



REPORTE DE INFLACIÓN

Marzo 2018

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

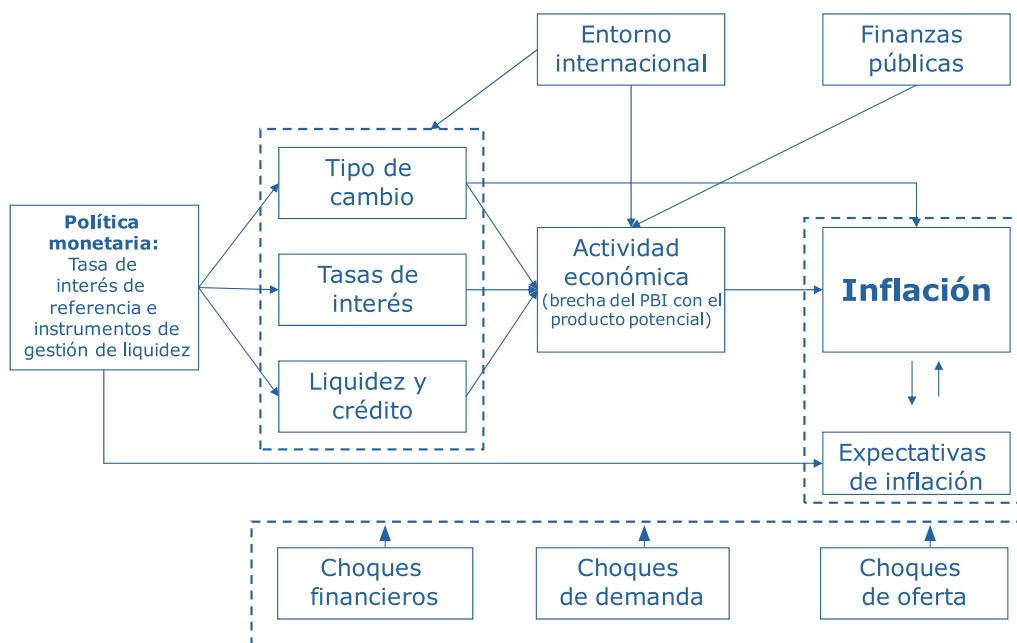


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2018-2019

Marzo 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

Marzo 2018

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Economía global	11
– Mercados financieros	18
II. Balanza de pagos	26
– Cuenta corriente.....	26
– Términos de intercambio.....	28
– Financiamiento externo.....	34
III. Actividad económica	42
– PBI gasto.....	42
– PBI sectorial	53
IV. Finanzas públicas.....	59
– Ingresos fiscales	60
– Gasto público	62
– Resultado estructural e impulso fiscal.....	64
– Deuda pública.....	65
V. Política monetaria y mercados financieros.....	72
– Acciones de política monetaria.....	72
– Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	86
VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos	93
– Evolución a febrero de 2018	93
– Proyección 2018-2019	97
– Balance de riesgos en el horizonte 2018 - 2019	102

RECUADROS

1. Implicancias de la reforma tributaria en Estados Unidos	23
2. El rol de los términos de intercambio en la actividad económica del Perú	38
3. Remuneración mínima vital, informalidad y competitividad.....	56
4. Términos de intercambio y recaudación	68
5. Desdolarización del crédito, evidencia macro y micro	89
6. Inflación acumulada y cambio de precios relativos	104

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al cuarto trimestre de 2017 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno, y a febrero de 2018 de cuentas monetarias, operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue el esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación contempla un rango entre 1,0 por ciento y 3,0 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base en 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 15 de marzo de 2018.



