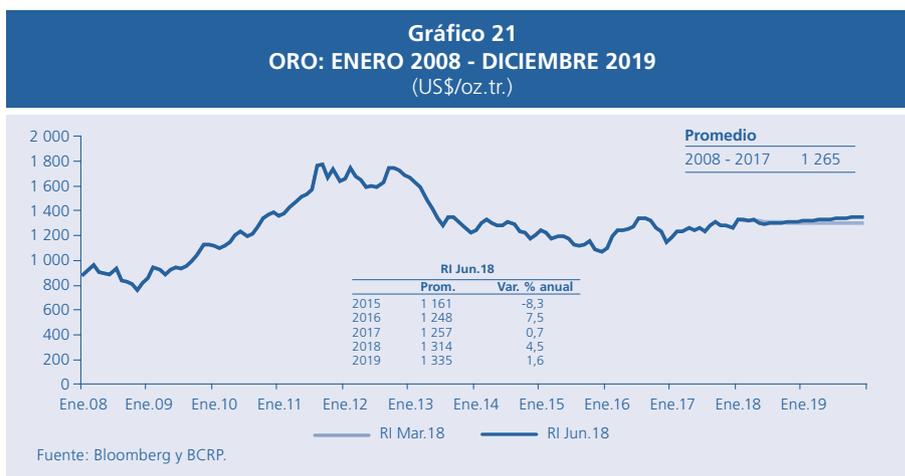
c. Oro

Entre marzo y mayo, la cotización del oro disminuyó 2 por ciento, alcanzando un promedio de US\$/oz.tr. 1 304 en mayo. Con ello, revirtió parcialmente el alza registrada en los primeros meses del año.

La cotización del oro disminuyó en los últimos meses por las expectativas de que la Fed acelere su ciclo de alza de tasas de interés, el fortalecimiento del dólar y el incremento del rendimiento del bono del Tesoro de Estados Unidos. Sin embargo, la perspectiva de una inflación al alza impulsa la demanda de oro como activo de valor. Asimismo, se espera que la disminución prevista de los estímulos monetarios en la Eurozona y Reino Unido limite la fortaleza del dólar. En línea con ello, para 2018 las proyecciones del oro se mantienen en niveles similares a los previstos en el Reporte de marzo.

Los principales factores de riesgo de esta proyección son dos. En primer lugar, existe incertidumbre sobre la velocidad y ajuste de las políticas monetarias en las principales economías desarrolladas y, por lo tanto, sobre la evolución futura del dólar. En segundo lugar, eventos geopolíticos que incrementen la aversión al riesgo podrían presionar al alza la cotización del dólar en el horizonte de proyección.





d. Petróleo

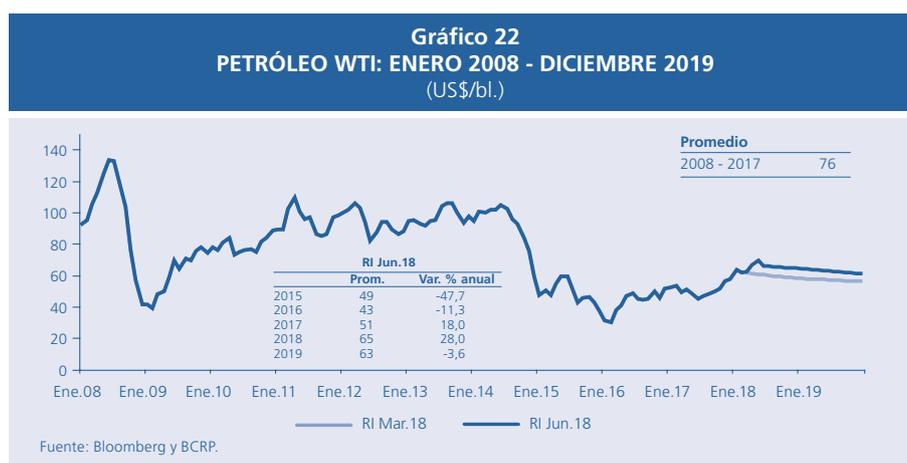
La cotización promedio del **petróleo** WTI se incrementó 22 por ciento en los primeros cinco meses de 2018, cerrando con una cotización promedio de US\$/bl. 70 en mayo. La mayor parte de esta alza se dio en el mes de abril.

El alza del precio del petróleo se aceleró en los meses recientes debido a un mercado global cada vez más deficitario. Ello debido a una demanda global de petróleo mayor a la esperada (ante el fuerte crecimiento de la actividad global) y al elevado cumplimiento de los recortes de la OPEP. A estos factores, se sumaron el colapso de la producción de crudo de Venezuela y las perspectivas de menor producción de crudo de Irán, tras la decisión de Estados Unidos de volver a imponer sanciones por su Programa Nuclear.

Sin embargo, el alza fue limitada por la aceleración del crecimiento de la producción de crudo de Estados Unidos, debido a la deflación de costos en la industria del petróleo asociada a las ganancias de productividad. Además, los precios del petróleo más altos favorecen nuevos proyectos en 2018, en particular los de petróleo de esquisto (*shale oil*).

En el horizonte de proyección, se revisa al alza el estimado del precio del petróleo WTI, en línea con los eventos recientes. Sin embargo, esta proyección presenta cierto grado de incertidumbre ante la dificultad de predecir los eventos geopolíticos (en particular en las zonas productoras), el comportamiento de la OPEP y la evolución de la producción del petróleo de esquisto (*shale oil*), que

representa aproximadamente el 50 por ciento de la producción de Estados Unidos.



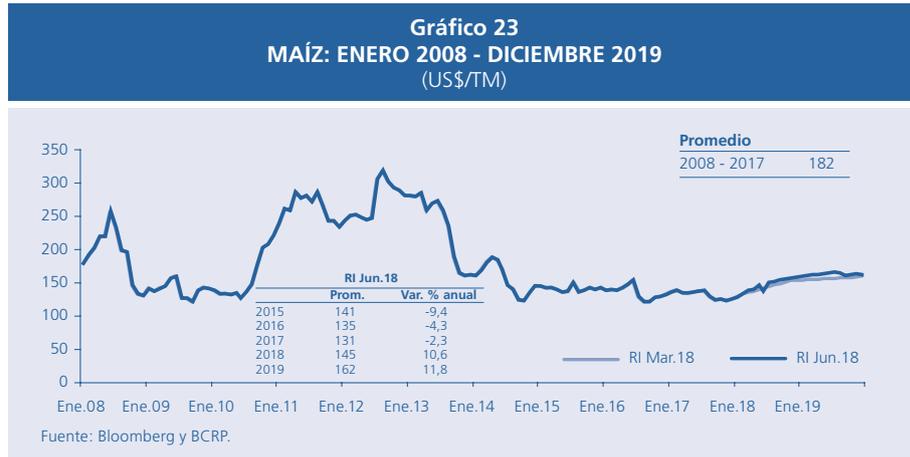
e. Alimentos: maíz, trigo y aceite de soya

El precio del **maíz** aumentó en 10 por ciento respecto a marzo de 2018, ubicándose en una cotización promedio de US\$/TM 146 en mayo. Con ello, la cotización internacional promedio del maíz acumuló un incremento de 17 por ciento en los primeros cinco meses del año.

Las presiones al alza en el precio del maíz se asociaron al incremento del precio del petróleo, los mayores precios del trigo y la reducción de la proyección de la producción de maíz de Estados Unidos para la temporada 2018/19 por segunda campaña consecutiva, de acuerdo a la primera estimación del Departamento de Agricultura de Estados Unidos. A esta reducción se sumaron los temores por el retraso en la siembra de maíz en el medio oeste norteamericano, que paulatinamente se fue nivelando. También influyó el temor de menor producción en Argentina, afectada por condiciones climáticas adversas.

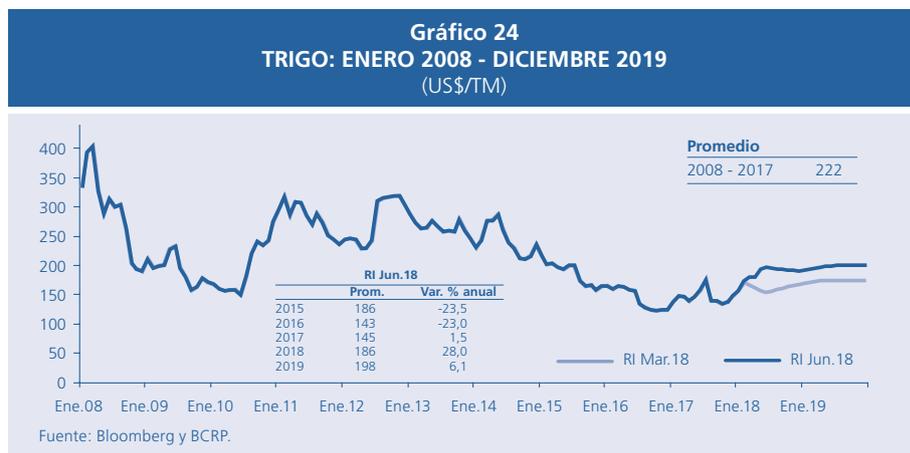
En línea con estos desarrollos, se revisa al alza el precio promedio del maíz en el horizonte de proyección. El riesgo principal es la incertidumbre sobre la política comercial de Estados Unidos, en especial en relación al Acuerdo Comercial con Canadá y México (principal importador de maíz de Estados Unidos) y los temores a una guerra comercial con China.





Desde el último Reporte de Inflación, la cotización del **trigo** aumentó 6 por ciento y acumula en el año un incremento de 30 por ciento. Con ello, continúa con la tendencia al alza registrada en 2017 (cuando la cotización subió 20 por ciento).

El alza de la cotización del trigo se explica por proyección de menor producción de trigo en la temporada 2018/2019, debido a la reducción de la cosecha estimada en la Unión Europea, Rusia, Ucrania y Kazajistán, principalmente. Además, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos proyectó una menor oferta en dicho país debido al deficiente estado de los cultivos de invierno por falta de humedad en las principales regiones productoras (en particular Kansas). La producción de trigo de Estados Unidos se habría reducido 25 por ciento en la temporada 2017/2018, alcanzando su nivel más bajo en 15 años debido a la menor área sembrada del trigo de invierno en 2018 (que habría sido la menor en casi 130 años).



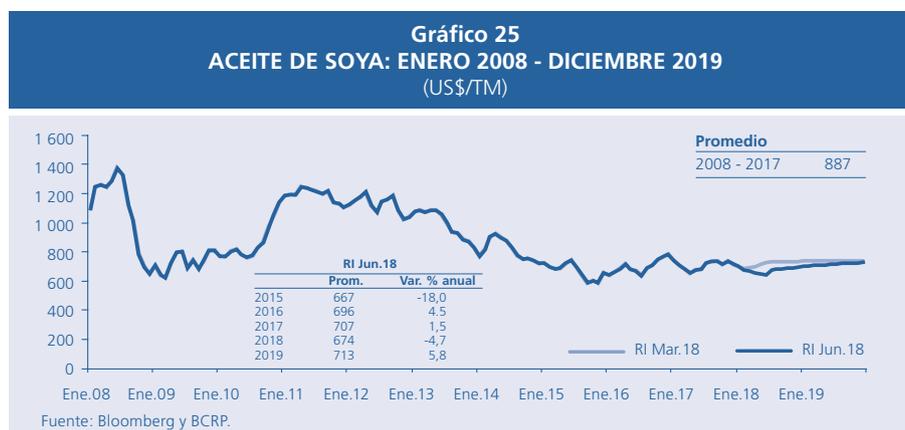
Se estima que el precio del trigo se cotice a niveles superiores a los del Reporte de Inflación previo debido a las restricciones de oferta previstas en el horizonte de

proyección. A las restricciones de oferta en EUA señaladas anteriormente, se sumaría el impacto negativo del clima sobre la producción de Europa y Rusia.

Al mes de mayo, la cotización promedio del **aceite de soya** fue US\$/TM 647, nivel inferior en 10 por ciento respecto al nivel promedio de diciembre de 2017 y en 2,8 por ciento respecto a marzo de 2018. Con ello, el precio promedio del aceite de soya mantuvo su tendencia a la baja de 2017, cuando registró una caída de 9 por ciento.

La reducción del precio del aceite de soya se explica principalmente por la evolución de los mercados de aceite de palma. Los inventarios mundiales de aceite de soya se recuperarán en la temporada 2018/19, debido a un incremento en la producción mundial, principalmente por mayor producción de Estados Unidos y China. Un factor que limitó este aumento en la oferta fue la menor disponibilidad de soya de Argentina (afectada por condiciones climáticas). Además, las proyecciones de un aumento estacional de la producción de aceite de palma en Asia sudoriental, en particular en Malasia y Tailandia, eleva aún más el exceso de oferta.

Considerando lo anterior, en el horizonte de proyección se espera que los precios se coticen ligeramente por debajo de la estimación del Reporte de Inflación anterior. Ello en respuesta de la mayor oferta de aceite de palma y la recuperación de la producción de aceite de soya en Argentina y Brasil para el ciclo 2018/19.



Financiamiento externo

- Para el horizonte de proyección, se espera que la **inversión directa extranjera** se mantenga como la principal fuente de financiamiento, por mayor reinversión de utilidades consistente con la recuperación de la actividad y el mantenimiento de los altos precios de nuestros minerales. Se espera que la ampliación de la mina Toquepala de Southern, termine a mediados de 2018. Asimismo, la inversión del proyecto Quellaveco de Anglo American se decidiría en 2018, mientras Minsur, anunció inversiones de hasta US\$ 480 millones en 2018 para sus proyectos Relaves B2 San Rafael y Mina Justa.



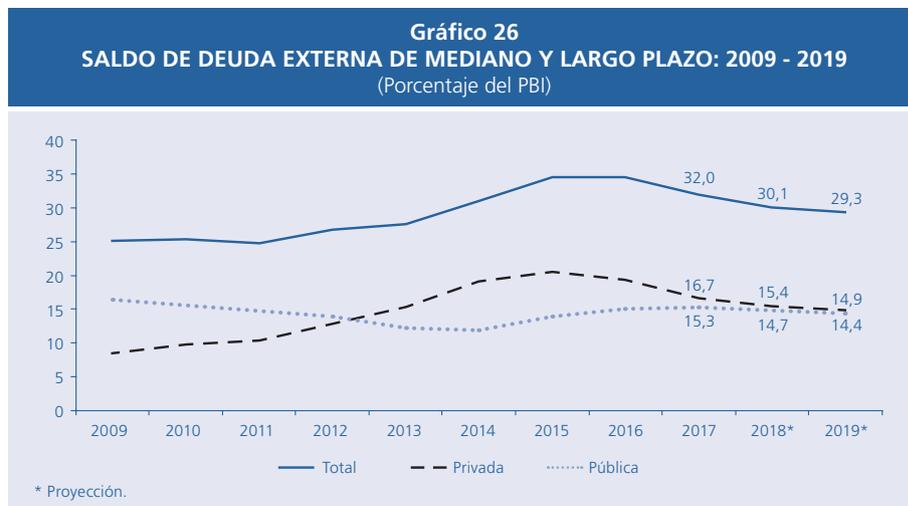


Los capitales externos de largo plazo del sector privado seguirán siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos y se espera que éstos asciendan a 4,8 por ciento del PBI en 2018 y 2019, superando de manera holgada los requerimientos de la cuenta corriente para ese período. Como se ha venido observando en 2017, se estima una menor entrada neta de capitales por las mayores amortizaciones de deuda y la inversión en activos externos de cartera y depósitos, en un contexto de alza de tasas de la Fed.

Cuadro 14 CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO (Millones de US\$)			
	2017	2018*	2019*
SECTOR PRIVADO (A + B)	1 406	1 031	3 394
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>0,7</i>	<i>0,4</i>	<i>1,4</i>
A. LARGO PLAZO	1 653	1 892	4 314
1. ACTIVOS	-2 929	-4 880	-4 355
2. PASIVOS	4 582	6 772	8 669
Inversión directa extranjera en el país	6 769	7 104	8 136
Préstamos de Largo Plazo	-3 906	-1 817	-742
Inversión de cartera	1 719	1 484	1 275
B. CORTO PLAZO ^{1/}	-247	-861	-920

1/ Incluye errores y omisiones netos, y efecto revaluación cambiaria.
 RI: Reporte de Inflación.
 * Proyección.

16. El endeudamiento privado externo mostraría una tendencia decreciente durante el horizonte de proyección, con lo que se ubicaría en 14,9 por ciento del PBI en 2019. Esta evolución es compatible con un mayor uso de financiamiento local y tasas de interés internacionales crecientes.



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

Cuadro 15
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2006	2011	2016	2017	2018*	2019*
RIN como porcentaje de:						
a. PBI	19,6	28,5	31,5	29,5	27,1	26,6
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	166	470	316	463	457	519
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	230	365	248	386	381	424
Deuda externa de mediano y largo plazo (% PBI):						
a. Privada	4,0	10,4	19,3	16,7	15,4	14,9
b. Pública	24,5	14,3	15,1	15,3	14,7	14,4

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

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

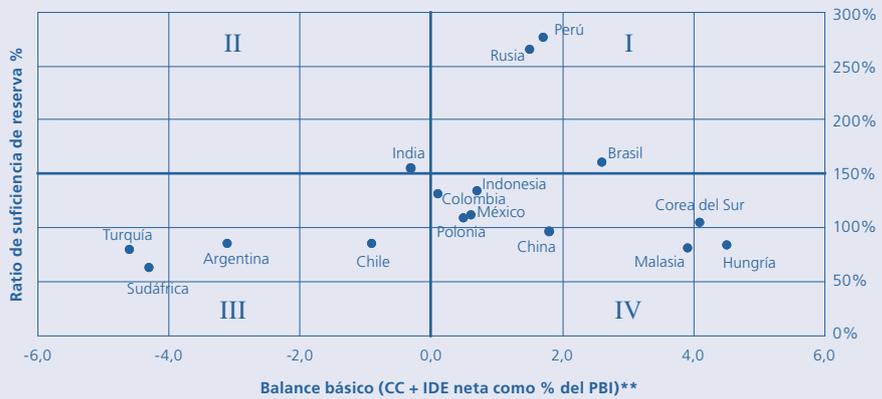


Un alto nivel de **reservas internacionales netas (RIN)** es crucial para proteger a la economía de cambios en la percepción de los inversionistas que puedan provocar salidas abruptas de capitales. En el siguiente gráfico se muestra un grupo representativo de economías emergentes con sus indicadores de posición de cuentas externas (cuenta corriente de la balanza de pagos más el flujo de inversión extranjera directa) y de la relación de suficiencia de RIN (saldo de RIN entre el adeudado de corto plazo del país). Para el caso de Perú, en el gráfico se señala una posición relativa favorable en ambos indicadores.





Gráfico 28
RATIO DE RESERVAS* Y BALANCE BÁSICO EXTERNO: 2017



* Nivel de reservas observado como % del nivel de reservas requerido de acuerdo al FMI. El nivel adecuado de reservas es calculado utilizando la siguiente ecuación: $0,05 * \text{Exportaciones} + 0,05 * \text{Liquidez} + 0,3 * \text{Deuda de corto plazo} + 0,15 * \text{Otros pasivos}$.

** IDE: Inversión directa extranjera.

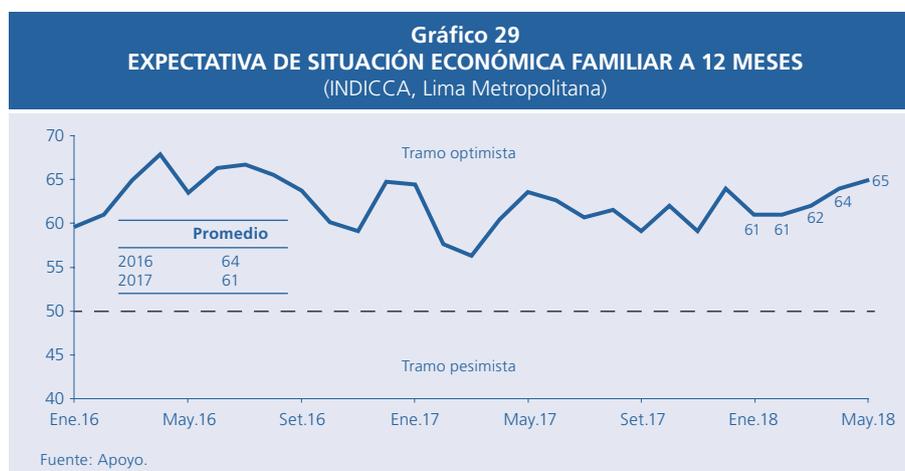
Fuente: FMI y Moody's.

III. Actividad económica

PBI gasto

18. En el primer trimestre de 2018, la **actividad económica** creció 3,2 por ciento, reflejo de la recuperación de la demanda interna, que creció 3,9 por ciento, luego de que en el primer trimestre de 2017 se viera afectada por el impacto del evento El Niño Costero y por la caída de la inversión pública. A diferencia de lo ocurrido en el primer trimestre de 2017, durante el primer trimestre de este año se ha observado un mayor ritmo de gasto público (principalmente por obras de rehabilitación y mantenimiento) y un aumento de la inversión privada impulsada por el aumento de los precios de exportación.

19. Se viene observando una recuperación de los indicadores de demanda. Los indicadores recientes de **consumo privado** muestran una evolución positiva. La confianza del consumidor muestra una tendencia al alza; el crédito a las familias ha mostrado un mayor dinamismo desde el tercer trimestre de 2017; y las importaciones de bienes de consumo muestran un crecimiento promedio de dos dígitos en los primeros cuatro meses de 2018. Asimismo, las señales de empleo nacional (medido por la planilla electrónica) muestra una mayor recuperación particularmente para las áreas fuera de Lima Metropolitana.
 - a) El índice de **confianza del consumidor**, medido como la expectativa de la situación económica familiar a 1 año, se ha elevado desde marzo y se ubicó en 65 puntos en mayo, manteniéndose en el área optimista. Este nivel supera al promedio de los dos últimos años previos.

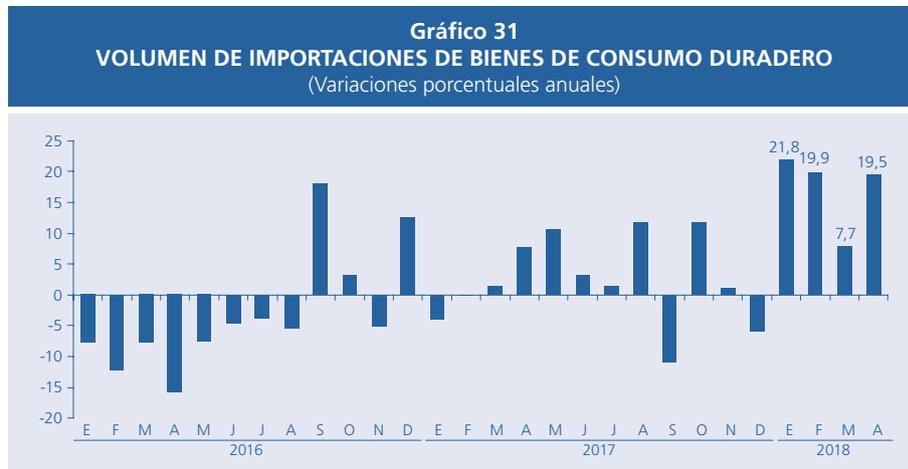




- b) El **crédito de consumo** viene mostrando un mayor dinamismo desde el cuarto trimestre de 2017, asociado a la recuperación del consumo privado y a la mayor oferta de créditos.



- c) Las **importaciones de bienes de consumo duradero** mantienen un fuerte dinamismo en lo que va del año, en línea con la evolución del crédito.

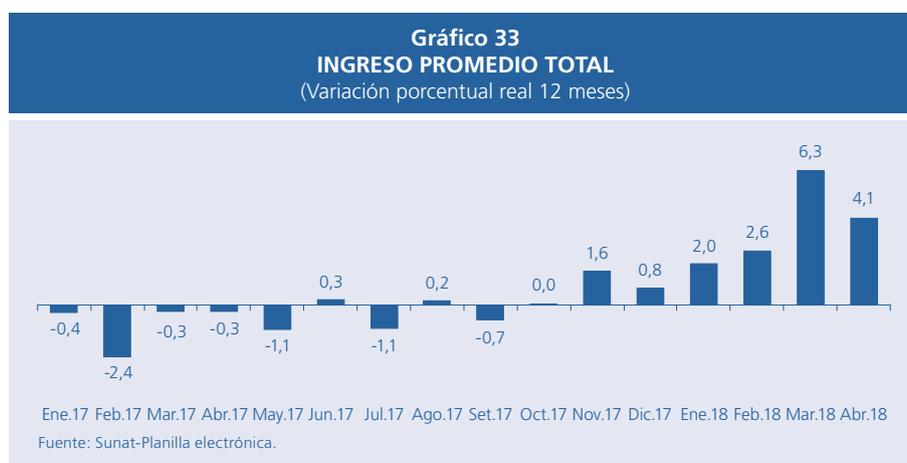


- d) El mayor dinamismo de la actividad económica del primer trimestre es consistente con el aumento de los **puestos de trabajo formales** a nivel nacional, los cuales crecieron 4,0 por ciento en abril respecto al mismo mes del año anterior. En tanto, el aumento del consumo privado del primer trimestre estuvo en línea con el crecimiento de los puestos de trabajo formal del sector privado, los cuales aumentaron 3,2 por ciento en similar periodo y 5,4 por ciento en abril. El incremento en los puestos de trabajo se registró tanto en el sector agropecuario

y en las ramas de la manufactura vinculadas a la agroexportación, como en el sector servicios, ante el mayor dinamismo de la demanda interna.



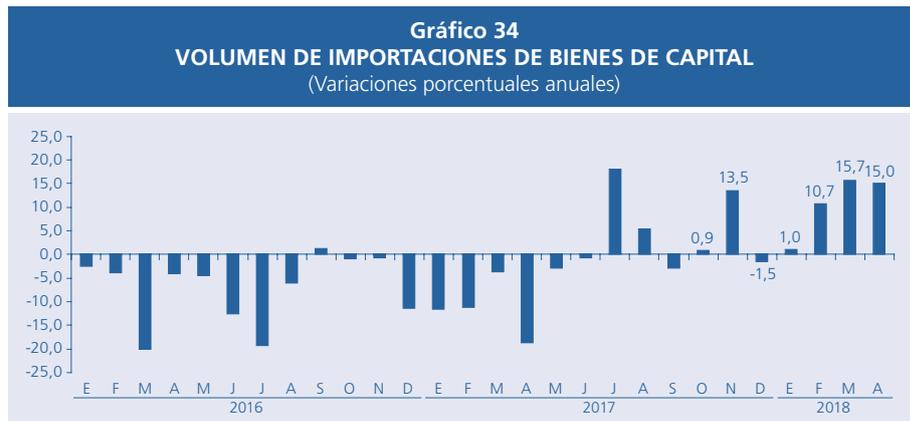
- e) Asimismo, el **ingreso promedio del total de los trabajadores formales** creció 4,1 por ciento en abril con respecto al mismo mes del año anterior, alcanzándose un crecimiento de 3,8 por ciento durante el primer trimestre de 2018. Este incremento estuvo asociado a los mayores ingresos de los sectores de minería, pesca, comercio y servicios.



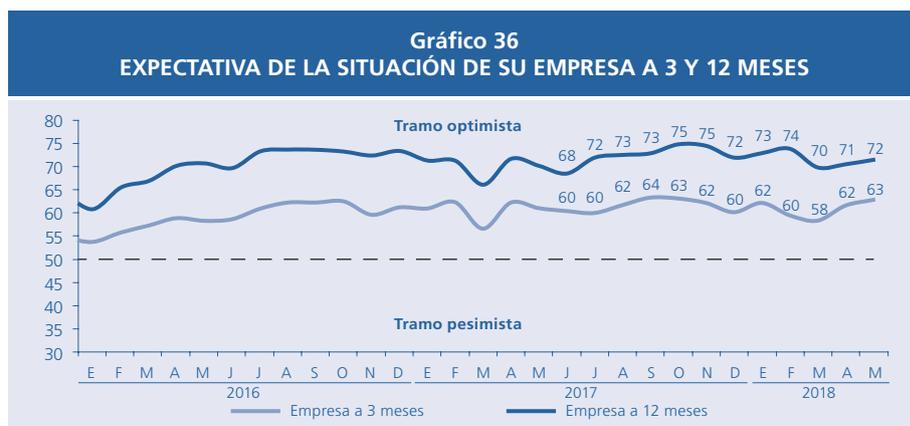
20. En el caso de la **inversión privada**, los indicadores contemporáneos y adelantados evidencian las siguientes tendencias positivas:

- a) El volumen de **importaciones de bienes de capital**, excluyendo materiales de construcción, ha venido recuperándose desde el segundo semestre de 2017 y en abril de 2018 creció 15,0 por ciento anual.





- b) Las **expectativas de los empresarios sobre la economía nacional**, a tres y doce meses, se incrementaron en mayo de 2018 manteniéndose en el tramo optimista. Por su parte, las expectativas de los empresarios sobre la situación de sus empresas, a 3 y 12 meses, alcanzaron 63 y 72 puntos, respectivamente, manteniendo la recuperación iniciada en el segundo semestre 2017.



- c) Los **términos de intercambio** anticipan incrementos de la inversión, habiéndose registrado un incremento de 6,7 por ciento a mayo, manteniendo un crecimiento continuo durante los últimos 23 meses.



- d) Las **expectativas del público sobre el crecimiento del PBI** revelan ajustes al alza para el año 2018. En el caso del sistema financiero se mantiene el pronóstico de crecimiento en 3,5 por ciento entre marzo y junio de 2018. Por su parte, los analistas económicos y los representantes de las empresas no financieras revisan al alza, de 3,5 a 3,6 por ciento y de 3,0 a 3,5 por ciento, respectivamente. Para 2019, las expectativas muestran resultados mixtos. En el caso del sistema no financiero, se registra una ligera revisión a la baja de 4,0 a 3,8 por ciento, mientras que en el caso de los analistas económicos se mantiene el pronóstico de crecimiento en 3,8 por ciento; y el sistema financiero revisa al alza su expectativa de crecimiento de 3,7 a 3,8 por ciento.

Cuadro 16
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

	RI Set.17	RI Dic.17	RI Mar.18	RI Jun.18*
Sistema Financiero				
2018	3,5	3,8	3,5	3,5
2019	3,7	3,8	3,7	3,8
Analistas Económicos				
2018	3,5	4,0	3,5	3,6
2019	4,0	4,0	3,8	3,8
Empresas No Financieras				
2018	3,7	3,8	3,0	3,5
2019	4,0	4,0	4,0	3,8

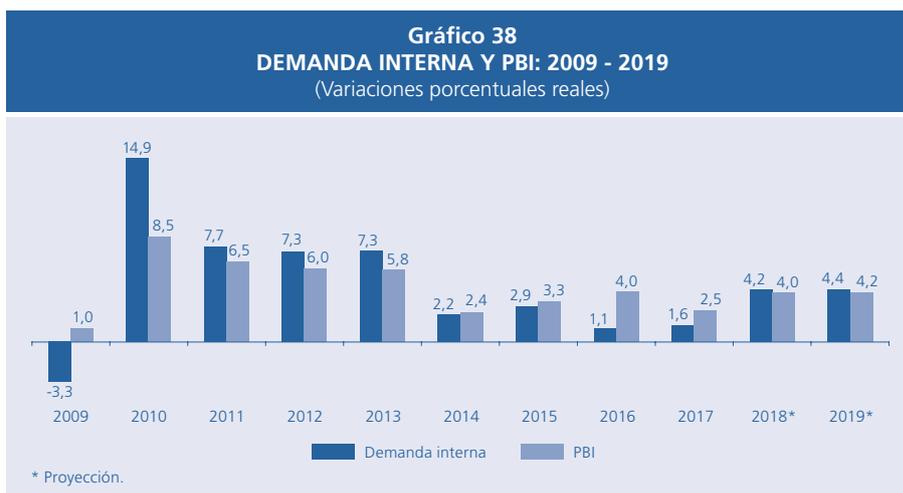
* Encuesta realizada al 31 de mayo.

21. En el presente Reporte de Inflación se mantiene la **proyección de crecimiento del PBI** previsto en el Reporte previo en 4,0 por ciento en 2018 y se revisa al alza de





4,0 a 4,2 por ciento en 2019. Para 2018, el mayor crecimiento del consumo se compensaría con el menor crecimiento del gasto público. Para 2019, se espera un mayor dinamismo de la demanda interna que el considerado en el Reporte de marzo, principalmente por la mayor recuperación del consumo privado.



Cuadro 17
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

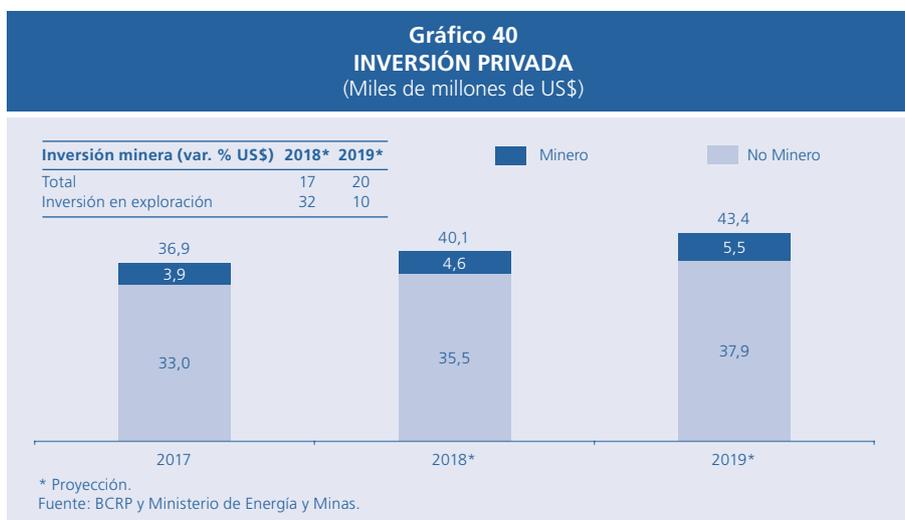
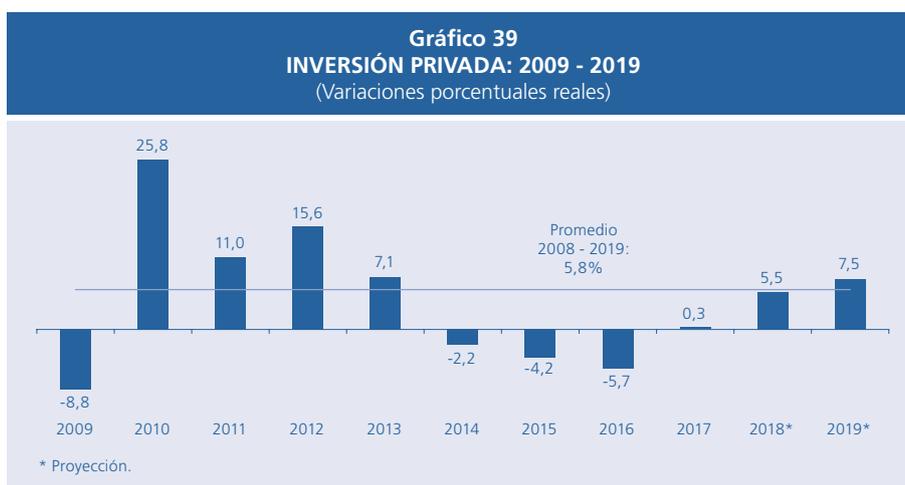
	2017		2018*			2019*	
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.18	RI Jun.18	RI Mar.18	RI Jun.18
Demanda interna	-0,4	1,6	3,9	4,2	4,2	4,2	4,4
Consumo privado	2,2	2,5	3,2	3,2	3,4	3,6	3,7
Consumo público	-8,4	1,0	5,2	4,0	3,8	2,5	2,5
Inversión privada	-5,3	0,3	5,3	5,5	5,5	7,5	7,5
Inversión pública	-17,4	-2,3	4,0	14,2	12,6	5,0	5,0
Variación de existencias (contribución)	0,6	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	11,1	7,2	4,3	3,2	4,4	3,6	3,9
Importaciones	0,4	4,0	7,1	4,0	5,1	4,3	4,5
Producto Bruto Interno	2,3	2,5	3,2	4,0	4,0	4,0	4,2
<u>Nota:</u>							
Gasto público	-10,5	0,1	5,0	6,8	6,2	3,2	3,2
Demanda interna sin inventarios	-1,1	1,7	3,8	4,2	4,2	4,2	4,4

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

22. En el caso del **consumo privado**, se prevé una aceleración para el horizonte de proyección respecto a 2017, consecuente con la evolución de los indicadores de confianza, empleo, ingresos, importaciones y crédito que se han venido recuperando desde inicios del año. Se espera que la política monetaria expansiva así como el crecimiento del sector construcción y el impacto positivo de los mayores términos de intercambio, impulse gradualmente la tendencia actual. Es por ello que se estima

que el crecimiento del consumo privado sea 3,4 y 3,7 por ciento en 2018 y 2019, respectivamente.

23. En lo que respecta a la **inversión privada**, se mantiene la proyección de crecimiento prevista en el Reporte de marzo. Se espera que el crecimiento de la inversión privada alcance el 5,5 por ciento en 2018, como consecuencia de un crecimiento importante de la inversión minera, en tanto que el resto tendría un crecimiento de 4,6 por ciento asociado a la recuperación de las expectativas empresariales. Para 2019, se estima una tasa de crecimiento de la inversión privada de 7,5 por ciento, considerando el mejor desempeño de la inversión minera (asociado a la recuperación de los precios de los minerales) y la no minera que crecería 6,4 por ciento, tras la reanudación de obras en algunos proyectos de infraestructura tales como la Línea 2 del Metro de Lima y la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez (Lima), entre otros.





Los **anuncios de proyectos de inversión privada** para el período 2018-2019 alcanzan US\$ 18,8 mil millones, distribuidos en 175 proyectos. Se espera un mayor dinamismo en los sectores minero y otros sectores como telecomunicaciones, inmobiliarios, retail, entre otros.

Cuadro 18
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2018-2019
(Millones de US\$)

	Total inversión	Número de proyectos
Minería	7 364	34
Otros Sectores	4 066	67
Infraestructura	3 850	25
Hidrocarburos	1 875	15
Energía	890	21
Industria	802	13
TOTAL	18 847	175

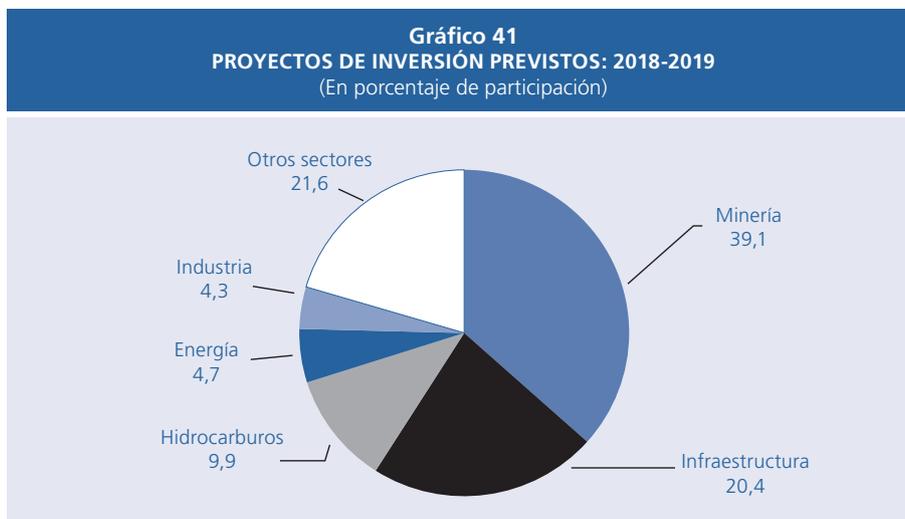
Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

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

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Angloamerican	Quellaveco
	Grupo Breca	Mina Justa
	Aluminium Corp. Of China Ltd.(Chinalco)	Mejoras y ampliación en el sistema productivo de Toromocho
	Jinzhao Mining	Pampa del Pongo
	Southern Perú Copper Corp	Ampliación Toquepala
	Bear Creek Mining	Corani
	Shougang Corporation	Ampliación de Mina Marcona
	Newmont Mining	Quecher Main
	Minsur S.A.	Relaves B2 San Rafael
HIDROCARBUROS	Pluspetrol Perú Corp.	Ampliación de capacidad de transporte
	China National Petroleum Corporation	Exploración Lote 58
	Calidda Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
ENERGÍA	Interconexión Eléctrica S.A.	Enlace Mantaro Nueva Yanago
	China Three Gorges Corp y Energías Portugal S.A	San Gabán III
	Grupo Enel	Central Eólica Wayra I
INDUSTRIA	Corporación Lindley	Almacenes, centros de distribución y mejoras en infraestructura
	Repsol YPF	Ampliación de Refinería La Pampilla
	Grupo Celepsa	Ampliación de planta en Pisco
INFRAESTRUCTURA	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	ADP	Mejoras y nuevas pistas de aterrizaje
	Consorcio Paracas	Terminal Portuario San Martín
OTROS SECTORES	Grupo Telefónica	Infraestructura e implementación del servicio 4G
	Entel	Desarrollo de servicios y redes 4G
	América Móvil	Implementación y expansión de redes 4G
	Grupo Falabella	Expansión y nuevos centros comerciales
	Inversiones Centenario	Inversiones Inmobiliarias y ampliación de centros comerciales
	Grupo Interbank	Expansión y nuevos centros comerciales
	Grupo Breca	Expansión y nuevos hoteles, clínicas y centros comerciales
Cencosud	Centro Comercial	

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

A nivel de sectores, se estima que la inversión en minería y otros sectores concentra el 60 por ciento de la inversión anunciada.



En el **sector minero**, para el período 2018-2019, importantes proyectos empezarán su construcción, tales como Mina Justa de Minsur con una inversión estimada de US\$ 1,5 mil millones, actualmente en trabajos de ingeniería de detalle; Pampa del Pongo, con reciente permiso de construcción y una inversión total estimada de US\$ 2,5 mil millones, distribuidos en US\$ 1,3 mil millones en construcción de la mina y US\$ 1,2 mil millones en la construcción de la planta; Quellaveco, un proyecto de US\$ 4,9 mil millones y Corani, US\$ 600 millones, que empezaría su construcción en 2019.

En **otros sectores** destacan las inversiones en telefonía: desarrollo de servicios, ampliaciones de cobertura e infraestructura e implementación de servicios 4G, por parte de las empresas Entel, Telefónica y Viettel. Por otro lado, el sector inmobiliario continúa desarrollando nuevos proyectos de viviendas en Lima y provincias, como Armas Doomo, Menorca Inversiones, Grupo Caral, Edifica, entre otros.

Respecto a los proyectos adjudicados por **Proinversión**, además de la adjudicación en el primer trimestre del proyecto minero Michiquillay a Southern Perú, se otorgó la buena pro a fines de mayo para la concesión del Puerto de Salaverry que tiene una inversión estimada de US\$ 229 millones. Por otro lado, la inversión estimada de proyectos por adjudicar para el período 2018-2019 es de US\$ 3,2 mil millones, según el cronograma de Proinversión.

En los proyectos por adjudicar en 2018 destacan la Masificación de Uso de Gas Natural - Distribución de Gas Natural por Red de Ductos en las Regiones de





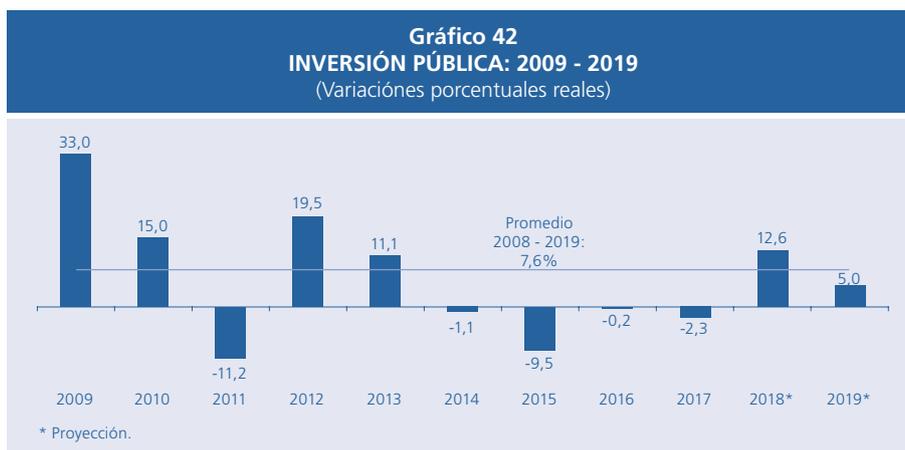
Apurímac, Ayacucho, Huancavelica, Junín y Cusco, Puno y Ucayali (US\$ 350 millones) actualmente convocado, Parque Industrial Ancón (US\$ 500 millones), Instalación de Banda Ancha para San Martín, La Libertad, Pasco, Huánuco, Arequipa, y Áncash (US\$ 359 millones), y diversas líneas de transmisión eléctrica.

Cuadro 20
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2017 - 2019
(Millones de US\$)

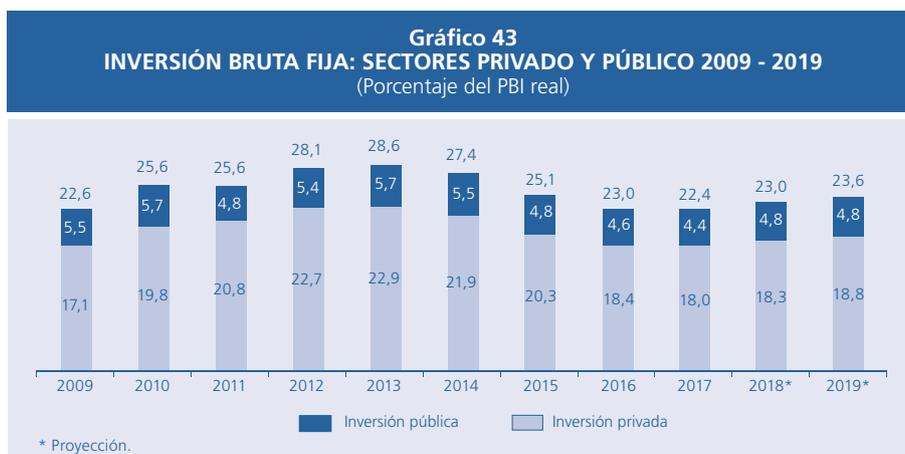
	Inversión estimada
A. Adjudicados	3 655
Banda Ancha para la Conectividad Integral y Desarrollo Social de las regiones Amazonas, Ica, Lima, Junín, Puno, Moquegua y Tacna	538
Enlace 500 KV Mantaro-Nueva Yanango-Carapongo y SSEE Asociadas y Enlace 500 KV Nueva Yanango-Nueva Huánuco y SSEE Asociadas	272
Hidrovia Amazónica	95
Línea de Transmisión 220 KV Tintaya - Azángaro	12
Línea de Transmisión Aguaytía-Pucallpa 138 kV	9
Proyecto Minero Michiquillay	2500
Terminal Portuario de Salaverry	229
B. Por Adjudicar	3 233
B.1 Convocados	1 649
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
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	600
Longitudinal de la sierra tramo 4: Huancayo-Izcuchaca-Mayoc-Chayabamba-Ayacucho y Ayacucho-Andahuaylas-Puente Sahuinto/Dv. Pisco-Huaytará-Ayacucho.	464
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	235
B.2 Por Convocar	1 584
Parque Industrial Ancón	500
Instalación de Banda Ancha para San Martín, La Libertad, Pasco, Huánuco, Arequipa, y Áncash.	359
Enlace 500 Kv La Niña - Piura, Subestaciones, Líneas y Ampliaciones Asociadas.	
Enlace 220 Kv Pariñas - Nueva Tumbes, Subestaciones y Ampliaciones Asociadas.	
Enlace 220 Kv Tingo María - Aguaytía, Subestaciones, Líneas y Ampliaciones Asociadas.	200
Repotenciación a 1000 MVA de LT 500 kV Carabaylo - Chimbote -Trujillo y Compensador Reactivo Variable +400/-150 MVAR en SE Trujillo Norte 500 kV	90
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	160
Nuevo Hospital de Alta Complejidad de Piura	144
Nuevo Hospital de Alta Complejidad de Chimbote	110
Mejoramiento del Sistema de Alcantarillado y Tratamiento de Aguas Servidas de la Ciudad de Puerto Maldonado - Distrito Tambopata, Provincia Tambopata, Departamento Madre de Dios	21

Fuente: Proinversión

24. Considerando la evolución del **gasto público** entre enero y abril de 2018, se revisa a la baja la proyección de crecimiento de la inversión pública de 14,2 a 12,6 por ciento en 2018, y se mantiene la proyección de 5,0 por ciento para 2019.