Resumen

- i. Durante 2017 la **economía mundial** registró un crecimiento de 3,7 por ciento, el mayor desde 2011. En las economías desarrolladas destacó el mayor dinamismo de la demanda interna y las mejores condiciones en el mercado laboral y de crédito. En las economías emergentes influyeron los mayores precios de los *commodities* y las mejores condiciones financieras internacionales. Se ha revisado al alza la proyección de crecimiento mundial para 2018 y 2019, de 3,7 a 3,8 por ciento y de 3,6 a 3,7 por ciento, respectivamente, consecuente con lo observado en algunos indicadores globales vinculados a la actividad manufacturera, a los servicios y al comercio global, y con un retiro gradual del estímulo monetario de la Reserva Federal y otros bancos centrales.
- ii. En 2017, los términos de intercambio crecieron 7,3 por ciento, lo que reflejó principalmente los mayores precios de los *commodities* de exportación. En lo que va del presente año, los precios de los metales se han mantenido altos (evolución no prevista en el Reporte de Inflación previo), presionados por una mayor demanda global, restricciones de oferta, mayores posiciones especulativas y la depreciación del dólar. Por ello, se corrige al alza el crecimiento de los **términos de intercambio** para 2018, de 2,8 a 7,4 por ciento, y se mantiene la proyección de su estabilización en 2019.
- iii. En 2017, el déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** se redujo a 1,3 por ciento del PBI. Este resultado reflejó básicamente el mayor superávit comercial producto de la recuperación de los términos de intercambio y el crecimiento sostenido de nuestros socios comerciales que se tradujo en un mayor volumen de exportación tanto tradicional como no tradicional. En el horizonte de proyección, la revisión al alza de los términos de intercambio y el mayor crecimiento de nuestros socios comerciales implica un déficit de cuenta corriente de 1,2 y 1,3 por ciento del PBI para 2018 y 2019, respectivamente, acorde con la recuperación prevista de la demanda interna. La **cuenta financiera privada de largo plazo** (de 4,4 por ciento del PBI en 2018 y 2019) seguirá siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos, superando los requerimientos de la cuenta corriente.
- iv. La **actividad económica** siguió recuperándose tras la reversión de los choques que afectaron la economía a inicios del año pasado y por el impulso de los mayores términos de intercambio, terminando el año con un crecimiento de 2,5 por ciento. En 2017, la **demandas interna** registró un crecimiento de 1,6 por ciento anual, gracias a la recuperación de la inversión privada minera en un contexto de mayores precios de nuestros productos mineros de exportación, y de un mayor gasto público registrado durante el segundo semestre. A nivel sectorial, destacó el crecimiento del





sector construcción acorde con la mejor evolución de la inversión pública y privada. El crecimiento del PBI fue, sin embargo, menor a lo esperado debido a una menor recuperación de la inversión al final del año respecto a lo previsto.

Para el horizonte de proyección se ha revisado a la baja el crecimiento del PBI, desde 4,2 por ciento para 2018 y 2019 (considerado en el Reporte previo) a 4,0 por ciento para ambos años, en línea con un menor dinamismo del gasto privado debido al deterioro de las expectativas de consumidores y empresarios. Este efecto se vería compensado parcialmente por el impacto positivo del incremento de los términos de intercambio. Se asume una recuperación del gasto público similar a la del Reporte previo, consecuente con el estímulo fiscal asociado al plan de reconstrucción y los Juegos Panamericanos.

- v. En 2017, se acentuó el **déficit fiscal** a 3,1 por ciento del PBI, luego de que este alcanzara un nivel de 2,6 por ciento del producto en 2016. Este resultado se debió, fundamentalmente, a una reducción de los ingresos corrientes en 0,5 puntos del PBI, que fueron afectados por la desaceleración de la actividad económica, cambios en el régimen tributario (aplicación del nuevo Régimen MYPE tributario y vigencia del IGV Justo) y por el incremento a niveles históricos de las devoluciones tributarias. Contribuyó también, aunque en menor medida, el aumento del gasto no financiero del gobierno general, debido a mayores gastos corrientes en remuneraciones. Asimismo, cabe destacar la reversión del declive de la formación bruta de capital a partir del tercer trimestre de 2017.

Para el horizonte de proyección, se espera una recuperación de la recaudación, impulsada por el mejor desempeño de la demanda interna, los mayores tributos por minería, las menores devoluciones y por el incremento de la tasa de detracciones. Asimismo, se acelerará el crecimiento de la inversión pública por las obras de reconstrucción por el Fenómeno El Niño Costero y los Juegos Panamericanos. Con ello, se mantiene la proyección de un déficit de 3,5 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 estímulo fiscal ponderado positivo en 2018, que luego se revertiría en 2019, lo que coincidiría con el cierre de la brecha del producto.

- vi. El **crédito al sector privado** creció 6,6 por ciento interanual en diciembre de 2017 y se aceleró a 7,3 por ciento interanual en febrero de 2018, ello principalmente por el crédito a personas (9,6 por ciento), 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 7,5 por ciento en 2018 y de 7,8 por ciento en 2019. Ello se encuentra en línea con las medidas de flexibilización monetaria implementadas, tanto de reducción de la tasa de interés de referencia como de las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera.