Esta evolución de la inversión privada y pública implicará un ratio de inversión bruta fija a PBI de 23,6 por ciento en el año 2019.



PBI sectorial

- La recuperación del **PBI** durante el primer trimestre de 2018 (3,2 por ciento), respecto a similar periodo del año previo se debe a la recuperación de los sectores no primarios (3,6 por ciento), cuya contribución al crecimiento del trimestre se elevó de 1,3 por ciento en 2017 a 2,8 por ciento en este año. Este resultado se explica principalmente por los sectores construcción y servicios, que crecieron 5,1 y 4,2 por ciento, respectivamente. Por el contrario, los sectores primarios registraron un menor crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior debido a la contracción del sector minería e hidrocarburos, por menor extracción de oro debido a menores leyes





de este mineral y por la menor producción de gas y líquidos de gas natural. Por el contrario, el sector agropecuario se recuperó y creció 5,7 por ciento tras haber sido afectado por El Niño Costero a inicios de 2017.

Cuadro 21 PBI POR SECTORES ECONÓMICOS (Variaciones porcentuales reales)								
	2016	2017		2018*			2019*	
	Año	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.18	RI Jun.18	RI Mar.18	RI Jun.18
Agropecuario	2,7	-0,2	2,8	5,7	4,0	4,8	4,0	4,0
Agrícola	1,8	-3,7	3,0	7,8	4,3	5,1	4,1	4,1
Pecuario	3,7	4,4	2,7	3,0	3,4	4,4	3,8	3,8
Pesca	-10,1	37,9	4,7	6,1	23,5	30,0	0,5	-4,2
Minería e hidrocarburos	16,3	4,1	3,2	0,6	2,0	0,1	3,5	4,0
Minería metálica	21,2	3,9	4,2	1,7	2,4	0,5	3,0	3,5
Hidrocarburos	-5,1	5,3	-2,4	-5,9	-0,8	-2,0	7,6	7,6
Manufactura	-1,4	2,3	-0,2	1,0	4,8	5,1	3,5	3,8
Recursos primarios	-0,6	11,7	1,9	0,1	9,9	9,9	4,1	4,1
Manufactura no primaria	-1,6	-0,5	-0,9	1,4	3,0	3,5	3,4	3,8
Electricidad y agua	7,3	1,1	1,1	1,4	2,5	3,3	3,5	4,0
Construcción	-3,1	-5,2	2,3	5,1	8,5	7,5	8,0	8,0
Comercio	1,8	0,1	1,0	2,7	3,5	3,7	3,8	3,8
Servicios	4,0	3,1	3,3	4,2	3,7	4,1	4,0	4,2
PRODUCTO BRUTO INTERNO	4,0	2,3	2,5	3,2	4,0	4,0	4,0	4,2
Nota:								
PBI primario	10,0	4,6	3,0	1,8	3,8	2,9	3,6	3,8
PBI no primario	2,4	1,6	2,3	3,6	4,0	4,3	4,2	4,3
* Proyección. RI: Reporte de Inflación.								

26. En el horizonte 2018-2019, además de la reversión de los impactos negativos asociados al Fenómeno El Niño Costero, observada en los primeros cuatro meses de este año, se espera un mayor dinamismo de la inversión y del consumo privado, asociados a los mejores términos de intercambio y la política monetaria expansiva, así como un mayor estímulo fiscal por reconstrucción y destrabe de los principales proyectos de infraestructura, tal como se informó en el Reporte de marzo. Se proyectan para ambos años recomposiciones entre los sectores primarios y no primarios, consistentes con lo observado durante el primer trimestre de este año, particularmente en minería, servicios y construcción.

- a) El sector **agropecuario** creció 5,7 por ciento en el primer trimestre de 2018, debido a la normalización de las condiciones climáticas, a la incorporación de mayores áreas de agroexportación (café, uva, palta, cacao y arándanos) y al impulso de los cultivos de arroz y maíz amarillo duro por mejores condiciones hídricas. Además, se recuperó la producción de la sierra (papa, choclo y otros)

afectada por el déficit hídrico de fines de 2016 y de la costa impactada por el Niño Costero (limón y caña de azúcar) en 2017. A ello se sumó la mayor producción de carne de ave, que contribuyó con 1,2 puntos porcentuales al resultado del trimestre.

Para 2018, se revisa la proyección de 4,0 a 4,8 por ciento por un crecimiento mayor que el esperado de los productos orientados al mercado interno y a la agroindustria, debido al menor impacto sobre la actividad agropecuaria de la Niña en el Pacífico Central en los primeros meses de 2018, y a la mayor disponibilidad de recurso hídrico en la Costa Norte.

Para 2019, se mantiene la proyección de 4,0 por ciento, la que supone aumentos de la producción destinada al mercado externo (arándanos, uvas y cacao, entre otros).

- b) Durante el primer trimestre de 2018, el sector **pesca** creció 6,1 por ciento. Este resultado refleja los mayores desembarques de anchoveta para consumo industrial respecto a similar periodo del año anterior, lo que contribuyó con 3,4 puntos porcentuales al crecimiento del sector. Asimismo, aumentó la captura de especies como perico, jurel y bonito para consumo humano directo.

Para 2018, se revisa al alza la proyección de crecimiento del sector, de 23,5 a 30,0 por ciento, debido a mayores desembarques esperados de anchoveta para consumo industrial, dada la cuota asignada de 3,3 millones para la primera temporada de pesca en la zona norte-centro y el ritmo de captura de los meses de abril, mayo y junio. Los niveles de extracción de anchoveta asociados a esta proyección serían los más altos desde 2011.

Para 2019, se espera una normalización de las condiciones de pesca, luego que los eventos de 2017 favorecieran la pesca de 2018.

- c) En el primer trimestre de 2018, el subsector **minería metálica** creció 1,7 por ciento por mayor producción de cobre, zinc, molibdeno y hierro. Por otro lado, se observó menor producción de oro de Yanacocha, Barrick y de los productores artesanales de Madre de Dios.

Para 2018, se revisa a la baja el crecimiento del subsector, de 2,4 a 0,5 por ciento, principalmente por menor producción esperada de cobre debido a menores leyes esperadas y problemas en la extracción de mineral en algunas unidades mineras, y revisiones a la baja en los planes anuales de producción de algunas empresas. Asimismo, la producción de oro se revisa a la baja por menores leyes en Yanacocha y Barrick por el agotamiento del mineral.





Cuadro 22
PRODUCCIÓN MINERA
(Variaciones porcentuales)

	2015	2016	2017	2018*	2019*
Cobre	25,8	40,1	4,5	0,8	4,3
Oro	4,8	4,2	-1,2	-7,8	1,0
Zinc	8,0	-5,9	10,2	2,7	-3,5

* Proyección.

- d) La producción del subsector **hidrocarburos** cayó 5,9 por ciento en el primer trimestre de 2018 por la menor extracción de líquidos de gas natural (-17,0 por ciento) y de gas natural (-12,2 por ciento). Esto se explica por menores exportaciones del lote 56 (Pluspetrol) y por menor demanda de gas por parte de las generadoras termoeléctricas que afecta principalmente al lote 88 (Pluspetrol). En contraste, la producción de petróleo se recuperó respecto al año 2017 pues en el primer trimestre de dicho año el lote 192 no producía a plena capacidad.

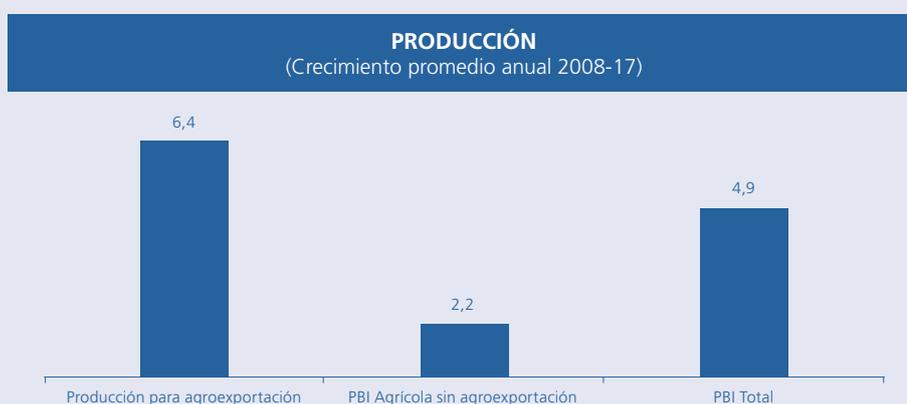
En 2018, se revisa a la baja la proyección del subsector por el mantenimiento que realizará Pluspetrol en el tercer trimestre en Camisea, lo que afectará a la producción de gas y líquidos de gas de los lotes en dicha área. Respecto a la producción de petróleo, se espera que el Oleoducto Norperuano se mantenga operativo y la producción registre incrementos respecto al año previo. Por su parte, en 2019 se espera un crecimiento del subsector de 7,6 por ciento ante la recuperación de la producción de gas y líquidos de gas natural.

- e) La **manufactura no primaria** creció 1,4 por ciento en el primer trimestre de 2018 por la mayor producción de bienes vinculados a las exportaciones y a consumo masivo.

En 2018 se proyecta que el sector se recupere y crezca 3,5 por ciento, y continúe en esta senda el 2019 con un crecimiento de 3,8 por ciento. Esta evolución está asociada a la recuperación estimada de la demanda interna, lo que se reflejaría en mayor producción de bienes de consumo masivo, insumos y bienes de capital.

Recuadro 1
EVOLUCIÓN DE LA AGROEXPORTACIÓN

La producción agrícola destinada a la exportación ha registrado un crecimiento promedio anual de 6,4 por ciento, por encima del correspondiente del resto del sector agrícola (2,2 por ciento) y de la economía en su conjunto. Medida en dólares, el valor de las exportaciones agrícolas creció 9,3 por ciento por año en la última década.



A la par de este crecimiento, los productos exportados se han diversificado de tal forma que los 3 productos principales en el año 2000 representaban 40,3 por ciento del total de agroexportaciones, y en 2017, el 32,1 por ciento. Asimismo, el Perú ha ganado un liderazgo internacional en productos como la alcachofa, espárragos, paltas y arándanos, entre otros.

RANKING MUNDIAL DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES

Cultivos	2017
Espárragos	2
Banano Orgánico	9
Paltas	2
Alcachofas	1
Mangos	3
Arándanos	2
Uvas	4
Mandarinas	4
Cebolla	7
Ajo	9

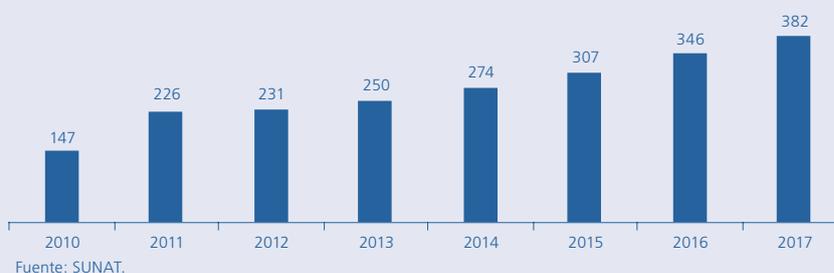
Fuente: Comtrade, FAO.

El crecimiento de la producción agrícola destinada a la exportación ha conllevado un crecimiento del empleo formal privado en este sector. El número de trabajadores bajo el Régimen de Promoción Agrario ha crecido en 160 por ciento en los últimos 7 años, pasando de 147 mil a 382 mil trabajadores.



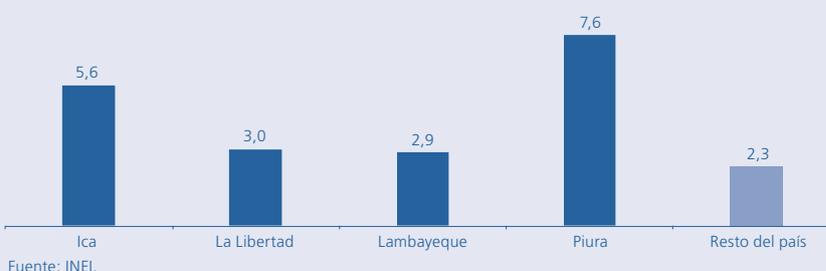


TRABAJADORES EN EL RÉGIMEN DE PROMOCIÓN AGRARIO (Miles de Trabajadores)

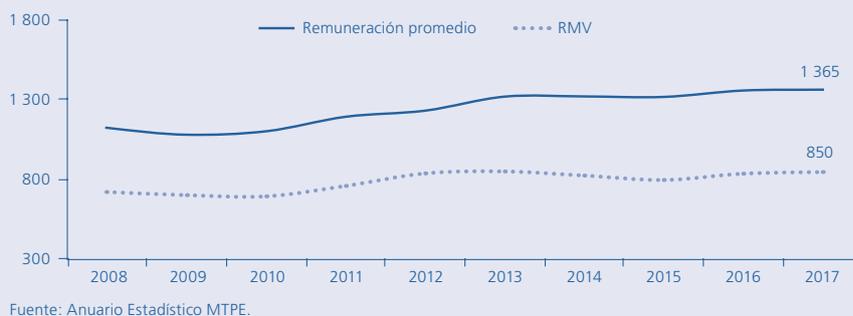


La reducción de la informalidad y el aumento de la productividad en el sector han permitido el acceso a trabajadores con escasa educación y elevados niveles de pobreza a remuneraciones, en promedio, por encima de la Remuneración Mínima Vital (con una tasa de crecimiento promedio anual de 2,3 por ciento, por encima del 1,9 por ciento de la RMV). Por categoría ocupacional, el ingreso real de la PEA asalariada creció en promedio 4,5 por ciento anual desde 2004; en contraste, el ingreso de la PEA independiente creció 2,0 por ciento. Con ello, el ratio de ingreso promedio de los asalariados a independientes pasó de 1,4 en 2004 a 1,9 en 2017.

VALOR AGREGADO POR TRABAJADOR EN EL SECTOR AGROPECUARIO (Crecimiento promedio anual, 2009-2017)



RMV Y REMUNERACIÓN PROMEDIO EN EL SECTOR AGROPECUARIO FORMAL (S/ de 2017)



INGRESO REAL PROMEDIO DE LA PEA OCUPADA EN EL SECTOR AGROPECUARIO*
(S/ de 2017)



* El cálculo del ingreso promedio de la PEA, por categoría ocupacional, excluye a los trabajadores no remunerados y a la PEA ocupada sin ingresos. Además, se considera los ingresos totales por trabajador de la ocupación principal.
Fuente: INEI.

El mayor ingreso generado por la mayor demanda de mano de obra bajo el régimen de promoción del sector agrario ha permitido una fuerte reducción de la pobreza en aquellos departamentos con empresas que declaran acogerse a este régimen. En los departamentos donde predominan las empresas agroexportadoras, la tasa de pobreza se ha reducido en más del 60 por ciento entre 2004 y 2017. Cabe destacar la Región Ica donde se inició el boom agroexportador y donde hoy casi se ha eliminado la pobreza.

INCIDENCIA DE POBREZA 2004-2017
(En porcentajes)

	2004	2017
Perú	58,7	21,7
Ica	43,1	3,3
La Libertad	58,9	23,5
Lambayeque	58,3	18,5
Piura	73,4	28,7

Fuente: INEI.

Estos resultados favorables en la producción, el empleo y los ingresos de los trabajadores responden a la aplicación sostenida de un régimen laboral y tributario que toma en cuenta las características propias de la actividad agropecuaria orientada a los mercados externos.

Se estima que el Perú puede ampliar la extensión de tierras empleadas en la actividad de exportación moderna de 224 mil hectáreas a 397 mil hectáreas (77 por ciento de incremento), gracias al desarrollo y culminación de proyectos de irrigación en la costa (como Chavimochic, Majes Sihuas, Olmos y Alto Piura), así como la inclusión de tierras agrícolas en las zonas andinas.



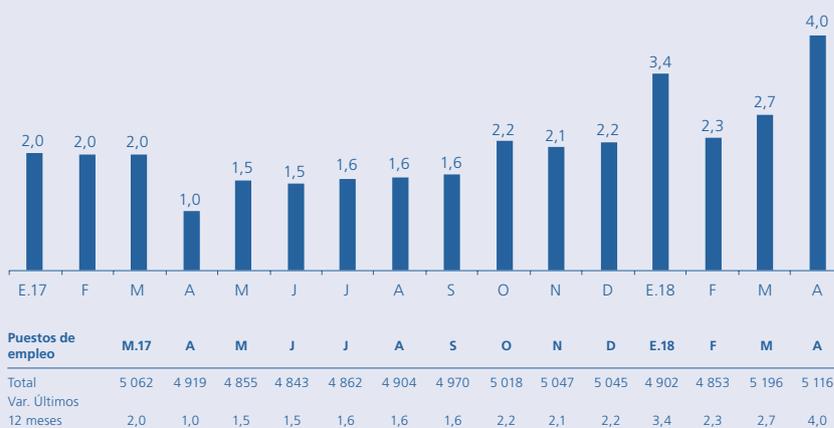


Recuadro 2 EMPLEO FORMAL – PLANILLA ELECTRÓNICA

Recientemente se ha empezado a procesar la información de la planilla electrónica de la SUNAT, referente a datos de puestos de trabajo formales. Este indicador de empleo es utilizado también por otras economías como las de Estados Unidos¹ y Nueva Zelanda².

La evolución reciente de los puestos de empleo formal total refleja un mayor dinamismo del empleo, y es consistente con el crecimiento de la actividad económica y la demanda interna de los últimos trimestres. En ese sentido, los puestos de empleo a nivel nacional aumentaron 4,0 por ciento en abril respecto al mismo periodo del año anterior, cifra superior a la tasa promedio registrada en 2017. Este crecimiento se ha dado principalmente en el sector privado, tanto en Lima como en el resto del Perú.³

PUESTOS DE EMPLEO FORMALES PLANILLA ELECTRÓNICA (Variación porcentual a 12 meses)



Fuente: Sunat-Planilla electrónica.

La información de puestos de empleo formal es consistente con la variación del número de empleos formales reportados recientemente por la SUNAT, al compartir tasas de crecimiento similares. La diferencia entre puestos de empleo y el número de empleados se debe a la existencia de puestos de empleo ocupados por una misma persona.

1 https://www.bls.gov/web/empsit/ces_cps_trends.htm#intro

2 http://archive.stats.govt.nz/browse_for_stats/income-and-work/employment_and_unemployment/different-employment-measures.aspx#linked

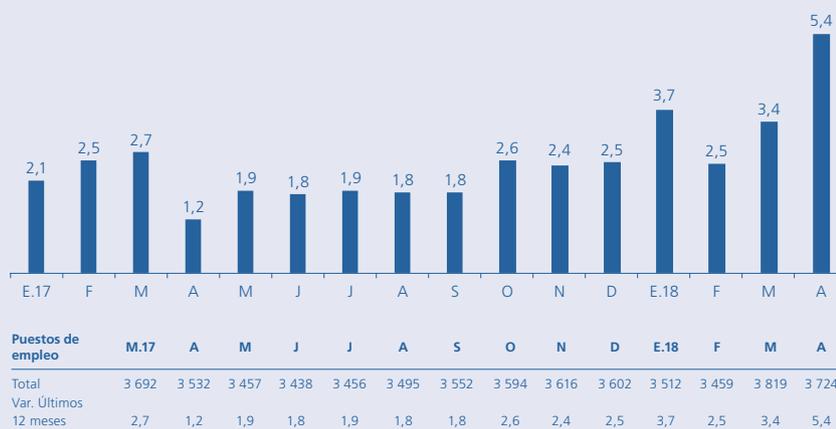
3 La distinción del área geográfica se hace en base a la dirección que se reporta a la SUNAT y que puede ser diferente al área en donde la empresa realiza su actividad.

PUESTOS DE EMPLEO Y NÚMERO DE TRABAJADORES				
	En miles		Variación porcentual 12 meses	
	Número de trabajadores	Puestos de empleo	Número de trabajadores	Puestos de empleo
2018				
Enero	4 567	4 902	3,0	3,4
Febrero	4 544	4 853	2,5	2,3
Marzo	4 728	5 196	2,4	2,7

Fuente: Sunat-Planilla electrónica.

El mayor crecimiento de los puestos de empleo formales de los últimos meses se registró en el sector privado, el cual aumentó 5,4 por ciento en abril y 3,2 por ciento en el primer trimestre.

PUESTOS DE EMPLEO FORMALES PLANILLA ELECTRÓNICA (Variación porcentual a 12 meses)



Fuente: Sunat-Planilla electrónica.

En abril de 2018, se crearon 192 mil nuevos puestos de trabajo, cifra superior a la de los últimos nueve trimestres. Este crecimiento del empleo formal privado se ha dado principalmente en los sectores servicios (72 mil) básicamente por actividades ligadas a restaurantes, telecomunicaciones y arquitectura e ingeniería; manufactura (46 mil) principalmente por las actividades vinculadas a la agroexportación; y agropecuario (34 mil).





PUESTO DE EMPLEOS FORMALES PRIVADOS 1/
(Puestos de empleo)

	2017				2018*				Var. Miles (12 meses)			
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.
Total 2/	3 387	3 376	3 692	3 532	3 512	3 459	3 819	3 724	126	83	127	192
Agropecuario	278	267	310	246	325	274	347	280	46	7	38	34
Pesca	23	22	23	24	23	23	19	20	0	0	-4	-3
Minería	89	90	99	95	100	100	108	103	11	10	9	8
Manufactura	512	511	542	514	519	515	575	560	7	4	33	46
Del cual:												
Agro exportación 3/	81	79	76	74	89	83	107	107	8	4	31	33
Otros	430	432	466	440	430	432	468	453	0	0	2	12
Electricidad	10	11	11	11	11	11	12	11	1	1	0	0
Construcción	188	185	187	181	191	190	195	190	3	5	8	8
Comercio	534	531	589	545	547	545	593	563	14	14	4	18
Servicios	1 578	1 584	1 748	1 733	1 616	1 620	1 782	1 805	38	36	34	72

1/ Los datos de la planilla hacen referencia a puestos de trabajo. Según información de la Sunat alrededor de 149 mil trabajadores fueron reportados por dos o más empleadores en diciembre de 2017.

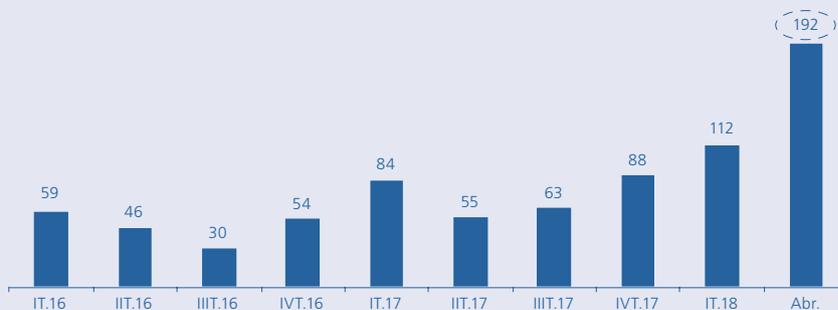
2/ La suma del empleo por sectores no da el total por el número de trabajadores que no se puede clasificar por sector económico.

3/ Procesamiento y conservación de frutas y vegetales.

Fuente: Sunat-Planilla mensual.

VARIACIÓN DEL EMPLEO FORMAL PRIVADO

(Miles de puestos de empleo, promedio trimestral)



Fuente: Sunat-Planilla electrónica.

En el primer trimestre de 2018 se crearon 112 mil nuevos puestos de trabajo en empresas ya establecidas (margen intensivo), cifra superior a la de los últimos ocho trimestres.

De otro lado, a partir de información de ingresos declarados a la SUNAT, el ingreso promedio real y la masa salarial crecieron en abril 4,1 y 8,0 por ciento, respectivamente. El incremento de los ingresos se dio principalmente en los sectores pesca, minería, comercio y servicios.

INGRESO PROMEDIO TOTAL PLANILLA ELECTRÓNICA

(Variación porcentual real 12 meses)

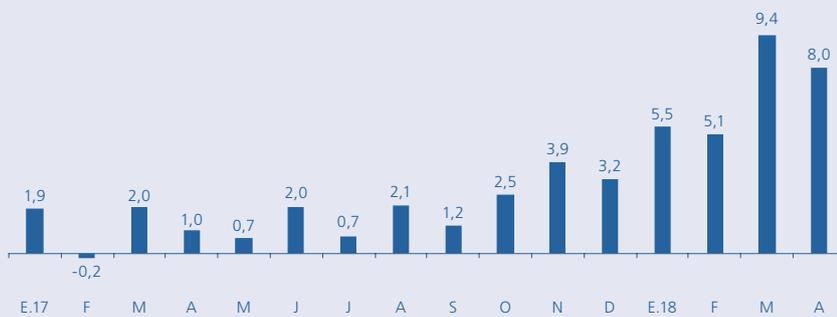


Ingreso promedio	A.17	M	J	J	A	S	O	N	D	E.18	F	M	A
Total (En soles constantes)	1 754	1 694	1 712	2 702	1 675	1 680	1 678	1 692	2 879	1 811	1 853	2 326	1 826
Var. Últimos 12 meses	-0,3	-1,1	0,3	-1,1	0,2	-0,7	0,0	1,6	0,8	2,0	2,6	6,3	4,1

Fuente: Sunat-Planilla electrónica.

MASA SALARIAL TOTAL PLANILLA ELECTRÓNICA

(Variación porcentual real 12 meses)



Ingreso promedio	A.17	M	J	J	A	S	O	N	D	E.18	F	M	A
Total (En millones de soles constantes)	8 652	8 247	8 316	13 173	8 236	8 374	8 444	8 555	14 549	8 906	9 040	12 151	9 341
Var. Últimos 12 meses	1,0	0,7	2,0	0,7	2,1	1,2	2,5	3,9	3,2	5,5	5,1	9,4	8,0

Fuente: Sunat-Planilla electrónica.





IV. Finanzas públicas

27. En mayo de 2018, el **déficit fiscal** acumulado en doce meses se redujo a 2,4 por ciento del PBI, luego de haber alcanzado un pico de 3,1 por ciento del PBI al finalizar 2017. La reducción del déficit se debe a una recuperación de los ingresos corrientes del gobierno general como reflejo de la mayor recaudación por regularización del impuesto a la renta –que alcanzó un máximo histórico–, las menores devoluciones de impuestos y los mayores ingresos por Impuesto General a la Ventas (IGV).

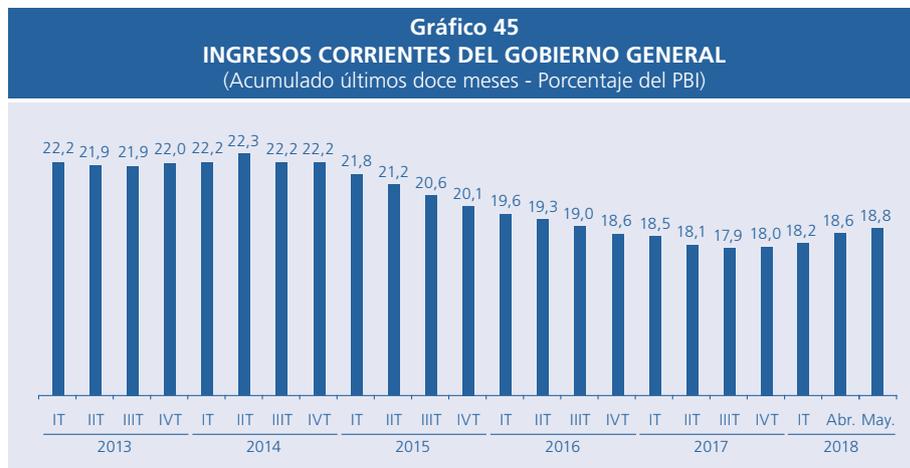
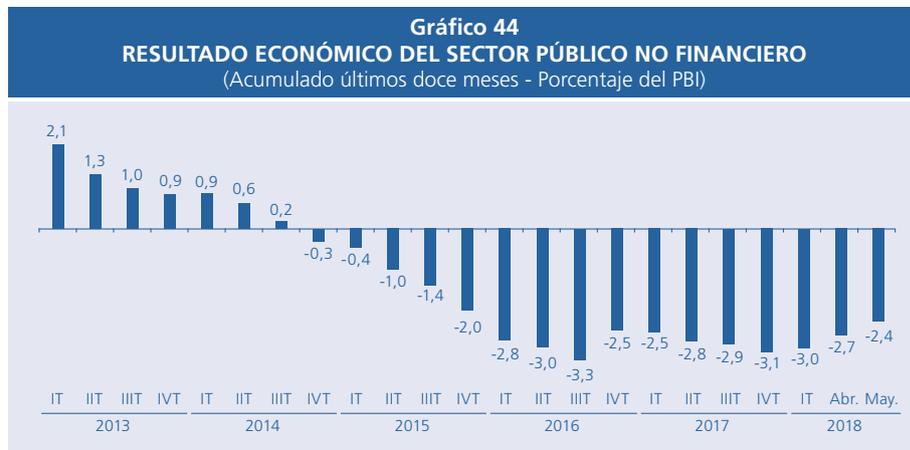


Gráfico 46
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
 (Acumulado últimos doce meses - Porcentaje del PBI)



28. Para 2018, se reduce la proyección de la expansión del déficit fiscal de 3,5 del PBI en el Reporte previo a 3,1 por ciento del PBI debido a mayores ingresos. No obstante, el escenario mantiene el énfasis de un crecimiento del gasto liderado por la inversión pública. Posteriormente, el gasto total se moderaría en 2019 con el fin de cumplir con la regla de déficit fiscal de 2,9 por ciento del PBI.

Cuadro 23
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Porcentaje del PBI)

	2017		2018*			2019*	
	I Trim.	Año	I Trim.	Ri Mar.18	Ri Jun.18	Ri Mar.18	Ri Jun.18
1. Ingresos corrientes del gobierno general ^{1/}	19,9	18,0	20,4	18,3	18,7	18,5	18,8
Variación % real	0,3%	0,4%	7,6%	7,4%	9,6%	5,6%	5,0%
2. Gastos no financieros del gobierno general ^{2/}	16,9	20,0	16,9	20,3	20,4	20,0	20,3
Variación % real	-2,0%	4,2%	5,7%	7,7%	7,3%	2,5%	4,0%
Del cual:							
Gasto corriente	13,5	15,3	14,0	15,3	15,4	15,1	15,3
Variación % real	-4,3%	3,9%	9,1%	5,9%	6,0%	2,6%	4,0%
Formación bruta de capital	2,3	4,0	2,4	4,3	4,3	4,3	4,2
Variación % real	-13,5%	1,6%	11,8%	15,7%	14,5%	2,9%	2,6%
3. Otros	0,0	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	3,1	-1,9	3,5	-2,2	-1,8	-1,6	-1,6
5. Intereses	1,9	1,2	2,3	1,3	1,3	1,3	1,3
6. Resultado económico	1,1	-3,1	1,3	-3,5	-3,1	-2,9	-2,9
Nota:							
Impulso Fiscal Ponderado	0,1	0,0	-0,5	0,5	0,4	-0,2	0,0
Brecha del Producto	-1,1	-1,1	-1,0	-0,6	-0,6	-0,1	0,0

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

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

* Proyección

R.I.: Reporte de Inflación





Ingresos fiscales

29. En el período enero-mayo de 2018, los **ingresos corrientes del gobierno general** aumentaron en 1,8 puntos porcentuales del PBI con respecto a lo observado en el mismo período de 2017, con lo que se revirtió la tendencia decreciente observada desde 2014. Este resultado se debió principalmente al incremento de la recaudación por **impuesto a la renta** (0,9 puntos porcentuales del PBI) gracias a mayores ingresos por la campaña de regularización del ejercicio 2017, en especial por parte de empresas mineras –que registraron mayores utilidades en línea con las mejores cotizaciones internacionales de los minerales–. Por su parte, **el Impuesto General a las Ventas (IGV)** creció 0,4 puntos porcentuales del PBI, consistente con la recuperación de la actividad económica. Adicionalmente, el incremento de ingresos tributarios se explica también por la reducción de 0,6 puntos del producto de las devoluciones de impuestos.



Se estima que los ingresos corrientes aumentarán hasta llegar a 18,7 y 18,8 por ciento del PBI en 2018 y 2019, respectivamente. Este escenario de recuperación de ingresos toma en cuenta los siguientes factores: i) la mayor recaudación del sector minería gracias a mejores cotizaciones internacionales de los metales; ii) el retorno de las devoluciones tributarias a sus niveles históricos; iii) el impacto del incremento del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) – vigente desde mayo de 2018– a combustibles, automóviles, cigarrillos y bebidas alcohólicas y azucaradas; y, iv) la aceleración de la demanda interna.

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

	2017		2018*			2019*	
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.18	RI Jun.18	RI Mar.18	RI Jun.18
INGRESOS TRIBUTARIOS	14,2	13,3	15,4	13,9	14,2	14,2	14,4
Impuesto a la Renta ^{1/}	6,6	5,2	6,8	5,4	5,6	5,6	5,7
Impuesto General a las Ventas	8,3	7,8	8,5	7,9	8,0	8,0	8,0
Impuesto Selectivo al Consumo	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	1,1
Impuesto a las Importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,2	1,6	1,4	1,7	1,7	1,6	1,6
Impuestos municipales	0,6	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Impuesto Temporal a los Activos Netos	0,0	0,7	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Multas, amnistía y regularización	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2
Impuesto Especial a la Minería	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Resto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Devolución de impuestos	-3,0	-2,5	-2,4	-2,2	-2,3	-2,1	-2,2
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,7	4,7	5,1	4,4	4,5	4,3	4,4
Contribuciones sociales	2,2	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1
Recursos propios y transferencias	2,6	1,7	1,7	1,4	1,4	1,4	1,4
Canon y Regalías	0,6	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6
Resto	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
TOTAL	19,9	18,0	20,4	18,3	18,7	18,5	18,8

1/ Incluye los ingresos por repatriación de capitales.
* Proyección
R.I.: Reporte de Inflación

Gráfico 48
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2009 - 2019
(Porcentaje del PBI)



Gasto público

30. En el período enero-mayo 2018, el **gasto público no financiero del gobierno general** creció 6,3 por ciento en términos reales con respecto al mismo período de





2017. Los mayores incrementos se han registrado en los rubros de remuneraciones e inversión. En el primer caso, el mayor gasto obedece a incrementos en remuneraciones otorgados en 2017, principalmente a los docentes y a profesionales de la salud. En el caso de la inversión del gobierno general, destaca la mayor ejecución de las obras viales de los Juegos Panamericanos y del proyecto Línea 2 del Metro de Lima y Callao. Estos efectos fueron parcialmente atenuados por menores transferencias de capital debido a que el año anterior se realizó una transferencia extraordinaria para capitalización de Petroperú.

En 2018, se proyecta que los gastos representen 20,4 por ciento del PBI, 0,4 puntos porcentuales del producto por encima de lo registrado en 2017. Por un lado, se asume que en lo que resta del año, se moderaría el crecimiento de los gastos corrientes con respecto a la evolución creciente presentada en los primeros meses de 2018. Ello reflejaría, en parte, la aplicación de las medidas de austeridad en bienes y servicios aprobadas en mayo mediante el Decreto de Urgencia N° 005-2018. Por otra parte, se mantiene el énfasis de gasto de inversión sustentado principalmente en la ejecución de obras del Plan Integral de Reconstrucción con Cambios y de los Juegos Panamericanos.

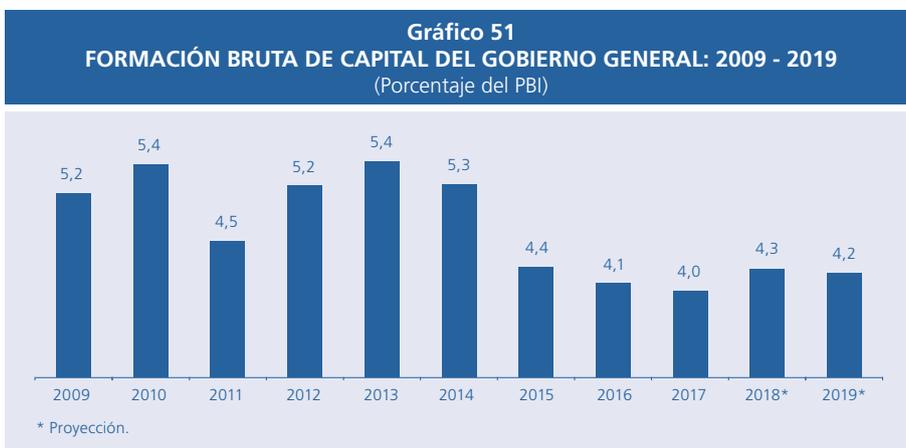
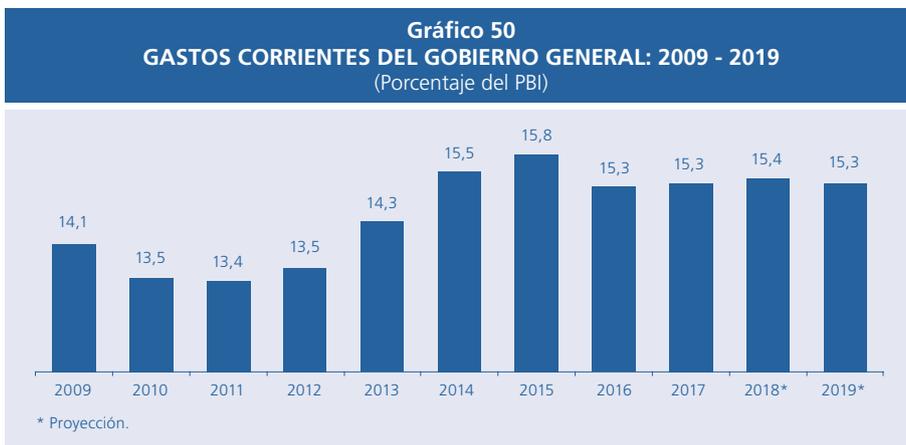
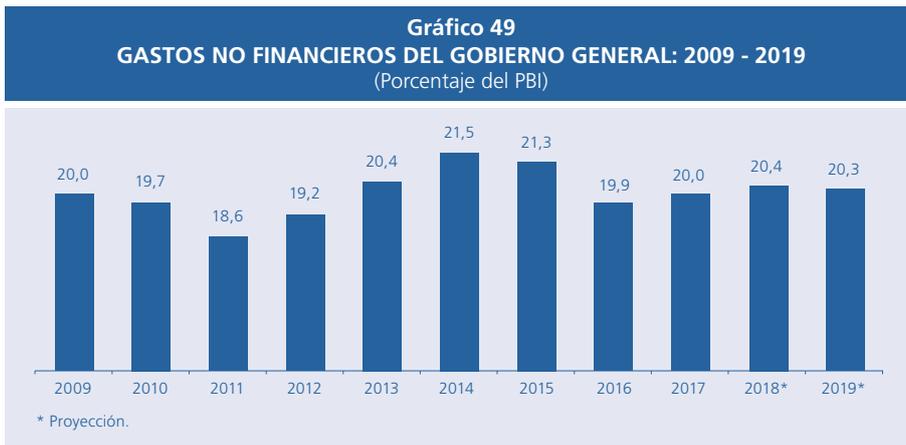
Posteriormente, en 2019 se iniciaría el proceso de consolidación del gasto, el que alcanzaría el 20,3 por ciento del PBI, 0,1 puntos porcentuales menor que el proyectado para 2018.

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

	2017		2018*			2019*	
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.18	RI Jun.18	RI Mar.18	RI Jun.18
GASTO CORRIENTE	13,5	15,3	14,0	15,3	15,4	15,1	15,3
Gobierno Nacional	9,2	10,5	9,4	10,5	10,5	10,2	10,5
Gobiernos Regionales	2,8	3,3	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2
Gobiernos Locales	1,5	1,6	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7
GASTO DE CAPITAL	3,4	4,7	3,0	5,0	5,0	4,9	5,0
Formación Bruta de Capital	2,3	4,0	2,4	4,3	4,3	4,3	4,2
Gobierno Nacional	0,7	1,4	0,9	1,5	1,5	1,6	1,7
Gobiernos Regionales	0,5	0,8	0,4	0,9	0,9	0,8	0,8
Gobiernos Locales	1,1	1,8	1,1	1,9	1,9	1,9	1,8
Otros	1,1	0,7	0,5	0,7	0,7	0,6	0,7
TOTAL	16,9	20,0	16,9	20,3	20,4	20,0	20,3
Gobierno Nacional	11,0	12,5	10,7	12,7	12,6	12,4	12,8
Gobiernos Regionales	3,2	4,1	3,5	4,1	4,2	4,0	4,0
Gobiernos Locales	2,6	3,4	2,7	3,6	3,6	3,6	3,5

* Proyección.

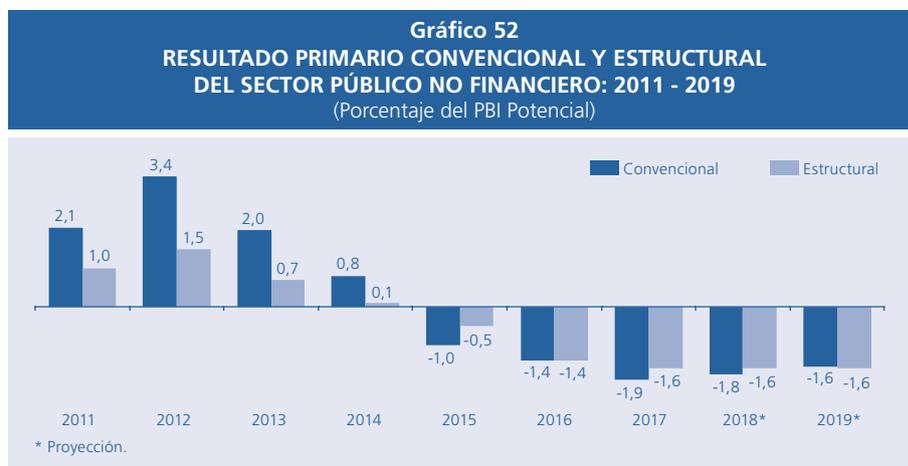
RI: Reporte de Inflación.



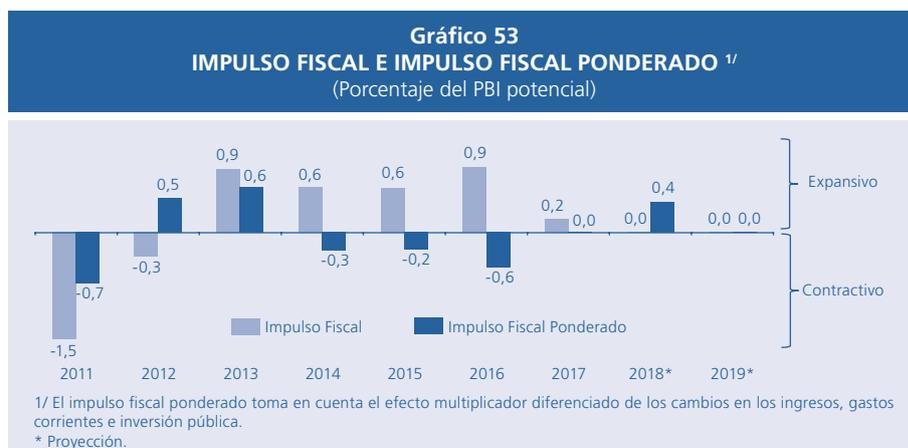


Resultado primario estructural e impulso fiscal

31. El resultado primario refleja la diferencia entre los ingresos (corrientes y de capital) y los gastos corrientes y de capital, sin considerar los vencimientos de intereses de la deuda pública interna y externa. Por su parte, el **resultado primario estructural** deduce los efectos transitorios vinculados al ciclo económico, así como los efectos de los precios de *commodities* relevantes para nuestra economía. En 2017, el resultado primario estructural fue deficitario en 1,6 por ciento del PBI potencial, nivel que se mantendría en 2018 y 2019.



El **impulso fiscal** mide el cambio en la posición fiscal, aislando los factores endógenos de las variables macroeconómicas de las cuentas fiscales. Para estimar el efecto sobre el nivel de la actividad económica, se pondera de acuerdo con el efecto multiplicador diferenciado de los cambios en los ingresos y gastos del fisco. Tomando ello en cuenta, se proyecta que en 2018 el impulso fiscal ponderado sea de 0,4 puntos porcentuales del PBI potencial debido principalmente a la expansión de la inversión. En 2019, el **impulso fiscal ponderado** sería nulo, acorde con una reducción programada del gasto.



Cuadro 26
IMPULSO FISCAL PONDERADO
(Porcentaje del PBI potencial)

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

* 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.

Deuda pública

32. El **financiamiento requerido** para cubrir el déficit fiscal y la amortización de la deuda pública pasará de S/ 39 mil millones en 2017 a S/ 28 mil millones en 2019. En términos de PBI, este requerimiento pasa de 5,6 por ciento del PBI en 2017 a 3,5 por ciento en 2019. La reducción se debe principalmente a que en 2017 se amortizó deuda externa de manera extraordinaria como parte de una operación de administración de deuda.

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

	2017		2018*			2019*	
	I Trim.	Año	I Trim.	RI Mar.18	RI Jun.18	RI Mar.18	RI Jun.18
I. USOS	-434	39 428	-256	29 912	27 109	27 911	27 986
1. Amortización	1 391	17 695	1 980	3 662	3 808	5 007	5 048
a. Externa	754	13 566	472	1 510	1 600	3 731	3 771
b. Interna	637	4 130	1 507	2 153	2 209	1 276	1 276
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	<i>203</i>	<i>818</i>	<i>538</i>	<i>825</i>	<i>941</i>	<i>658</i>	<i>658</i>
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	-1 825	21 733	-2 236	26 250	23 300	22 903	22 938
II. FUENTES	-434	39 428	-256	29 912	27 109	27 911	27 986
1. Desembolsos y otros	5 467	33 080	2 674	19 074	17 703	22 835	22 841
2. Variación de Depósitos y Otros 1/	-5 901	6 348	-2 930	10 838	9 405	5 076	5 146

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta

Saldo de deuda pública neta 2/

* 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.





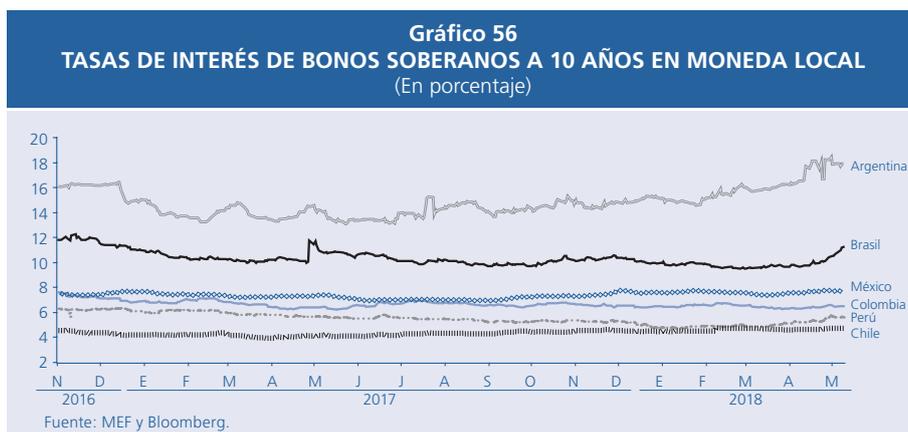
El **saldo de deuda bruta del sector público no financiero** se ubicaría en 26,1 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección. Cabe señalar que la participación de la moneda local en el portafolio alcanzaría el 65 por ciento en 2019, 25 puntos porcentuales por encima de la proporción registrada al cierre de 2009. Por su parte, la deuda neta aumentaría a 14,1 por ciento del producto hacia 2019.