- vii. La **inflación** disminuyó desde 1,54 por ciento en noviembre de 2017 a 1,18 por ciento en febrero de 2018, principalmente por la rápida reversión de los choques de oferta persistentes que afectaron a los productos agrícolas, como el déficit hídrico de finales del año 2016 y el Fenómeno El Niño Costero en el primer trimestre de 2017; y por el contexto de ciclo económico débil. Asimismo, las expectativas de inflación a doce meses han seguido descendiendo, ubicándose dentro del rango meta desde marzo de 2017.
- viii. En este contexto, el Directorio del BCRP redujo la **tasa de referencia**, por segunda vez en el año, a 2,75 por ciento en marzo. Esta disminución de la tasa de interés de referencia es consistente con una convergencia de la tasa de inflación hacia 2,0 por ciento, una vez disipada la reversión de los choques de oferta que han ubicado la inflación en el tramo inferior del rango meta.
- 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, 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 (recuperación más gradual de inversión privada y pública), mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y choques de oferta (aumento en los precios de los combustibles y de algunos alimentos importados)– se traduce en un sesgo ligero a la baja en la proyección de la inflación.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2016	2017	2018 ^{1/}		2019 ^{1/}	
			RI Dic.17	RI Mar.18	RI Dic.17	RI Mar.18
Var. % real						
1. Producto bruto interno	4,0	2,5	4,2	4,0	4,2	4,0
2. Demanda interna	1,1	1,6	4,4	4,2	4,3	4,2
a. Consumo privado	3,3	2,5	3,3	3,2	3,8	3,6
b. Consumo público	-0,5	1,0	3,6	4,0	2,0	2,5
c. Inversión privada fija	-5,7	0,3	6,5	5,5	7,5	7,5
d. Inversión pública	0,2	-2,8	12,5	14,2	4,0	5,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	9,5	7,2	3,5	3,2	3,8	3,6
4. Importaciones de bienes y servicios	-2,2	4,0	4,3	4,0	4,3	4,3
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	2,8	3,5	3,4	3,6	3,3	3,4
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	-1,0 ; 0,0	-1,3 ; -0,7	-0,5 ; 0,0	-1,0 ; -0,3	-0,5 ; 0,0	-0,7 ; 0,0
Var. %						
6. Inflación	3,2	1,4	2,0	2,0	2,0	2,0
7. Inflación esperada ^{3/}	-	-	2,5	2,2	2,7	2,5
8. Depreciación esperada ^{3/}	-	-	1,4	0,8	0,6	1,1
9. Términos de intercambio ^{4/}	-0,7	7,3	2,8	7,4	0,0	0,2
a. Precios de exportación	-3,6	13,1	4,0	12,0	1,0	0,1
b. Precios de importación	-3,0	5,4	1,2	4,3	1,0	-0,1
Var. % nominal						
10. Circulante	6,5	6,7	6,0	7,6	6,0	8,0
11. Crédito al sector privado ^{5/}	5,6	6,6	7,0	7,5	7,0	7,8
% PBI						
12. Inversión bruta fija	22,8	21,6	22,5	22,2	23,1	22,8
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-2,7	-1,3	-1,6	-1,2	-1,7	-1,3
14. Balanza comercial	1,0	2,9	3,1	4,3	2,9	4,2
15. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{6/}	4,6	5,6	4,1	4,4	4,2	4,4
16. Ingresos corrientes del gobierno general	18,5	18,0	18,3	18,3	18,5	18,5
17. Gastos no financieros del gobierno general	19,9	20,0	20,5	20,3	20,0	20,0
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,6	-3,1	-3,5	-3,5	-2,9	-2,9
19. Saldo de deuda pública total	23,6	24,7	26,2	25,3	27,4	26,3
20. Saldo de deuda pública neta	6,7	9,4	12,6	12,3	15,0	14,8

RI: Reporte de Inflación

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras

4/ Promedio.

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

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

I. Escenario internacional

Economía global

1. La economía mundial creció 3,7 por ciento en 2017, la tasa más alta desde 2011, gracias a un crecimiento sincronizado de la economía global. Las economías desarrolladas se vieron favorecidas por un mayor dinamismo de la demanda interna junto a mejores condiciones, tanto en el mercado laboral como el de crédito. En las economías emergentes influyó los mayores precios de *commodities*, mejores condiciones financieras internacionales y el impulso proveniente del crecimiento de China.
2. Las proyecciones de crecimiento mundial han sido revisadas al alza para el 2018, de 3,7 a 3,8 por ciento, y el 2019, de 3,6 a 3,7 por ciento, teniendo en cuenta los indicadores recientes de actividad manufacturera y de servicios, las condiciones favorables en los mercados laborales en la mayoría de economías desarrolladas y la recuperación del comercio global. Este escenario es consistente con un retiro gradual del estímulo monetario de la Reserva Federal (Fed) y otros bancos centrales.

Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

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

1/ 2016.

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

* Proyección.

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.





La mayor revisión al alza se observa en el caso de Estados Unidos, en línea con la aplicación de un programa de reducción de impuestos que tendría un impacto sobre el crecimiento en el corto plazo. Las economías emergentes, por su parte, presentarían una tasa de crecimiento igual a la prevista en el Reporte previo, aunque con alguna recomposición.