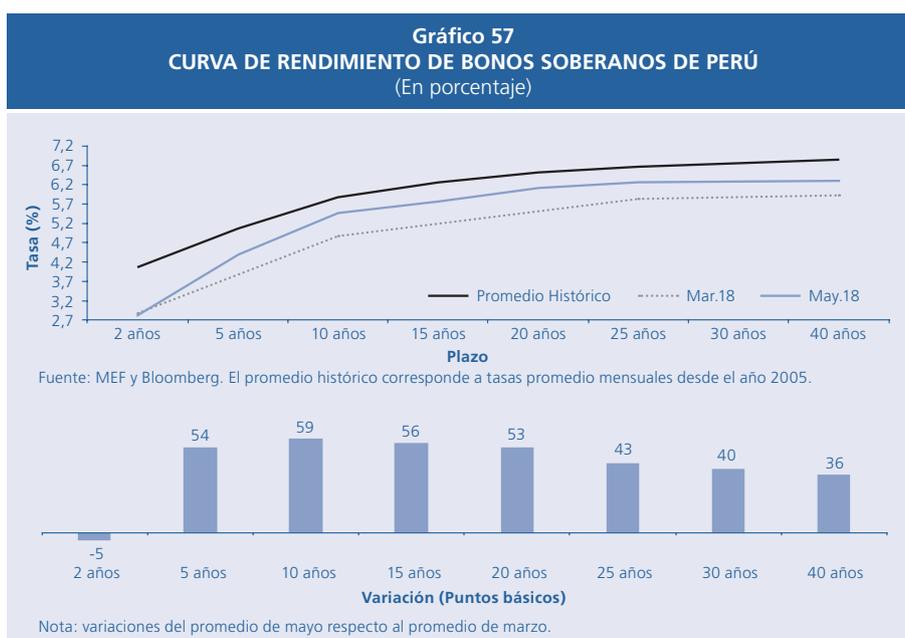
33. El saldo de **bonos soberanos** se ubica en S/ 88 483 millones en mayo de 2018, monto superior en S/ 823 millones al saldo de marzo de 2018. Los inversionistas no residentes destacaron como los principales demandantes, sus tenencias se incrementaron de S/ 34 109 millones en marzo a S/ 35 367 millones en mayo, en un contexto en el que persiste la aversión al riesgo en economías emergentes. De otro lado, las AFP destacaron como los principales ofertantes de bonos soberanos, en total vendieron S/ 2 372 millones.



En la región, las tasas de interés de bonos en moneda local a 10 años aumentaron en promedio 92 puntos básicos entre marzo y mayo de 2018. La mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, junto a volatilidad regional han impactado las tasas de interés de endeudamiento gubernamental. Es importante resaltar que Perú presenta uno de los menores niveles de tasa de interés al plazo de 10 años, únicamente por encima de Chile.



En el Perú, la curva de rendimiento soberana presentó desvalorizaciones a plazos mayores a 5 años, en línea con el incremento de la tasa de interés del Tesoro Americano a 10 años. Cabe destacar que, las tasas de interés de los bonos soberanos son menores a los promedios históricos.





Recuadro 3 EFECTOS EN LA INFLACIÓN Y LA RECAUDACIÓN DE LOS CAMBIOS RECIENTES AL IMPUESTO SELECTIVO AL CONSUMO (ISC)

Durante el mes de mayo se modificó el ISC a los combustibles, las bebidas azucaradas, las bebidas alcohólicas, los cigarrillos y los vehículos automotores. Se estima que la recaudación aumentaría por estos cambios en S/ 2 407 millones en un período anual, lo que equivale a 0,3 por ciento del PBI. Por su parte, el efecto en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) ascendería a 0,3 por ciento.

En el caso de los **combustibles**, el incremento del ISC fue mayor para el caso del diésel, el gasohol de 84 octanos y los residuales, los mismos que tienen un mayor grado de nocividad para el medio ambiente. Cabe precisar, sin embargo, que aún se tiene un nivel de subsidio de S/ 0,37 por galón para el diésel de uso vehicular, cubierto por el Fondo de Estabilización de los Precios de Combustibles.

Cabe mencionar, que luego de la medida, el gobierno habría llegado a un acuerdo con los transportistas para devolver parte del impuesto al diésel, con lo que se afectaría el criterio de nocividad y la futura recaudación tributaria.

ISC A LOS COMBUSTIBLES

Combustible	ISC (S/ por galón)			Índice de Nocividad
	Anterior	Actual	Cambio	
Diésel B5	1,40	1,70	0,30	14,9
Diésel B5 (S-50)	1,10	1,49	0,39	12,2
Gasohol 84 Plus	0,88	1,22	0,34	30,2
Gasohol 90 Plus	0,99	1,16	0,17	7,5
Gasohol 95 Plus	1,07	1,13	0,06	5,2
Gasohol 97 Plus	1,13	1,13	-	5,2
Gasohol 98 Plus	1,13	1,13	-	5,2
Petróleo Industrial 6	0,68	0,92	0,24	27,9
Petróleo Industrial 500	0,63	1,00	0,37	37,8

De otro lado, se estableció una nueva estructura del ISC a las **bebidas alcohólicas**, que fija tasas progresivas para las bebidas alcohólicas en función del contenido alcohólico.

Bebidas alcohólicas	ISC Anterior mayor entre		ISC Actual mayor entre		Diferencia	
	Tasa	S/ x Litro	Tasa	S/ x Litro	Tasa	S/ x Litro
Vol % alcohol:						
0 - 6° (Cerveza)	30%	1,25	35%	1,25	5%	0,00
6 - 12°	25%	2,50	25%	2,50	0%	0,00
12 - 20° (Vinos)	25%	2,50	30%	2,70	5%	0,20
+ 20° (Ron, Whisky)	25%	3,40	40%	3,40	15%	0,00

Además se ha establecido un impuesto adicional a las **bebidas no alcohólicas** con contenido de azúcar mayor a 6 gr. por ml. La medida recoge en la estructura del selectivo

la externalidad negativa del consumo de azúcar sobre la salud. En la práctica, esta medida afectará a las aguas y gaseosas azucaradas, que en general superan el límite de contenido de azúcar.

Bienes		ISC (%)		
		Anterior	Actual	Variación
Bebidas no alcohólicas con excepción de jugos de frutas u hortalizas. Incluye agua mineral y gasificada, con adición de azúcar u otro edulcorante o aromatizada y cerveza sin alcohol.	Contenido de azúcar < 6 g/100ml	17%	17%	-
	Contenido de azúcar >= 6 g/100ml	17%	25%	8%

En cuanto al ISC a los **cigarrillos**, se incrementó el impuesto de S/ 0,18 a S/ 0,27 por unidad, con un efecto sobre el precio final de 9 por ciento.

Bienes	ISC (S/ por unidad)		
	Anterior	Actual	Variación
Cigarrillos de tabaco negro y cigarrillos de tabaco rubio	0,18	0,27	0,09

Se ha modificado la estructura del ISC a los **vehículos automotores**, en función al tipo de combustible que utiliza. Así, se penaliza las unidades que utilicen combustibles más contaminantes como el diésel y se favorece el uso de sistemas de gas, duales, híbridos o eléctricos. Adicionalmente, se amplía el ámbito del impuesto al incluir a las motocicletas. La medida mantiene una mayor tasa a los vehículos usados.

Cabe indicar que los automóviles nuevos a gasolina tendrán un selectivo del 10 por ciento, cuando anteriormente no se encontraban gravados. Asimismo, en el caso de vehículos duales (gas-gasolina, gas-diésel), híbridos (motor de émbolo y eléctrico) y eléctricos se elimina el impuesto de 10 por ciento cuando son nuevos y se reduce la carga de 30 a 10 por ciento, cuando son usados. Adicionalmente, se elimina el selectivo a todos los vehículos de carga nuevos.

TASAS DEL ISC VEHÍCULOS

	Anterior		Actual		Peso IPC	Variación	
	Nuevos	Usados	Nuevos	Usados		Nuevos	Usados
Vehículos (IPC)					1,57		
Híbridos, a gas y eléctricos 1/	10%	30%	0%	10%		-10%	-20%
Gasolineros	-	30%	10%	40%		10%	10%
A diésel	10%	30%	20%	40%		10%	10%
Pick-ups	10%	30%	0%	40%		-10%	10%
Motocicletas							
Eléctricas	-	-	0%	10%		-	10%
Gasolineras	-	-	10%	40%		10%	40%
Buses	-	30%	-	40%		-	10%
Camiones	-	30%	-	40%		-	10%

1/ Los autos nuevos a gas y duales (gas-gasolina) permanecen con una tasa de 0%



**Impacto de las medidas**

Se estima que en términos de recaudación, el conjunto de medidas del ISC permitan mayores ingresos fiscales por S/ 2 407 millones al año (0,3 por ciento del PBI), de los cuales S/ 2 116 millones provendrían del ISC y el resto del IGV asociado (debido a que el ISC forma parte de la base gravable del IGV). Esto ayudaría a cerrar en parte el déficit de la fuente por recursos ordinarios de este año.

IMPACTO ESTIMADO EN RECAUDACIÓN
(Millones S/)

Rubro	ISC	IGV 1/	Total
Combustibles	754	47	800
<i>Gasoholes y gasolinas</i>	116	7	123
<i>Diesel</i>	624	39	663
<i>Resto</i>	14	0	14
Cigarrillos	62	11	73
Bebidas azucaradas	226	41	267
Bebidas alcohólicas	484	87	572
Automóviles	589	106	695
Total	2 116	292	2 407

1/ En el caso de gasolinas considera que el 35% del consumo corresponde a las familias.

Por otro lado, se espera que el impacto directo de las modificaciones en el ISC sea un incremento de una sola vez en los precios de los bienes afectados, que dadas las variaciones y las participaciones en la canasta del IPC y asumiendo que los incrementos del ISC se trasladen completamente al precio final de los bienes, estas modificaciones tendrían un impacto total directo de 0,3 puntos porcentuales sobre la inflación, como máximo.

EFFECTO DE LARGO PLAZO DEL ALZA DEL ISC SOBRE LA INFLACIÓN

Componente y rubro	Modificación del ISC		Ponderación		Estimada	
			Implícita a abril 2018	Var.%	Contribución ponderada en p.p.	
IPC sin alimentos y energía						
Compra de vehículos 1/	0%	a 10%	1,57	10,0	0,16	
Cigarrillos 2/	S/ 0,18	a S/ 0,27	0,25	9,0	0,02	
Alimentos y energía						
Bebidas gaseosas 3/	17%	a 25%	1,22	6,8	0,08	
Cerveza 4/	30%	a 35%	0,84	3,8	0,03	
Gasolina y lubricantes 5/			1,19	2,2	0,03	
Bebidas de alto contenido alcohólico 6/	25%	a 40%	0,04	13,1	0,00	
Bebidas de bajo contenido alcohólico 7/	25%	a 30%	0,09	4,0	0,00	
Total					0,33	

Se asume que los márgenes porcentuales de venta respecto a precios finales se mantienen constantes.

1/ Incremento por autos nuevos gasolineros. Se asume que el total del rubro corresponde a este tipo de autos.

2/ Se asume precio promedio de S/ 0,50.

3/ Se asume impacto solo a través de bebidas gaseosas y no a través de otras bebidas no alcohólicas con contenido de azúcares totales igual o superior a 6g/100ml.

4/ Corresponde a bebidas alcohólicas de 0 a 6 grados de alcohol.

5/ Se asume impacto sobre diesel, gasolina 84, 90 y 95.

6/ Se asume impacto sobre ron y whisky.

7/ Se asume impacto sobre el vino (entre 12 y 20 grados de alcohol); se considera precio promedio de S/ 20.

Recuadro 4
MECANISMO DE EJECUCIÓN DE INVERSIÓN PÚBLICA PARA LOS JUEGOS
PANAMERICANOS LIMA 2019

En octubre de 2013 Lima fue elegida como sede para la organización de los XVIII Juegos Panamericanos y VI Juegos Parapanamericanos (en adelante, Juegos Panamericanos) que se realizarán entre el 26 de julio y 11 de agosto de 2019 y entre el 23 de agosto y 1 de setiembre, respectivamente.

La realización de este evento exige la construcción y remodelación de infraestructura deportiva y de obras viales conexas, las cuales estarán a cargo del Gobierno Nacional y de la Municipalidad de Lima Metropolitana. La infraestructura deportiva comprende ocho proyectos de inversión pública principales, a los que se sumarán la construcción de infraestructuras temporales y sedes alquiladas, mientras que la infraestructura vial comprende trece obras viales. Los proyectos, en conjunto, explicarían el 30 por ciento del crecimiento estimado de la inversión pública para el 2018.

La necesidad de cumplir con los plazos previstos para contar con una infraestructura de clase mundial condujo al uso de un mecanismo de ejecución de la inversión pública más expeditivo.

Infraestructura deportiva

En abril de 2017 el gobierno peruano suscribió un acuerdo gobierno a gobierno de asistencia y colaboración con el Departamento de Comercio Internacional del Reino Unido para la realización de los Juegos Panamericanos, entidad que cuenta con experiencia en la organización de los Juegos Olímpicos de Londres 2012.

El proceso de contratación, que comprende las acciones previas, la etapa de pre-calificación y el proceso de convocatoria a licitación, cuenta con plazos determinados y promueve la participación y competencia. En la etapa previa, no sólo se requiere la presentación de los estados financieros auditados de los últimos tres años de los postores, sino también de un compromiso de integridad en el marco de una política de lucha contra la corrupción.

La modalidad de contrato utilizada es el *New Engineering Contract* (NEC 3, por sus siglas en inglés). El contrato NEC 3 presenta características que reducen la probabilidad de controversias entre las partes contratantes, debiendo destacarse el uso de contratos con un lenguaje simple que permite reducir los márgenes de interpretación legal en la ejecución de los mismos. Estos contratos establecen incentivos para una ejecución física más expeditiva y para la reducción del costo de las obras, sin comprometer la calidad de las mismas, así como responsabilidades objetivas para cada una de las partes y un mecanismo de solución de controversias que considera principalmente los aspectos técnicos de éstas.

En los proyectos en que se implementa el NEC 3, el postor ganador de la licitación asume la responsabilidad del proyecto y es quien lo gestiona, pudiendo subcontratar la elaboración del





expediente técnico, la ejecución y supervisión de la obra. La supervisión se mantiene a cargo de la entidad licitante. Cabe indicar que la integración del diseño –desarrollo del expediente técnico- y construcción coadyuva a un mejor control de los riesgos en la ejecución de los proyectos.

En el marco de esta experiencia, se ha firmado cinco contratos:

- Villa Panamericana en setiembre de 2017 al consorcio Besco-Besalco⁴.
- Villa Deportiva Nacional (VIDENA) en diciembre de 2017 a COSAPI.
- Complejo Deportivo Villa María del Triunfo en diciembre de 2017 al consorcio Sacyr-SACEEM.
- Complejo Deportivo Yahuar Huaca en marzo de 2018 a Sacyr.
- Polideportivo de Gimnasia en marzo de 2018 al consorcio Obrascom-JE Constructores Generales.

Un aspecto particularmente importante a destacar es la presencia de competencia. En el proceso de la Villa Panamericana, por ejemplo, inicialmente se presentaron 300 empresas, 59 pasaron la primera etapa, 44 la segunda (precalificación) y 7 empresas participaron en la tercera.

La ejecución de las obras de infraestructura deportiva para los Juegos Panamericanos se viene realizando de acuerdo con lo programado. Los ocho principales proyectos tienen un Presupuesto Institucional Modificado (PIM) de S/ 1 044 millones para el presente año y al mes de mayo se registra un avance del orden de 19 por ciento. Cabe indicar que, en el año 2017, se ejecutó el 92 por ciento del PIM.

JUEGOS PANAMERICANOS: INFRAESTRUCTURA DEPORTIVA
(Millones de Soles)

JUEGOS PANAMERICANOS	Costo	Fecha de adjudicación	Fin de obras	Monto del contrato	Ejecución 2017	PIM 2018	Devengado Ene.-May.18
Villa Panamericana	412	Set. 2017	Feb. 2019	324	123	200	50
VIDENA	625	Dic. 2017	Mar. 2019	490	152	342	38
Complejo Deportivo Villa María del Triunfo	270	Dic. 2017	Mar. 2019	226	75	162	16
Polideportivo de Gimnasia	139	Mar. 2018	Mar. 2019	90	3	95	34
Parque Zonal Yahuar Huaca	258	Mar. 2018	Mar. 2019	152	8	148	56
Club de Tiro	50	En licitación	Feb. 2019	-	0	38	0
Club Ecuestre	48	En licitación	Mar. 2019	-	0	41	1
Centro Alto Rendimiento de Surf, Punta Negra	28	-	Jun. 2019	-	0	18	0
TOTAL	1 832			-	361	1 044	196

Fuente: MEF y COPAL.

4 En el caso de la Villa Panamericana se redimensionó el proyecto de uno que contemplaba la construcción de veinte edificios de siete pisos cada uno, a un proyecto que considera siete edificios de veinte pisos cada uno, con la consecuente disposición de áreas adicionales con valor comercial y en parte de las cuales se está ejecutando otro proyecto de los Juegos Panamericanos (Polideportivo de Gimnasia).

Obras viales

Mediante la Ley N° 30624 de junio de 2017 se autorizó al Ministerio de Transportes y Comunicaciones (MTC) a realizar transferencias financieras a la Municipalidad de Lima Metropolitana durante el año 2017 hasta por S/ 374 millones para financiar la ejecución de obras viales en el marco de los Juegos Panamericanos. Posteriormente se realizaron autorizaciones adicionales.

Cabe indicar que en diciembre de 2017 la Municipalidad de Lima Metropolitana aprobó el Convenio de Administración de Recursos con la Organización Internacional de Migraciones (OIM) para la ejecución del proyecto "Obras Viales para la Accesibilidad de los Juegos Panamericanos y Parapanamericanos Lima 2019" y la transferencia financiera a dicho organismo para la ejecución de dos proyectos por S/ 113,3 millones. En abril de 2018 aprobó una adenda para la transferencia de recursos a la OIM por S/ 478,4 millones para la ejecución de seis proyectos viales; y en mayo una adenda adicional para la transferencia de S/ 308,2 millones para la ejecución de un proyecto. Estos se financiarán con los recursos transferidos por el MTC y de la municipalidad.

JUEGOS PANAMERICANOS: INFRAESTRUCTURA VIAL (Millones de Soles)

JUEGOS PANAMERICANOS	Costo	Fecha de adjudicación	PIM 2018	Devengado Ene.-May.18
Av. Nicolás Arriola, Tramo: Javier Prado - Circunvalación	58	May. 2018	56	55
Interconexión de vías de Costa Verde y Bajada Armendáriz	52	May. 2018	52	52
Av. Los Héroes, Av. Pachacútec, y otras	304	Licitación	274	273
Antigua Panamericana Sur: Puente Arica - Santa María del Mar	113	Licitación	113	113
Antigua Panamericana Sur: Mateo Pumacahua - Conchán	90	Licitación	90	90
Antigua Panamericana Sur: Av. Pedro Miota	39	Licitación	39	39
Av. Costa Verde: Tramo Av. Rafael Escardó - Jr. Virú	322	-	271	1
Av. La Molina: Tramo Javier Prado - Av. Melgarejo	32	-	12	12
Av. Paseo de la República: Tramo Av. Domingo Orué - Av. Aramburú	14	-	14	14
Av. Agustín de la Rosa Toro y Av. del Aire	17	-	17	17
TOTAL	1 041	-	937	666

Fuente: MEF y OIM.



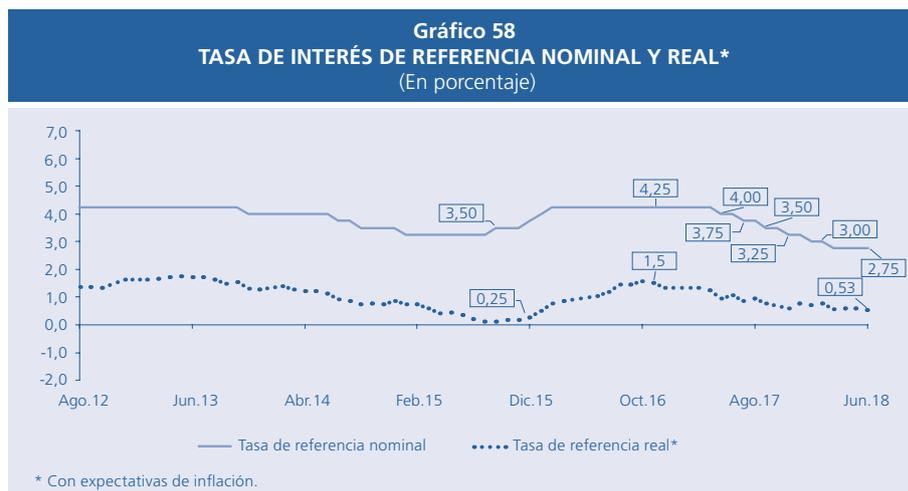


V. Política monetaria y mercados financieros

Acciones de política monetaria

34. En el segundo trimestre de 2018, las acciones de **política monetaria** continuaron orientadas a mantener una posición expansiva, con el objetivo de garantizar que la inflación y sus expectativas se ubiquen dentro del rango meta en el horizonte de proyección, en un contexto de recuperación cíclica de la actividad económica y de reversión de choques de oferta, que se han reflejado en una tasa de inflación que se ubica transitoriamente por debajo del límite inferior del rango meta (1,0 por ciento).

En este contexto, el Directorio del BCRP mantuvo la **tasa de interés de referencia** en 2,75 por ciento en este trimestre. Estas decisiones estuvieron en línea con los últimos comunicados de política monetaria. En particular, el Directorio indicó en su comunicado de junio que *"considera apropiado mantener la posición expansiva de la política monetaria hasta que se asegure que dicha convergencia se dé junto a expectativas de inflación ancladas en un entorno en el que el nivel de actividad económica se encuentre cerca de su potencial"*.



Como resultado de estas acciones de política monetaria, la tasa de interés real se ubicó en 0,5 por ciento, por debajo de su nivel natural, estimado en 1,75 por ciento.

Esta posición de política monetaria expansiva es consistente con un nivel de inflación que retorna al rango meta en el segundo trimestre y que converge gradualmente a 2,0 por ciento hacia fin de año.

35. La decisión de mantener una posición expansiva de política monetaria consideró además los siguientes factores:

i. La **inflación interanual** alcanzó un piso de 0,4 por ciento en marzo para luego aumentar hasta 0,93 por ciento en mayo, todavía por debajo del límite inferior del rango meta (1,0 por ciento). Este resultado se explica principalmente por la reversión de choques de oferta, en un entorno de actividad económica menor a su potencial. Por su parte, las mediciones de tendencia inflacionaria se ubican cerca del centro de rango meta.

Asimismo, la inflación sin alimentos y energía se mantuvo alrededor del punto medio del rango meta, pasando de 1,97 por ciento en febrero a 2,0 por ciento en mayo.

ii. Las **expectativas de inflación a 12 meses** se mantuvieron alrededor de 2,2 por ciento hasta mayo de 2018.

iii. Los indicadores de la **actividad económica** muestran signos claros de mayor dinamismo en los últimos tres meses, aunque el crecimiento del PBI sigue debajo de su potencial. La brecha producto negativa estimada para el I trimestre indica ausencia de presiones inflacionarias de demanda.

iv. La **actividad económica mundial** sigue mostrando indicadores favorables, aunque se mantiene la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

Tasas de interés

36. Las condiciones monetarias expansivas de los últimos meses han permitido que las **tasas de interés** en los mercados monetarios y crediticios se ubiquen por debajo de sus promedios históricos. Entre marzo y mayo de 2018, la tasa interbancaria se ha ubicado en su nivel de referencia, mientras que la tasa de interés preferencial corporativa activa a 3 meses fue 3,33 por ciento en similar periodo, en línea con la menor expectativa de reducción de la tasa de referencia. En el caso de las tasas de interés del mercado de créditos, éstas disminuyeron en promedio 46 puntos básicos en cinco de los seis sectores de préstamos, entre los cuales destaca el segmento de consumo, cuya tasa descendió de 43,9 a 41,6 por ciento.

En el caso de las tasas de interés pasivas, éstas se ubican, para el plazo de 30 días en 2,69 por ciento (88 puntos básicos por debajo de su promedio histórico); y para las tasas de plazos hasta 360 días, en 3,16 por ciento (103 puntos básicos por debajo de su promedio histórico).





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

		Dic. 15	Dic. 16	Mar. 17	Jun. 17	Set. 17	Dic. 17	Mar. 18	Abr. 18	May. 18	Prom. Hist.
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	3,88	4,31	4,05	3,89	3,08	2,97	2,65	2,59	2,69	3,57
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,53	4,73	4,42	4,18	3,60	3,30	2,76	2,69	2,76	3,75
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,77	4,86	4,77	4,35	4,08	3,61	3,19	3,08	3,16	4,19
Activas	Preferencial Corporativa 90 días	5,01	5,37	4,97	4,53	3,64	3,63	3,11	3,22	3,33	4,68
	Corporativos	6,18	5,88	5,78	5,31	4,49	4,03	3,75	3,94	4,07	5,57
	Grandes Empresas	7,12	7,12	7,52	7,04	6,68	6,23	6,41	6,12	6,20	7,10
	Medianas Empresas	10,23	10,39	10,47	10,56	10,42	9,68	9,76	9,97	9,71	10,50
	Pequeñas Empresas	20,45	21,65	21,54	20,78	20,27	19,76	19,78	19,57	19,32	21,67
	Consumo	44,03	46,77	45,24	45,64	48,34	48,56	43,94	41,49	41,59	41,88
	Hipotecario	8,95	8,52	8,73	8,53	8,05	7,65	7,42	7,42	7,39	8,93

Fuente: SBS. Promedio histórico Setiembre 2010 a Mayo 2018.

Gráfico 59
TASAS EN SOLES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS, TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT Y TASA DE REFERENCIA
(En porcentaje)



Fuente: BCRP.

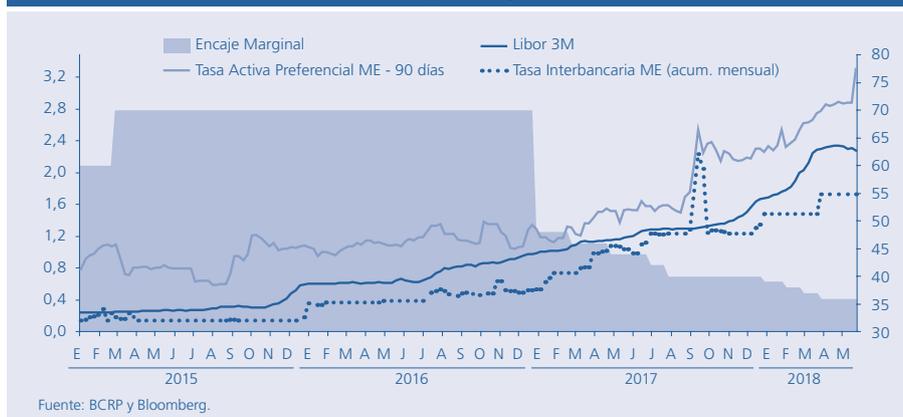
Las tasas de interés en dólares mantienen la tendencia ascendente prevaleciente en los mercados financieros internacionales. En el mercado monetario local, las tasas de interés interbancaria y activa preferencial corporativa a 90 días aumentaron en 25 y 55 puntos básicos, respectivamente. De otro lado, las tasas de interés del mercado de créditos bancarios presentaron un incremento promedio de 7 puntos básicos, en línea con la evolución de las tasas de interés Libor a 1 y 3 meses. Los segmentos de medianas empresas y corporativo destacan con los mayores incrementos en sus tasas de interés.

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

	Dic. 15	Dic. 16	Mar. 17	Jun. 17	Set. 17	Dic. 17	Mar. 18	Abr. 18	May. 18	Prom. Hist.	
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	0,16	0,23	0,50	0,65	1,12	1,10	1,15	1,24	1,32	0,48
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	0,38	0,51	0,69	0,87	1,13	1,32	1,43	1,44	1,52	0,70
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	0,48	0,61	0,77	0,73	1,01	1,05	1,12	1,54	1,52	0,74
Activas	Corporativos	2,33	2,47	3,03	2,42	3,13	3,22	2,98	3,19	3,56	3,01
	Grandes Empresas	5,54	5,02	5,12	5,29	4,98	5,25	5,14	5,27	5,00	5,40
	Medianas Empresas	8,06	6,91	7,07	6,98	6,70	6,35	6,65	6,97	7,54	8,27
	Pequeñas Empresas	11,26	10,67	9,83	10,56	8,56	7,29	10,09	9,44	9,53	12,76
	Consumo	32,07	32,08	32,54	33,53	33,51	32,91	34,12	33,91	33,94	27,69
	Hipotecario	6,71	6,14	6,35	6,13	5,94	5,90	5,92	5,89	5,76	7,43

Fuente: SBS. Promedio histórico Setiembre 2010 a Mayo 2018.

Gráfico 60
TASAS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS, TASA INTERBANCARIA OVERNIGHT Y TASA LIBOR A 3 MESES
(En porcentaje)



37. Entre diciembre de 2017 y junio de 2018, las tasas de interés de **CDBCRP** disminuyeron en promedio 38 puntos básicos a plazos entre 3 y 18 meses, en línea con la reducción de 50 puntos básicos en la tasa de referencia del BCRP. De otro lado, entre mayo y junio de 2018, las tasas de interés de los CDBCRP se han incrementado en promedio 12 puntos básicos, reflejando las menores expectativas de reducción de la tasa de interés de referencia de los agentes económicos.

Cabe señalar que a partir del día 12 de junio del presente, el BCRP publica en su página web diariamente la **curva de rendimiento de los CDBCRP** en soles, con los que se valorizan estos instrumentos en las operaciones de reporte que los bancos





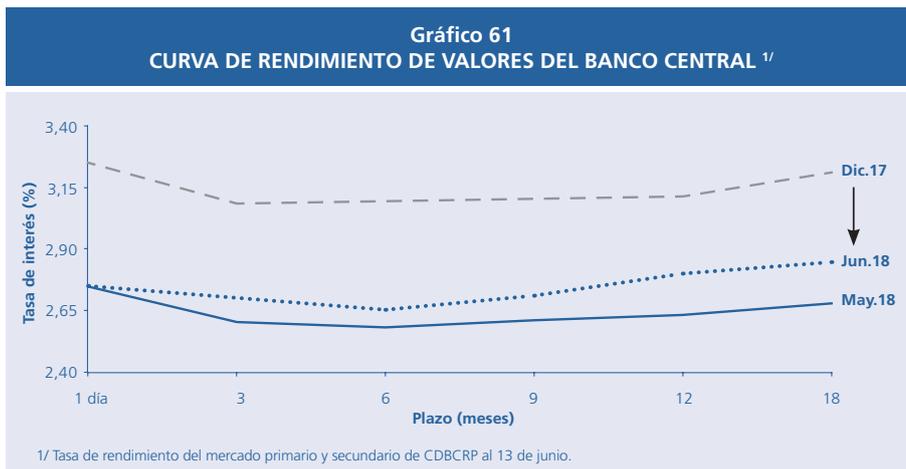
realizan con el BCRP. Esta información va a contribuir a la formación de precios en el mercado secundario de los CDBCRP y, con ello, a un mayor desarrollo de la curva de rendimiento en soles de corto plazo, la misma que puede servir de base para la valorización de otros instrumentos en el mercado monetario⁵.

Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS DE SUBASTA DE CDBCRP POR PLAZOS
(En porcentaje)

	Meses				
	1	3	6	12	18
1.Mar.18				2,69	
5.Mar.18			2,66		
6.Mar.18			2,66		
7.Mar.18		2,66	2,67		2,65
8.Mar.18			2,66	2,67	
9.Mar.18			2,65	2,65	
12.Mar.18			2,65	2,65	
13.Mar.18		2,60		2,60	
14.Mar.18			2,60	2,60	2,63
15.Mar.18			2,60	2,60	
16.Mar.18			2,60		
19.Mar.18			2,59		
21.Mar.18					2,63
22.Mar.18				2,58	
26.Mar.18			2,55		
28.Mar.18					2,63
2.Abr.18			2,56		
4.Abr.18					2,63
5.Abr.18				2,57	
9.Abr.18			2,55		
11.Abr.18					2,64
12.Abr.18		2,64	2,56	2,56	
16.Abr.18			2,62		
17.Abr.18		2,64	2,60		
18.Abr.18		2,62	2,60		2,68
19.Abr.18		2,60	2,59	2,58	
23.Abr.18			2,58		
26.Abr.18				2,63	
30.Abr.18			2,58		
2.May.18					2,65
3.May.18				2,58	
7.May.18			2,56		
9.May.18					2,70
10.May.18				2,60	
14.May.18			2,58		
15.May.18		2,55	2,57		
16.May.18		2,55	2,58		2,70
17.May.18				2,58	
21.May.18			2,57		
23.May.18					2,70
24.May.18				2,68	
28.May.18			2,61		
30.May.18					2,75
31.May.18				2,82	

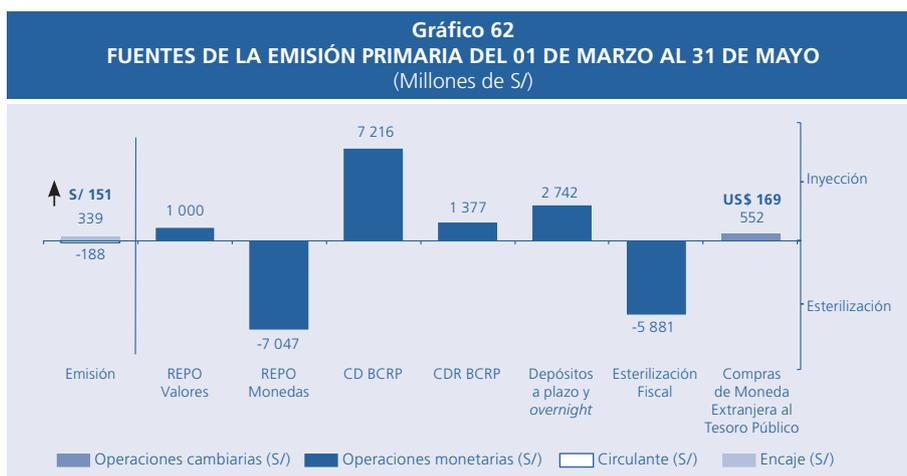
Fuente: BCRP.

5 Ver el enlace: <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/curva-de-rendimiento-de-cd-bcrp.html>



Operaciones Monetarias

38. Entre marzo y mayo, las **operaciones monetarias del Banco Central** se orientaron a atender la demanda por liquidez en moneda nacional, en un periodo caracterizado por un aumento de demanda de liquidez asociado al periodo de regularización del pago de impuesto a la renta y el vencimiento de Repos de Moneda (S/ 7 047 millones). Como resultado, el sector público incrementó sus depósitos en el BCRP por S/ 5 881 millones, ante lo cual el BCRP inyectó liquidez mediante el vencimiento neto de CDBCRP (S/ 7 216 millones), de depósitos a plazo (S/ 2 742 millones) y de CDRBCRP (S/ 1 377 millones), y a través de la colocación de operaciones Repo de Valores (S/ 1 000 millones). Adicionalmente, el BCRP subastó depósitos del Tesoro Público por S/ 1 800 millones.



Como resultado de esas operaciones, el saldo de operaciones de reporte pasó a representar el 5,7 por ciento de los activos netos del BCRP (en febrero de 2018 representó el 8,2 por ciento).





En cuanto a la composición de los pasivos del BCRP, esta reflejó el incremento de los depósitos del sector público en el BCRP que se compensó mediante la reducción de los instrumentos de esterilización del BCRP. Así, los depósitos del sector público se mantuvieron como el pasivo más importante del BCRP y aumentaron su participación en los pasivos netos del BCRP de 30,1 por ciento a 33,9 por ciento en el mismo periodo, reflejando la mayor recaudación asociada al periodo de regularización del impuesto a la renta. Por su parte, los instrumentos de esterilización del BCRP pasaron de representar el 18,6 por ciento a 13,5 por ciento de los pasivos, reflejando la mayor inyección monetaria a través del vencimiento de los CDBCRP.

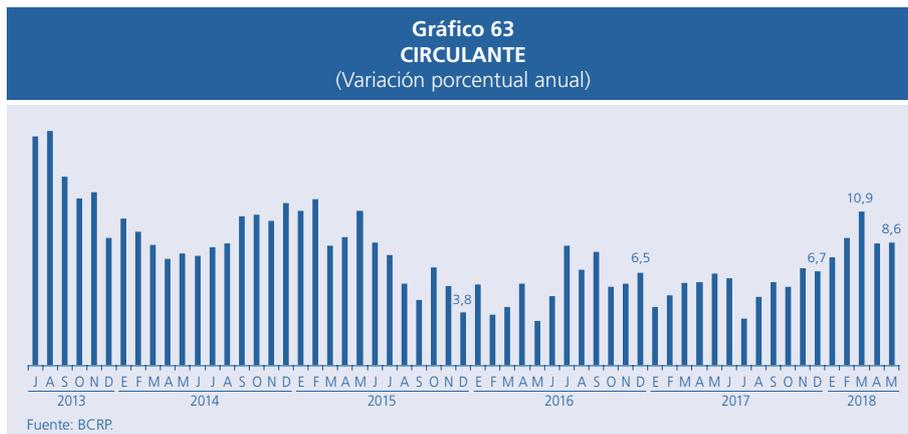
Cuadro 31
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP*
(Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Feb.18	May.18
I. Activos netos	100%	100%	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	87,4%	87,8%	90,3%	91,8%	94,3%
<i>En millones</i>	<i>(US\$ 61 485)</i>	<i>(US\$ 61 686)</i>	<i>(US\$ 63 621)</i>	<i>(US\$ 61 885)</i>	<i>(US\$ 60 109)</i>
Repos	12,6%	12,2%	9,7%	8,2%	5,7%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	32,7%	34,0%	32,0%	30,1%	33,9%
En moneda nacional	13,0%	12,2%	18,7%	16,7%	20,3%
En moneda extranjera	19,7%	21,8%	13,4%	13,4%	13,6%
2. Depósitos totales del sistema financiero	37,1%	33,4%	29,9%	27,2%	26,6%
En moneda nacional	4,5%	4,6%	5,0%	4,4%	4,8%
En moneda extranjera	32,6%	28,8%	24,9%	22,8%	21,8%
3. Instrumentos del BCRP	10,0%	11,1%	14,8%	18,6%	13,5%
CD BCRP	6,5%	9,9%	13,6%	15,6%	12,9%
CDLD BCRP	0,0%	0,0%	0,2%	0,6%	0,0%
CDR BCRP	3,0%	0,3%	0,4%	0,9%	0,2%
Depósitos a Plazo	0,4%	0,0%	0,0%	1,4%	0,0%
Depósitos <i>overnight</i>	0,1%	0,9%	0,7%	0,2%	0,3%
4. Circulante	15,7%	17,2%	19,5%	20,0%	21,1%
5. Otros*	4,5%	4,3%	3,7%	4,1%	4,9%

* Incluye intereses, descuentos y ganancias netas.

Liquidez

39. El **circulante**, agregado monetario más asociado a transacciones económicas de familias y empresas, creció 8,6 por ciento interanual en mayo de 2018, manteniendo una tasa de crecimiento por encima de la tasa promedio del año pasado. Ello como reflejo de la recuperación del gasto agregado, y del consumo privado.



La tasa de crecimiento interanual de los **depósitos del sector privado** fue 10,7 por ciento en abril, con un mayor dinamismo de los depósitos en soles, que crecieron en abril 15,8 por ciento interanual, mientras que los depósitos en dólares lo hicieron en 3,6 por ciento, reflejando una mayor preferencia del público por el ahorro en soles.



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

	Mar.16	Jun.16	Set.16	Dic.16	Mar.17	Jun.17	Set.17	Dic.17	Mar.18	Abr.18
Circulante	4,1	4,9	8,0	6,5	5,8	6,2	5,9	6,7	10,9	8,6
Depósitos en moneda nacional	3,5	9,0	12,4	9,8	13,6	13,3	14,6	14,8	16,6	15,8
Depósitos totales 1/	7,4	7,6	4,8	4,7	4,8	5,7	8,9	11,0	12,1	10,7
Liquidez en moneda nacional	4,1	8,4	11,1	9,0	11,5	10,7	11,8	12,5	14,7	13,9
Liquidez total 1/	7,0	7,5	5,2	5,1	4,9	5,2	8,0	10,1	11,9	10,8
Crédito al sector privado en moneda nacional	24,1	17,0	9,5	7,2	4,4	3,9	5,2	5,3	7,4	8,5
Crédito al sector privado total 1/	8,7	7,4	5,0	5,6	4,5	4,5	5,3	6,6	7,7	8,6

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2017.
Fuente: BCRP.





Esta dinámica, con un mayor ritmo de crecimiento de los depósitos en soles frente al de dólares, ha contribuido a la reducción del ratio de dolarización de los depósitos a 38,8 por ciento en abril, en particular en el caso de los depósitos de los hogares, cuyo ratio de dolarización ha caído en 1 punto porcentual a 33,6 por ciento, desde diciembre 2017, mientras que en el caso de las empresas, el ratio de dolarización de sus depósitos se redujo en medio punto porcentual a 49 por ciento.

Cuadro 33
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO
(Porcentaje)

	Dic.16	Abr.17	Dic.17	Mar.18	Abr.18
Depósitos de personas	35,5	35,6	34,6	34,0	33,6
<i>A tipo de cambio corriente</i>	36,3	35,6	34,6	33,9	33,7
Vista	51,3	49,2	47,1	45,5	47,1
Ahorro	39,1	39,7	38,7	37,5	37,6
Plazo	30,2	29,2	30,3	29,7	28,0
CTS	29,4	29,8	26,7	26,9	26,9
Depósitos de empresas	53,4	53,5	49,5	48,4	49,0
<i>A tipo de cambio corriente</i>	54,3	53,5	49,5	48,4	49,1
Vista	51,3	50,8	47,1	45,5	47,1
Ahorro	56,7	62,0	52,6	59,8	46,5
Plazo	61,8	60,1	58,9	56,8	56,1
TOTAL	41,5	41,5	39,5	38,9	38,8
<i>A tipo de cambio corriente</i>	42,4	41,5	39,5	38,8	38,9

Crédito al sector privado

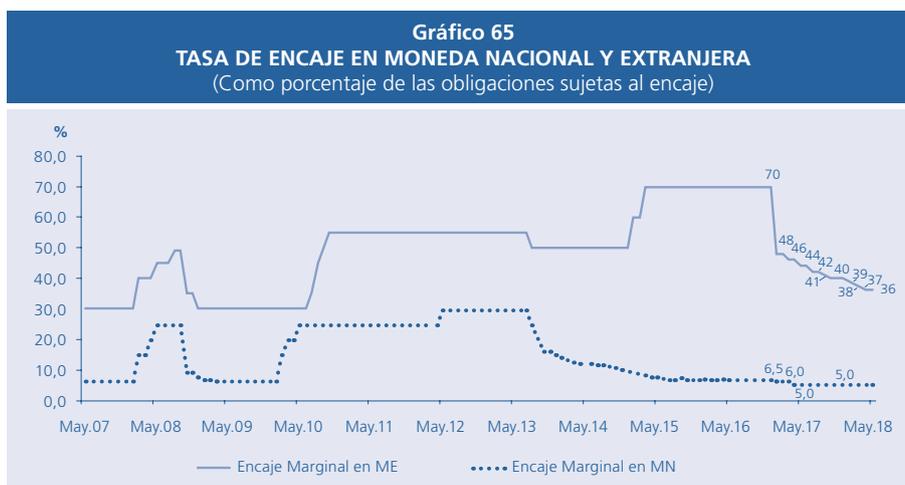
40. El **crédito al sector privado** creció 8,6 por ciento interanual en abril, acelerando su ritmo de expansión anual por décimo mes consecutivo. La tasa de dolarización de los créditos al sector privado es de 28,8 por ciento. Por tipo de colocación, el crédito a empresas ha crecido 7,6 por ciento interanual, con un incremento en todos los segmentos; y el crédito a personas en 10,2 por ciento.

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

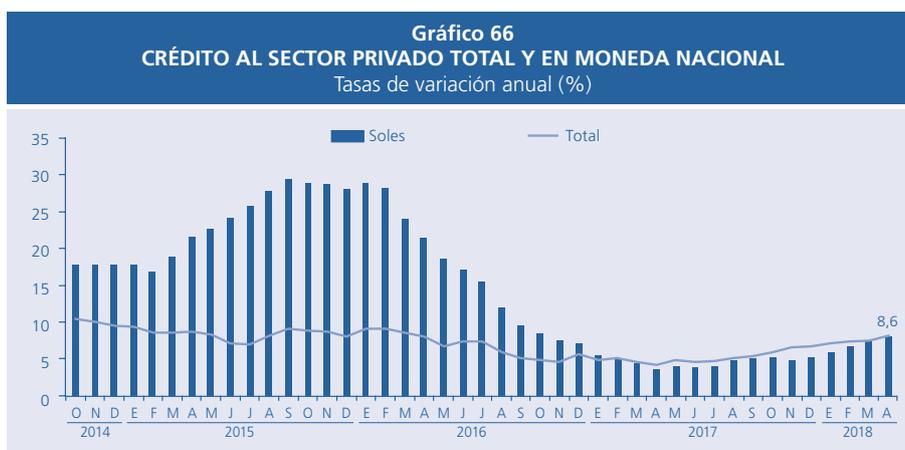
	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Abr.18
Crédito a empresas	4,8	5,4	6,6	7,6
Corporativo y gran empresa	4,5	6,0	8,0	9,3
Medianas empresas	2,7	0,7	1,9	3,0
Pequeña y microempresa	7,8	9,5	8,6	8,8
Crédito a personas	7,2	8,7	9,6	10,2
Consumo	8,7	8,8	10,3	11,1
Vehiculares	-6,9	-4,2	-0,6	-0,2
Tarjetas de crédito	8,2	3,0	3,8	4,9
Resto	10,2	13,0	14,6	15,2
Hipotecario	5,0	8,6	8,7	9,0
TOTAL	5,6	6,6	7,7	8,6

Mientras que el crédito en soles a personas creció 11,7 por ciento interanual en abril, el crédito a empresas lo hizo a un ritmo medio menor en 5,7 por ciento. Por otro lado, el crédito en dólares a personas cayó 0,4 por ciento interanual mientras que el dirigido a empresas aumentó 10,7 por ciento.

En abril el BCRP redujo el **tope de la tasa media de encaje y la tasa marginal de encaje** en dólares a 36 por ciento, luego de reducirla en el primer trimestre a 37 por ciento, con el objetivo de mantener las condiciones financieras y crediticias domésticas expansivas y mitigar el efecto del aumento de las tasas de interés internacionales en las condiciones monetarias y crediticias en dólares.



41. Por monedas, el crédito total en dólares y soles crece a un ritmo interanual semejante. En dólares esto se explica por la recuperación del crédito al sector corporativo, y en soles por el mayor dinamismo observado recientemente del crédito hipotecario y a las pequeñas y medianas empresas.





Cuadro 35
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual anual)

	Dic.16	Jun.17	Set.17	Dic.17	Abr.18
Moneda Nacional	7,2	3,9	5,2	5,3	8,5
Moneda Extranjera	1,9	5,9	5,8	9,9	8,8
Total	5,6	4,5	5,3	6,6	8,6

Al mes de abril, el **coeficiente de dolarización** del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 28,8 por ciento. Por su parte, continúa la desdolarización del crédito a personas, especialmente en los segmentos hipotecario y vehicular. Asimismo, se observa que la reducción de la dolarización ha continuado para el caso de los créditos a pequeña y micro y mediana empresa.

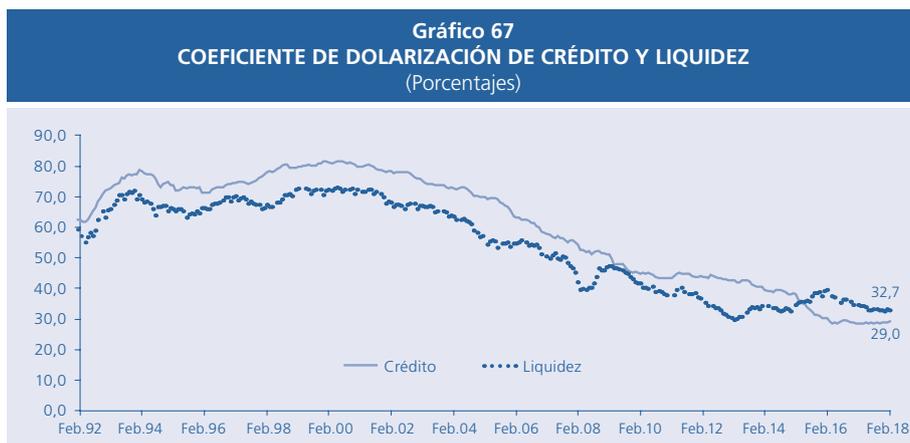
Cuadro 36
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO
(Porcentajes)

	Dic.16	Abr.17	Dic.17	Mar.18	Abr.18
Crédito a empresas	37,4	38,3	39,7	39,6	39,4
Corporativo y gran empresa	48,3	50,2	53,9	53,5	53,1
Medianas empresas	42,0	42,0	40,5	40,2	40,1
Pequeña y microempresa	6,8	6,3	6,7	6,4	6,2
Crédito a personas	12,9	12,5	11,9	11,4	11,3
Consumo	6,7	6,7	6,8	6,6	6,6
Vehiculares	26,1	23,6	20,2	17,5	17,1
Tarjetas de crédito	6,2	6,5	6,9	7,1	7,2
Resto	5,7	5,7	6,0	5,7	5,1
Hipotecario	21,8	20,9	19,3	18,5	18,2
TOTAL	28,4	28,7	29,3	28,9	28,8
<i>A tipo de cambio corriente</i>	<i>29,1</i>	<i>28,7</i>	<i>29,3</i>	<i>28,8</i>	<i>28,8</i>

Adicionalmente, desde marzo de 2018, el BCRP ha reformulado el cálculo para el límite a los créditos en moneda extranjera sobre los cuales se aplicarán encajes adicionales. Ello con el objetivo de continuar el proceso de la reducción de la dolarización del crédito a empresas y fomentar un entorno más competitivo en la oferta de crédito en moneda extranjera. Dicho límite es el máximo entre tres medidas:

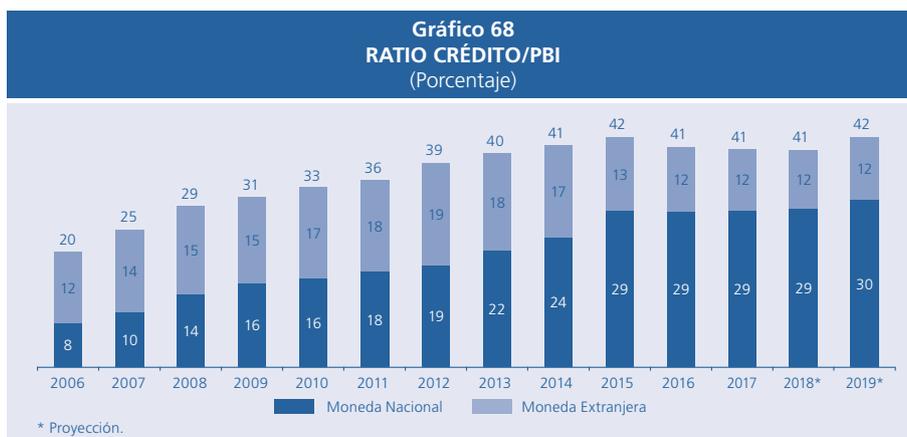
- El 80 por ciento del crédito en moneda extranjera (excluyendo el crédito para operaciones de comercio exterior) alcanzado el 30 de setiembre de 2013;
- El nivel resultante de aplicar un 40 por ciento al flujo de crédito en soles, expresado en dólares, respecto al saldo del 31 de diciembre de 2017 (excluyendo el saldo promedio de créditos para comercio exterior y el saldo promedio de los créditos otorgados a partir del 1 de enero de 2015 a plazo mayor a 3 años que excedan un monto de US\$ 10 millones); y

- (c) 1,04 veces el saldo de crédito en moneda extranjera al 31 de diciembre de 2017 (excluyendo el saldo promedio de los créditos para comercio exterior y el saldo promedio de los créditos otorgados a partir del 1 de enero de 2015 a plazo mayor a 3 años que excedan un monto de US\$ 10 millones). Esta medida garantiza que el crédito continúe el proceso de desdolarización, en un contexto de mayor dinamismo del crédito total.



Proyección del Crédito al sector privado

42. Para el horizonte de proyección 2018-2019, se prevé que las tasas de crecimiento del **crédito al sector privado y la liquidez** evolucionen a un mayor ritmo de crecimiento que el PBI nominal, con lo que se espera que el ratio de crédito a PBI se eleve a 42 por ciento en 2019. En particular, para 2018 se proyecta un crecimiento del crédito total de 8,5 por ciento y de 8,8 por ciento para 2019. Ello se encuentra en línea con las medidas de flexibilización monetaria implementadas por el BCRP, tanto de reducción de la tasa de interés de referencia como de las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera, y la recuperación del ritmo de crecimiento de la demanda interna.



**Morosidad**

43. El ratio de **morosidad del crédito** fue 3,4 por ciento en abril, ligeramente superior al observado en diciembre de 2017 (3,3 por ciento). Al respecto, los rubros que presentaron mayores aumentos fueron los créditos para medianas, pequeñas y micro empresas.

Cuadro 37					
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS					
(Porcentajes)					
	Dic. 15	Dic. 16	Dic. 17	Mar. 18	Abr. 18
Crédito a empresas	3,12	3,28	3,33	3,48	3,51
Corporativo y gran empresa	0,47	0,41	0,47	0,54	0,57
Medianas empresas	5,28	6,10	7,02	7,38	7,49
Pequeña y microempresa	7,46	7,16	7,12	7,53	7,64
Crédito a personas	2,65	3,05	3,29	3,27	3,31
Consumo	3,32	3,66	3,70	3,60	3,63
Vehiculares	4,41	5,60	6,10	6,14	6,25
Tarjetas de crédito	4,10	4,86	5,13	4,89	4,89
Hipotecario	1,84	2,28	2,78	2,86	2,90
TOTAL	2,87	3,09	3,31	3,40	3,44

En el caso de los créditos a personas y a pequeñas y microempresas, segmentos con menor capacidad para protegerse del riesgo cambiario, la morosidad es mayor en dólares que en soles. Para personas, la morosidad en dólares es 4,5 por ciento, mientras que en soles es 3,16 por ciento; para la pequeña y microempresa la morosidad en dólares es 19,71 por ciento, mientras que en soles es 7,28 por ciento.

Cuadro 38					
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA NACIONAL					
(Porcentajes)					
	Dic. 15	Dic. 16	Dic. 17	Mar. 18	Abr. 18
Crédito a empresas	3,30	3,63	3,96	4,23	4,27
Corporativo y gran empresa	0,22	0,20	0,47	0,56	0,57
Medianas empresas	5,04	6,07	7,11	7,67	7,84
Pequeña y microempresa	6,90	6,63	6,76	7,18	7,28
Crédito a personas	2,53	2,90	3,14	3,11	3,16
Consumo	3,23	3,57	3,64	3,54	3,58
Vehiculares	1,91	2,58	3,90	4,00	4,14
Tarjetas de crédito	4,20	5,03	5,32	5,08	5,09
Hipotecario	1,46	1,87	2,41	2,50	2,55
TOTAL	2,87	3,18	3,61	3,74	3,78

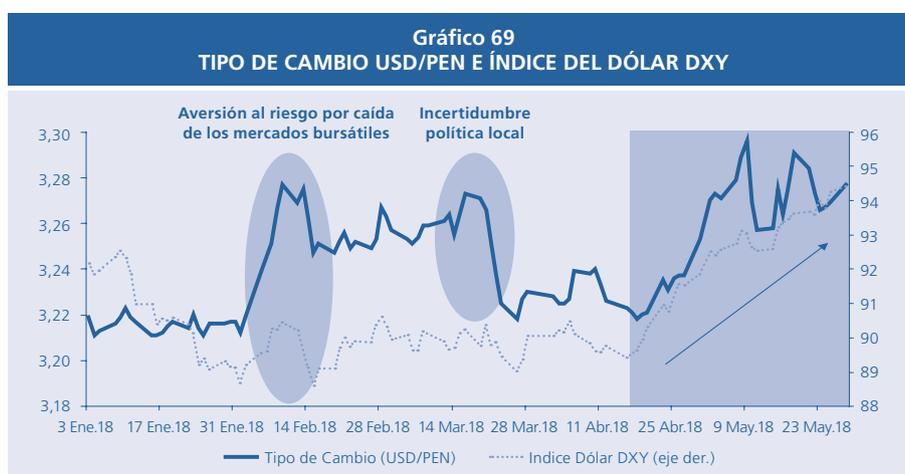
Cuadro 39
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA EXTRANJERA
 (Porcentajes)

	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Abr.18
Crédito a empresas	2,84	2,72	2,33	2,31	2,33
Corporativo y gran empresa	0,78	0,64	0,48	0,52	0,57
Medianas empresas	5,55	6,15	6,90	6,94	6,97
Pequeña y microempresa	15,70	19,58	17,22	18,68	19,71
Crédito a personas	3,28	4,08	4,42	4,53	4,50
Consumo	4,58	5,29	4,75	4,72	4,60
Vehiculares	7,52	13,86	14,79	16,22	16,45
Tarjetas de crédito	2,62	2,59	2,59	2,50	2,47
Hipotecario	2,88	3,70	4,30	4,46	4,47
TOTAL	2,87	2,84	2,61	2,59	2,61

Tipo de cambio e intervención cambiaria

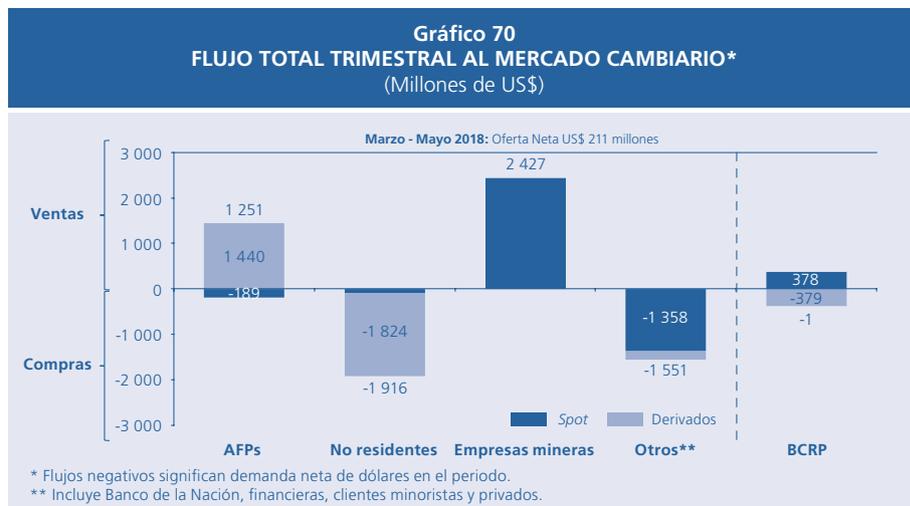
44. Entre marzo y mayo de 2018, el **tipo de cambio** subió 0,2 por ciento, de S/ 3,267 a S/ 3,272 por dólar. Con ello, el sol registra una depreciación acumulada de 1,1 por ciento en lo que va del año. Sin embargo, dentro del periodo el tipo de cambio experimentó una evolución diferenciada.

Entre marzo y las primeras semanas de abril, el tipo de cambio se apreció 1,5 por ciento al reducirse la incertidumbre política local. Posteriormente, el tipo de cambio se depreció 1,7 por ciento desde fines de abril, lo cual se explica principalmente por el fortalecimiento del dólar en los mercados financieros internacionales e incremento de los rendimientos en dólares, produciéndose una desaceleración de los flujos de capitales a economías emergentes.





Con respecto a los **flujos del mercado cambiario local**, entre marzo y mayo de 2018 se registró una ligera oferta de dólares por US\$ 211 millones, a pesar de la depreciación anteriormente mencionada. La oferta provino principalmente de empresas mineras (US\$ 2 427 millones) y AFPs (US\$ 1 251 millones). Por otro lado, la demanda provino mayormente de agentes no residentes (US\$ 1 916 millones), principalmente en el mercado de derivados para especular y/o cubrir la exposición cambiaria de sus activos en soles.

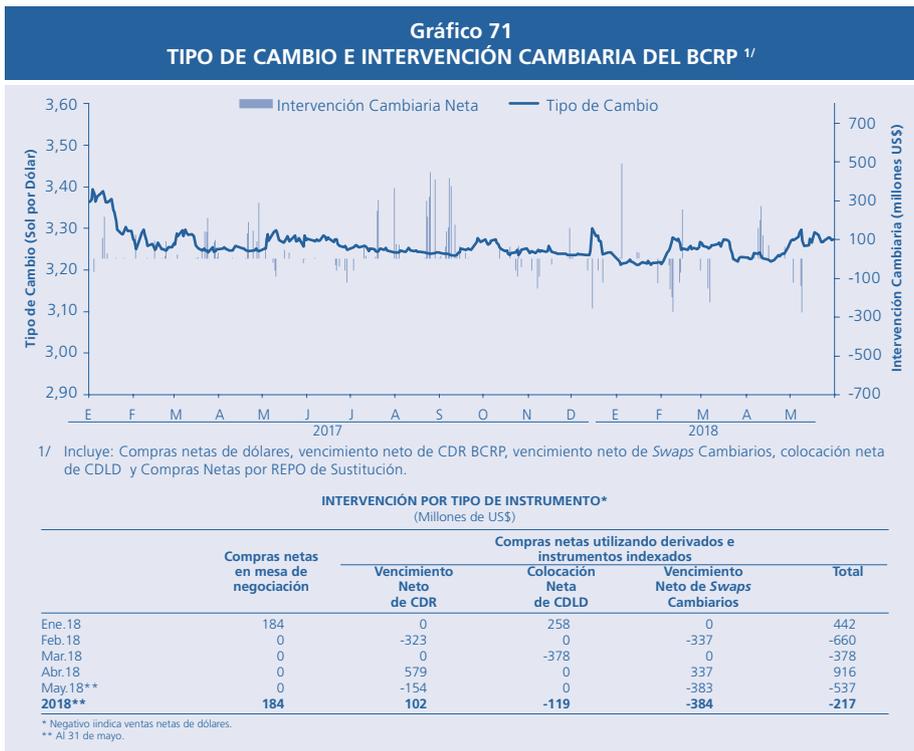


En lo que va de 2018, y en particular en el II trimestre, el BCRP ha intervenido en muy pocas ocasiones en el mercado cambiario. Así, en lo que va del segundo trimestre lo ha hecho en 3 oportunidades, mediante la colocación de CDR y *Swaps* Cambiarios Venta por un total de US\$ 539 millones. Ello en un contexto en el que se ha observado alta presión depreciatoria en las monedas de la región, pero que en el caso del sol ésta se ha disipado por la mayor oferta por parte de las empresas mineras (*spot*) y de administradoras de fondos de pensiones (*forward*).

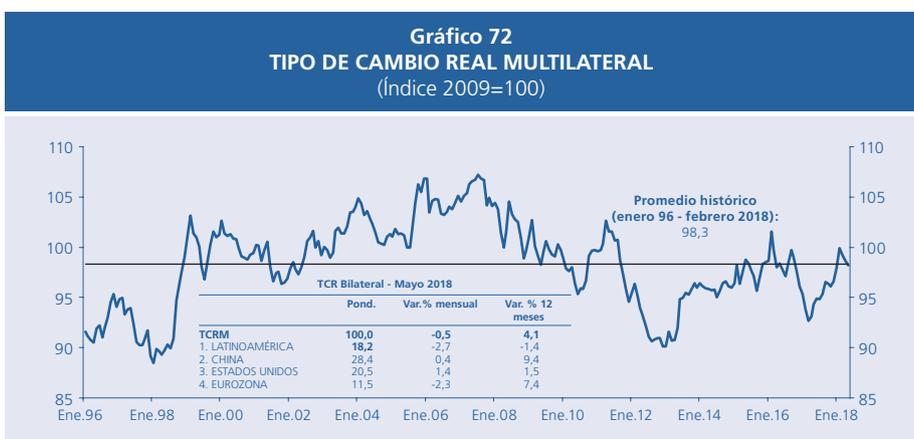
Cuadro 40
INTERVENCIÓN CAMBIARIA

	Días de negociación	Número de días de intervención		
		Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total (spot y/o colocación)
2017	249	55	23	63
Ene 18 - Mar 18	61	4	8	11
Abr 18 - May 18	42	0	3	3
2018*	103	4	11	14

* Al 31 de Mayo.



45. El **índice de tipo de cambio real multilateral** se ubicó en un nivel de 98,2 en mayo de 2018, nivel mayor en 4,1 por ciento con respecto a similar periodo del año previo. Este aumento en los últimos doce meses se ha debido principalmente al incremento del tipo de cambio real con respecto a China (9,4 por ciento), Eurozona (7,4 por ciento) y Estados Unidos, compensado por la caída con respecto a Latinoamérica (1,4 por ciento). Cabe destacar que el presente nivel se encuentra muy cerca al promedio histórico del tipo de cambio real multilateral, calculado en 98,3.





Recuadro 5

LA IMPORTANCIA DEL TONO DE LA COMUNICACIÓN EN LA POLÍTICA MONETARIA

Este recuadro muestra cómo la comunicación de la política monetaria puede constituirse en un mecanismo adicional que contribuye a la efectividad de las acciones del BCRP respecto a cambios en la tasa de interés de referencia.

En un primer ejercicio, se realiza un análisis textual de las notas informativas de política monetaria. Para ello, se construye primero un diccionario de términos y frases que califiquen la postura de la política monetaria en cada comunicado. El diccionario divide las palabras en dos categorías: primero, frases asociadas al retiro del estímulo monetario (frases *hawkish*) y frases asociadas a la flexibilización de la política monetaria (frases *dovish*).

- El diccionario de términos *hawkish* (contractivo) está compuesto por cerca de 200 frases como “aceleración del crecimiento”, “encima de la meta”, “expansión del PBI”, “mayor crecimiento del crédito”, “presiones inflacionarias”. Estas frases denotan presiones inflacionarias directas o indirectas que pueden estar asociadas a aumentos de la tasa de interés de referencia.
- El diccionario de términos *dovish* (expansivo) tiene un número similar de frases. Contiene frases como “apreciación de la moneda”, “continúa debajo de su potencial”, “debilidad de la inversión”, “expectativas de inflación permanecen ancladas”, “perspectivas de un menor crecimiento”, entre otras. A diferencia de la frase contractiva, la frase expansiva denota presiones a la baja en la inflación y están por tanto asociadas a reducciones o pausas en la tasa de interés de referencia.

Para cada nota informativa de política monetaria, se cuenta el número de frases o términos asociados al retiro del estímulo monetario y las frases asociadas a la flexibilización de política. Luego, se construye un indicador de tono de la comunicación utilizando la siguiente fórmula:

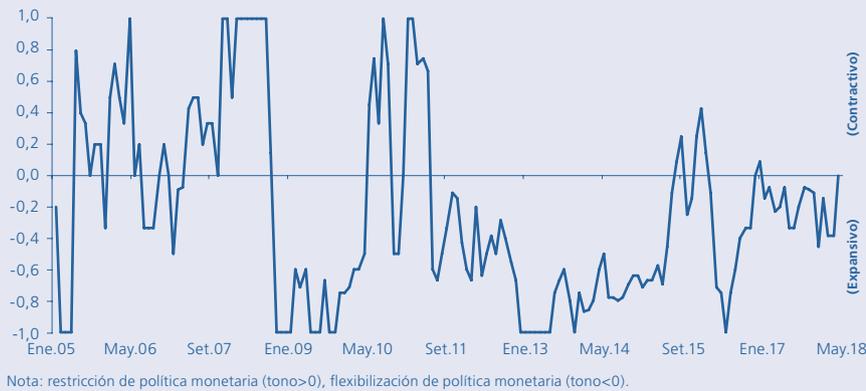
$$tono_i = \frac{H_i - D_i}{H_i + D_i} \quad (1)$$

Donde $tono_i$ es el indicador de tonalidad del comunicado del mes i , H_i es el conteo de frases contractivas y D_i es el conteo de frases expansivas.

El siguiente gráfico muestra que el indicador de tono de los comunicados de política monetaria se vuelve más informativo a partir de 2007. Desde principios de dicho año hasta agosto de 2008 los comunicados se vuelven contractivos debido a la presión inflacionaria imperante pero en setiembre 2008 cambian fuertemente a expansivos y permanecen así hasta mediados de 2010. Entre mediados de 2010 y mediados de 2011 los comunicados tienen un tono contractivo (efectivamente, en este periodo se elevó la tasa de referencia).

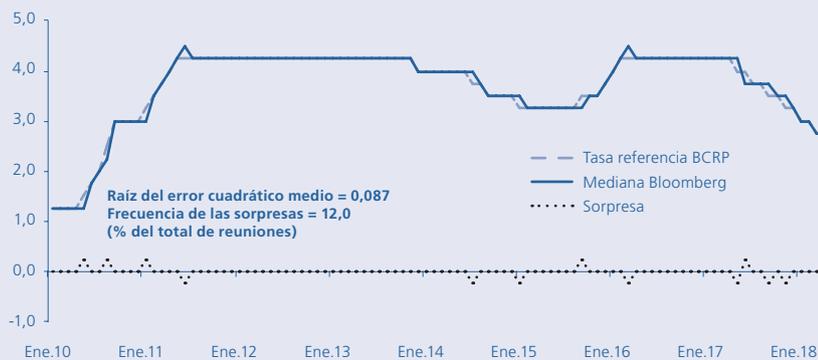
El tono cambia a expansivo entre mediados de 2011 y mediados de 2015, periodo en el cual el BCRP mantuvo o redujo la tasa de interés. A partir de la segunda mitad de 2015, el tono se vuelve contractivo otra vez y coincide con el periodo de subidas de tasas de interés. Posteriormente y hasta ahora, el tono ha sido más expansivo. Por tanto, los cambios en el tono de los comunicados de política monetaria, tienen relación con los cambios explícitos en la tasa de interés de referencia pero también pueden proveer información adicional que guíe el comportamiento de otras variables.

EVOLUCIÓN DEL INDICADOR DE TONO DE COMUNICADOS DE POLÍTICA MONETARIA: 2005-2018



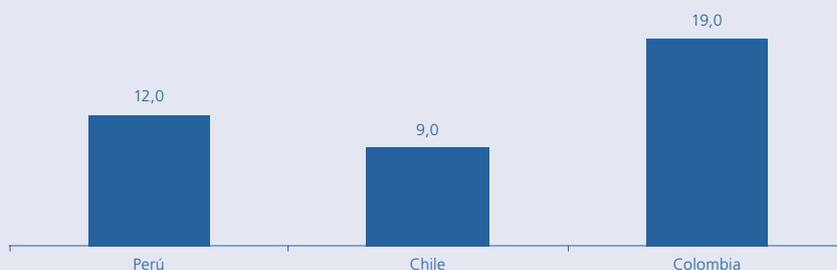
La efectividad en la comunicación del BCRP, también se refleja en la predictibilidad de las decisiones de política monetaria. El gráfico siguiente muestra qué tan predecibles han sido los pronósticos de los analistas encuestados por Bloomberg. Se observa que las sorpresas, definidas como la diferencia entre la tasa de referencia y su pronóstico, han sido escasas con porcentajes menores al 20 por ciento. En general, la tasa de interés de referencia es predecible.

TASA DE REFERENCIA BCRP, MEDIANA DE BLOOMBERG Y SORPRESA DE POLÍTICA MONETARIA: 2010-2018 (%)





INDICADOR DE SORPRESA DE POLÍTICA MONETARIA: 2010-2018*
(% del total de reuniones)



*A abril de 2018.
Fuente: Bloomberg.

Una política monetaria efectiva, contribuye a un anclaje efectivo de las expectativas de inflación. Evidencia reciente muestra que los países en América Latina con esquemas de metas de inflación, han logrado anclar las expectativas de inflación dentro de sus rangos metas. Así, Gondo y Yetman (2018) encuentran que el ancla de las expectativas de inflación no difiere significativamente de la meta de inflación y en particular se encuentran dentro del rango de tolerancia.

ANCLA ESTIMADA Y META DE INFLACIÓN: 2009–2016

	Ancla estimada	Meta de inflación 1/		Ancla estimada	Meta de inflación 1/
Brasil	4,88	4,5	Guatemala	7,83	4,5
Chile	2,98	3,0	Mexico	3,54	3,0
Colombia	3,45	3,3	Paraguay 2/	5,10	4,8
Costa Rica	6,09	5,1	Peru	2,55	2,0
República Dominicana 2/	5,84	4,6	Uruguay	6,67	5,0

1/ La meta de inflación es el promedio simple del rango meta.

2/ Para los países que adoptaron el esquema de metas de inflación después de 2009, como República Dominicana y Paraguay, la muestra comienza en 2012 y 2011, respectivamente.

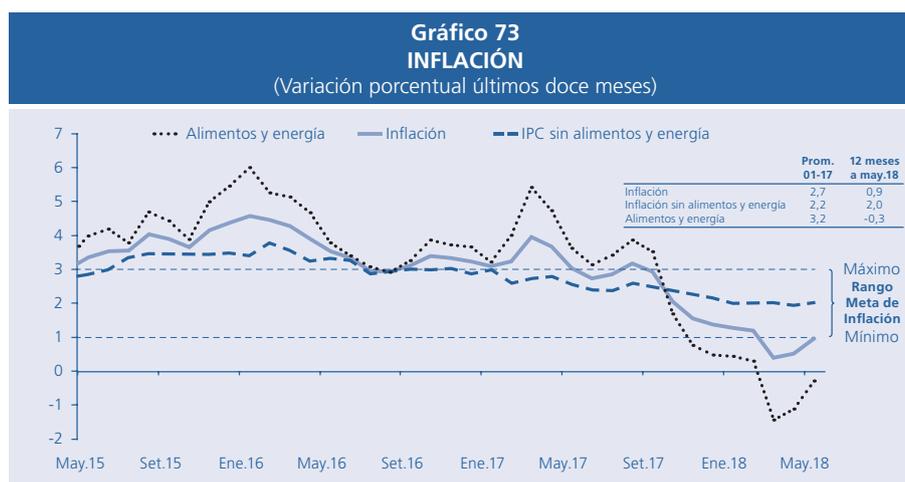
Fuente: Gondo y Yetman (2018), DT N° 2018-003: Anclaje de expectativas de inflación en América Latina, Banco Central de Reserva del Perú.

En conclusión, los indicadores mostrados señalan que las acciones de política del BCRP a través de cambios en la tasa de interés de referencia y la forma cómo están redactadas las notas informativas de política monetaria han sido efectivas. Por un lado, se ha logrado predictibilidad en la tasa de interés de referencia y se han anclado las expectativas de inflación dentro del rango objetivo.

VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos

Evolución a mayo de 2018

46. La **inflación** a doce meses ha pasado de 1,4 por ciento en diciembre de 2017 a 0,9 por ciento en mayo pasado, descomponiéndose en una tasa negativa de -0,3 por ciento para el grupo de Alimentos y Energía, y de 2,0 por ciento para el grupo que no incluye Alimentos y Energía, el que permite contar con una medición de la tendencia inflacionaria. De esta manera, la medición de tendencia de la inflación se ubica en el centro del rango meta de la política monetaria (1 a 3 por ciento).



Los **precios del grupo de Alimentos y Bebidas**, que tienen un peso de 38 por ciento en la canasta del consumidor, registraron una reducción en mayo de 1,4 por ciento con respecto a igual mes de 2017. Esta evolución se explica por la reversión de los efectos negativos que afectaron la oferta de alimentos y su distribución durante El Niño Costero de 2017. Por ello, el grupo de Alimentos y Energía tuvo una reducción de 0,3 por ciento en mayo.





Cuadro 41 INFLACIÓN (Variaciones porcentuales)								
	Peso	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
							Ene.-May.	12 meses
IPC	100,0	2,86	3,22	4,40	3,23	1,36	0,75	0,93
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	2,97	2,51	3,49	2,87	2,15	1,04	2,00
a. Bienes	21,7	2,62	2,43	3,57	3,41	1,24	0,70	1,24
b. Servicios	34,8	3,18	2,55	3,44	2,54	2,70	1,25	2,46
2. Alimentos y energía	43,6	2,73	4,08	5,47	3,66	0,46	0,40	-0,30
a. Alimentos y bebidas	37,8	2,24	4,83	5,37	3,54	0,31	0,12	-1,37
b. Combustibles y electricidad	5,7	6,09	-0,85	6,20	4,48	1,55	2,31	7,44
Combustibles	2,8	5,95	-5,59	-6,33	0,61	3,95	3,83	6,78
Electricidad	2,9	6,23	4,37	18,71	7,53	-0,21	1,14	7,97

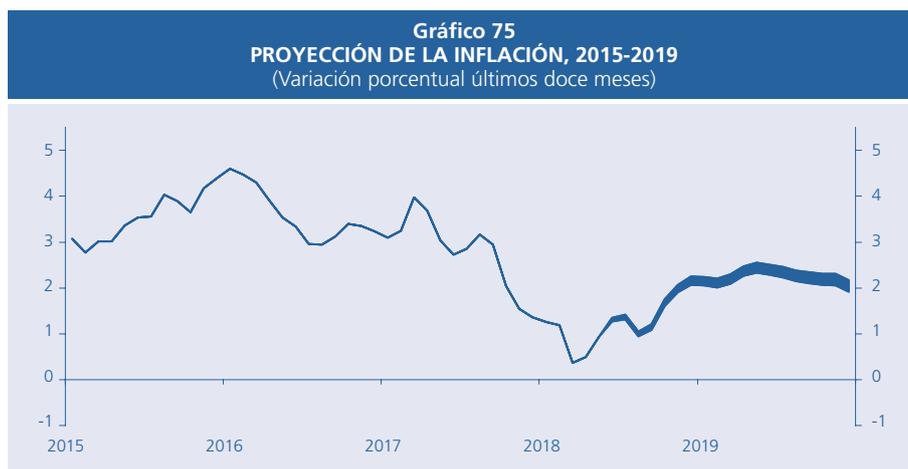
47. Las distintas mediciones de **tendencia inflacionaria** confirman una tasa anual entre 1,5 y 2,0 por ciento y que esta tasa se ha estabilizado en dicho rango.



Proyección 2018 - 2019

48. El BCRP toma acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y 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, tipo de cambio y las presiones inflacionarias de demanda que se cuantifican a través de la brecha del producto (porcentaje del PBI observado respecto a su nivel potencial).

Tomando en cuenta estos determinantes se espera que la inflación interanual se ubique transitoriamente por debajo de 2,0 por ciento hasta el tercer trimestre de 2018, ello como resultado de la reversión de los choques de oferta asociados a fenómenos climatológicos ocurridos a comienzos de 2017 (Fenómeno El Niño Costero) y de una brecha de producto negativa.



La rápida normalización de los choques de oferta está corrigiendo la evolución de las expectativas de inflación en dirección hacia el punto medio del rango meta. Esta tendencia de las expectativas de inflación, sumada a la ausencia de presiones inflacionarias de demanda y una inflación importada moderada, conllevan a que la inflación sin alimentos y energía se mantenga muy cerca de 2,0 por ciento en el horizonte de proyección.

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

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

Esto es consistente con una tasa de inflación que se mantiene baja la mayor parte de 2018. Las encuestas de expectativas ya muestran una reducción de las expectativas de inflación para 2018 y 2019 tal como se observan en el siguiente cuadro.

Cuadro 42
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS INFLACIÓN (%)
(Variaciones porcentuales)

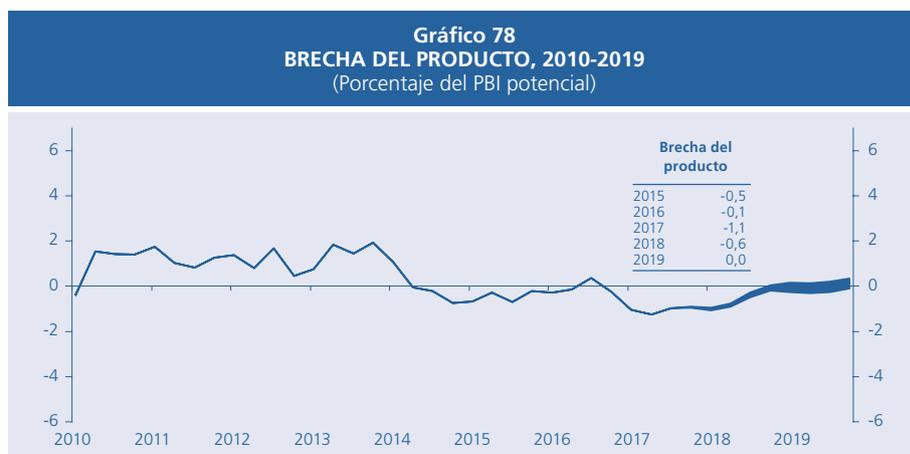
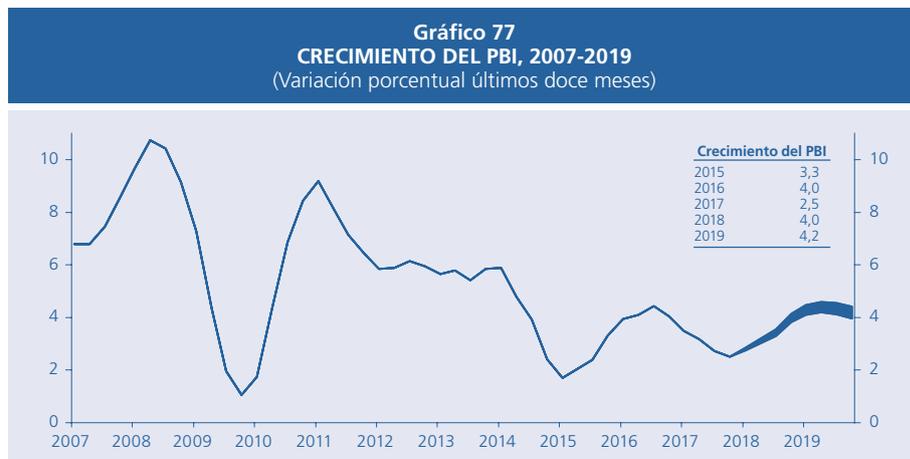
	RI Jun. 17	RI Set. 17	RI Dic. 17	RI Mar.18	RI Jun.18*
Sistema Financiero					
2018	2,8	2,6	2,5	2,0	2,0
2019	2,8	2,8	2,7	2,5	2,4
Analistas Económicos					
2018	2,8	2,8	2,5	2,3	2,1
2019	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5
Empresas No Financieras					
2018	3,0	3,0	3,0	2,5	2,4
2019	3,0	3,0	3,0	2,5	2,5

* Encuesta realizada el 31 de mayo.
RI: Reporte de Inflación.





- b) La proyección de **crecimiento económico** en el horizonte 2018-2019, de 4,0 por ciento para este año y de 4,2 por ciento para el siguiente, es consistente con esta recuperación gradual de la brecha del producto.

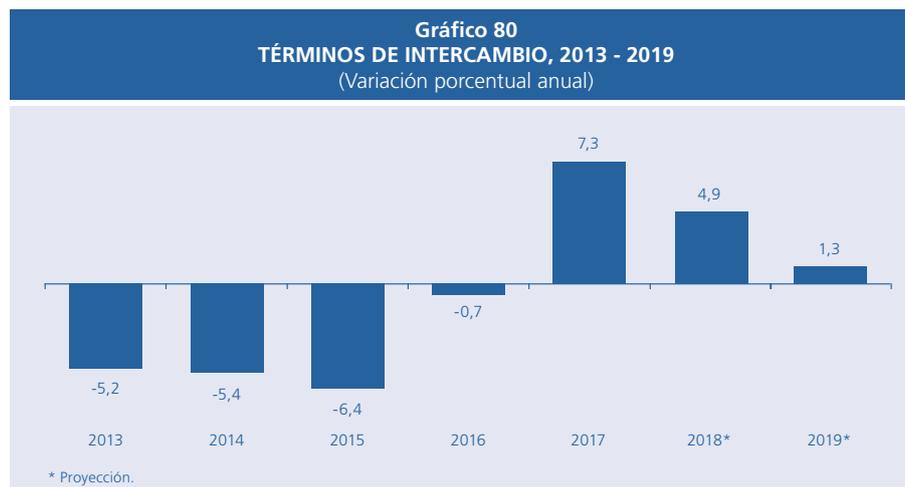


Los principales determinantes de la proyección de la **brecha del producto** son:

- **Confianza empresarial:** se prevé que la confianza continúe recuperándose y se encuentre dentro del tramo optimista en el horizonte de proyección, consistente con la previsión de un crecimiento de la inversión privada de 5,5 por ciento para 2018.



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

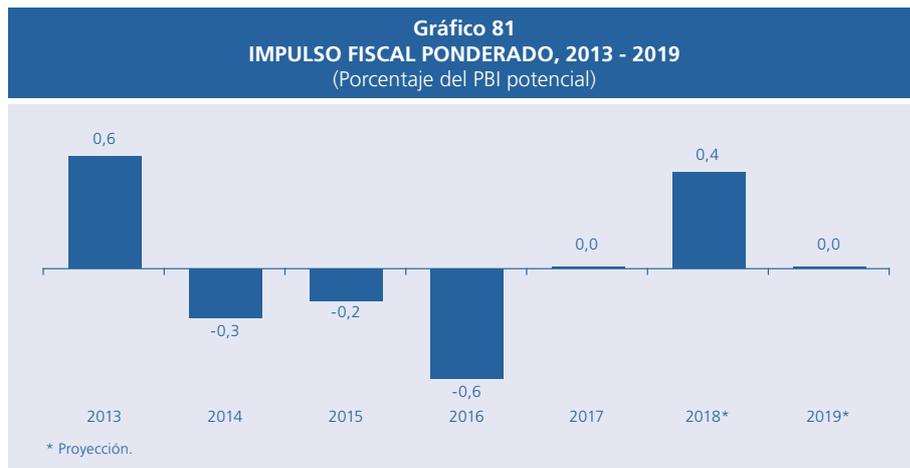


- **Impulso fiscal:** el impulso fiscal ponderado estimado para 2018 sería significativo y estaría explicado por el mayor gasto asociado al proceso

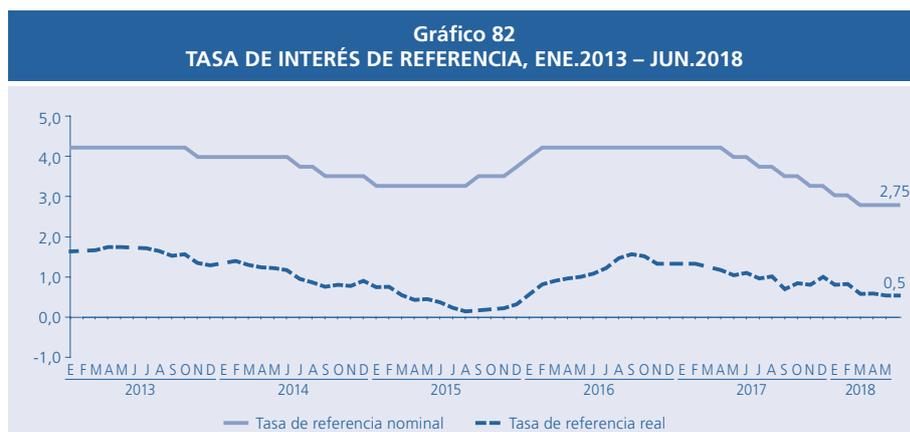




de reconstrucción de la infraestructura afectada por el Fenómeno El Niño Costero y la infraestructura para los Juegos Panamericanos. Para 2019, se espera que el impulso fiscal se ubique en una posición neutral debido a la consolidación de las finanzas públicas.



- **Condiciones monetarias:** tomando en cuenta las cuatro rebajas de la tasa de interés de referencia en 2017 (mayo, julio, setiembre y noviembre) y las de enero y marzo de 2018 las condiciones monetarias en soles se mantienen expansivas estimándose en mayo una tasa de interés real de 0,5 por ciento, menor a la tasa de interés real neutral de 1,75 por ciento.



- c) La **inflación importada** recoge la evolución de los precios de importación y la evolución del tipo de cambio. Para 2018, se espera una inflación importada mayor a la prevista en el Reporte de Inflación de marzo, debido principalmente a las previsiones de mayores precios de importación, en particular mayores precios

del petróleo, así como por expectativas de mayor tipo de cambio ante la reciente apreciación del dólar.

Cuadro 43
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(Soles por US Dólar)

	RI Jun. 17	RI Set. 17	RI Dic. 17	RI Mar.18	RI Jun.18*
Sistema Financiero					
2018	3,40	3,30	3,29	3,25	3,30
2019	3,48	3,44	3,28	3,25	3,33
Analistas Económicos					
2018	3,40	3,35	3,30	3,28	3,28
2019	3,44	3,40	3,35	3,35	3,35
Empresas No Financieras					
2018	3,40	3,40	3,34	3,30	3,29
2019	3,50	3,43	3,40	3,35	3,32

* Encuesta realizada el 31 de mayo.
RI: Reporte de Inflación.

- d) Se espera que la variación anual de los **precios de alimentos y energía** se mantengan por debajo del 2,0 por ciento hasta el tercer trimestre de 2018, debido a la reversión de los choques de oferta afectados por el Fenómeno El Niño Costero y en la medida que estos efectos se vayan disipando, las variaciones de estos precios convergerán a 2 por ciento.

Cuadro 44
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(Tasas anuales)

	2017	2018	2019
IPC	1,4	2,2	2,0
1. IPC sin alimentos y energía	2,1	2,0	2,1
i. Bienes	1,2	1,7	1,8
ii. Servicios	2,7	2,2	2,2
2. Alimentos y energía	0,5	2,5	2,0
i. Alimentos	0,3	2,3	2,1
ii. Energía	1,6	3,7	1,4

Balance de riesgos en el horizonte 2018 - 2019

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





a. Choques negativos en la demanda interna

La recuperación económica podría ser más moderada 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. Este riesgo se ha reducido con respecto al Reporte de Inflación anterior.

b. Choques de oferta

Se toma en cuenta el riesgo de que un aumento en los precios de los combustibles y de algunos alimentos importados aleje la inflación del punto medio del rango meta. Este riesgo se ha reducido con respecto al Reporte de Inflación anterior.

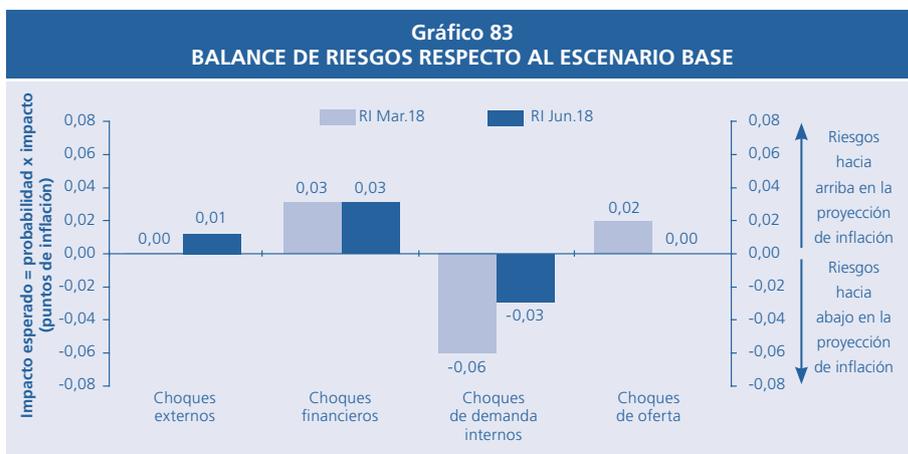
c. Choques de demanda externos

Medidas proteccionistas adicionales por parte de Estados Unidos y represalias comerciales de los países afectados (como China) podrían generar mayor incertidumbre sobre la actividad económica mundial. Este riesgo se ha incrementado con respecto al Reporte de Inflación anterior.

d. Volatilidad de los mercados financieros internacionales

Ajustes bruscos en las tasas de interés por parte de la Fed y mayores flujos de capitales hacia Estados Unidos presionarían el tipo de cambio al alza, y en el corto plazo podría incrementar la inflación respecto a la evolución consistente con el escenario central de proyección. Este riesgo se mantiene con respecto al Reporte de Inflación anterior.

El balance de riesgos de la proyección de inflación presenta un sesgo neutral, de manera que el impacto de factores al alza de la inflación se compensa con los factores a la baja.



Conclusiones

50. Se espera que la inflación se ubique por debajo de su valor de largo plazo hasta el segundo trimestre de 2018 debido a la corrección de los choques de oferta que incrementaron los precios entre fines de 2016 y la primera mitad de 2017, y que luego converja gradualmente hacia 2 por ciento por la recuperación gradual de la demanda agregada. Asimismo, la inflación sin alimentos y energía y las expectativas de inflación se ubicarán alrededor de 2,0 por ciento en el horizonte de proyección, en un contexto de ausencia de presiones inflacionarias de demanda.





Recuadro 6 ACTUALIZACIÓN DE LA CANASTA DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (IPC)

Actualmente la inflación se mide usando una canasta que tiene 10 años de antigüedad aproximadamente, que resultó de la aplicación de la Encuesta Nacional de Presupuestos Familiares (ENAPREF) ejecutada entre mayo de 2008 y abril de 2009, por lo que sus bienes y servicios y participaciones relativas pueden no ser representativos del consumidor promedio actual.

De acuerdo al Manual del Índice de Precios al Consumidor⁶, la canasta del período base del IPC debería ser actualizada al menos una vez cada 5 años.

Dentro de una muestra de 20 países con metas explícitas de inflación, Perú es uno de los países que tiene un año base de canasta básica más antiguos. Mientras que 16 países poseen un año base más actual que el de Perú, 2 países (Colombia y Turquía) tienen un año base más antiguo; Brasil posee el mismo año base que Perú.

AÑO BASE VIGENTE DE LA CANASTA DEL IPC PARA PAÍSES CON METAS DE INFLACIÓN

País	Año base vigente
Paraguay	2017
Sudáfrica	2016
Israel	2016
Canadá	2015
Corea del Sur	2015
Japón	2015
Reino Unido	2015
República Checa	2015
Tailandia	2015
Nueva Zelanda	2014
Chile	2013
India	2012
Indonesia	2012
México	2010
República Dominicana	2010
Uruguay	2010
Brasil	2009
Perú	2009
Colombia	2008
Turquía	2003

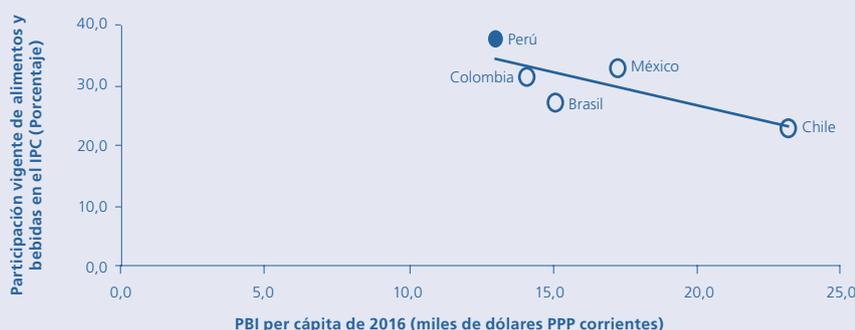
Ante cambios del nivel de ingresos, las preferencias de los consumidores cambian y la estructura porcentual de sus gastos se modifica. A mayores ingresos, por ejemplo, el

6 Consumer price index manual: Theory and practice - 2004. FMI, OCDE, Banco Mundial, Eurostat, ONU y OIT.

porcentaje de ingresos destinado a alimentos suele disminuir y se suele destinar más ingresos a algunos bienes superiores y servicios. **La desactualización del año base estaría sesgando el cálculo de la inflación relevante para el consumidor representativo.**

Considerando el nivel de ingreso de los países de la región y la participación vigente del grupo de alimentos y bebidas, se observa que la ponderación en el Perú se encuentra por encima del promedio; esto podría explicarse por la antigüedad de la canasta del IPC.

RELACIÓN ENTRE LA PARTICIPACIÓN DE ALIMENTOS Y BEBIDAS Y EL NIVEL DE INGRESOS - AMÉRICA LATINA*



* Para Colombia y México se realizó un ajuste por renta imputada.

País	Año base	Participación de alimentos en el IPC*	PBI per capita 2016
			Miles de dólares PPP corrientes
Brasil	2009	27,3	15,1
Chile	2012	23,1	23,2
Colombia	2008	31,8	14,2
México	2010	33,0	17,3
Perú	2009	37,8	13,0

Fuente: INEI, IBGE, OECD, Banco Mundial.

* Para Colombia y México se realizó un ajuste por renta imputada.

Estos cambios en la estructura de gastos de los consumidores son importantes en **artículos tecnológicos** donde algunos bienes ausentes o con baja participación en la canasta de 2009 podrían ser incluidos o aumentar su peso (*smartphones, tablets y laptops*, por ejemplo) y otros, ser excluidos o reducir su participación (como computadoras personales, DVDs y cámaras fotográficas).

En el caso de los **servicios de comunicaciones** algunos deberían incrementar su peso (tales son los casos de televisión por cable, internet, datos móviles y telefonía celular) y otros, reducirlo (telefonía fija, telefonía de larga distancia y cabinas de internet).

Otros servicios que podrían incluirse son los de taxis por aplicación móvil, transporte urbano por tren, estimulación temprana, estudios de posgrado, centros preuniversitarios y *delivery*.

Por otro lado, es importante tener en cuenta que el IPC es usado por diversos agentes económicos de los sectores público y privado en la actualización de valores monetarios.



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]