3. A pesar de la revisión, la proyección de crecimiento presenta una serie de riesgos a la baja. En los mercados financieros, existe el riesgo de un ajuste desordenado y de correcciones bruscas en el precio de los activos ante cambios en las políticas de retiro de estímulo monetario. Cabe resaltar que un episodio de ajuste, aunque de corta duración, se observó en el mes de febrero, tras la difusión de indicadores de Estados Unidos que el mercado interpretó como elementos que llevarían a la Fed a un mayor ajuste de tasas de interés.



Por el lado comercial, se mantiene el riesgo de un entorno de mayor protección vinculado a la política comercial de Estados Unidos y a las negociaciones del *Brexit*. Al cierre de este reporte, el gobierno de Estados Unidos anunció la aplicación de un impuesto a las importaciones de acero y aluminio de 25 y 10 por ciento, respectivamente (exceptuando de la medida a las importaciones provenientes de Canadá y México), lo cual incrementa las probabilidades de una guerra comercial si es que se toman medidas de represalia por parte de los países afectados.

Por otro lado, la probabilidad de una desaceleración brusca de China ha disminuido sustancialmente.

- En **Estados Unidos**, los datos al cierre de 2017 muestran una evolución mejor a la prevista: el crecimiento del PBI del cuarto trimestre (2,5 por ciento) reflejó un comportamiento favorable en la mayoría de componentes del gasto. En línea con estas señales, y previendo un escenario fiscal más expansivo, la proyección de crecimiento se ha revisado al alza para 2018, de 2,3 a 2,7 por ciento, y para 2019, de 2,0 a 2,2 por ciento. Cabe señalar que el escenario fiscal más expansivo se asocia principalmente a la reforma tributaria aprobada en diciembre que implicaría un estímulo de aproximadamente US\$ 1,5 billones en 10 años.

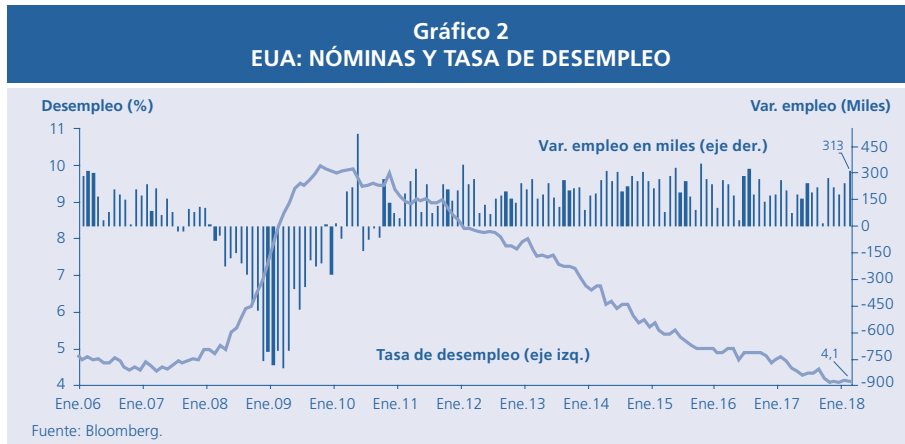
Cuadro 2
EUA: PBI
(Variación porcentual anual)

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

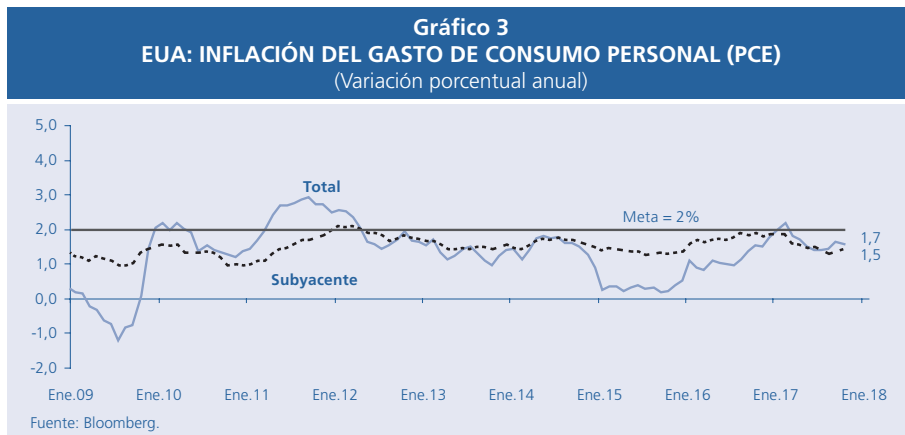
*Contribución al crecimiento.
Fuente: BEA.

Como se ha señalado con anterioridad, la demanda interna viene mostrando una recuperación sostenida. El consumo, cuya tasa de crecimiento fue mayor a la del producto por segundo año consecutivo, ha estado apoyado por las condiciones favorables del mercado laboral: entre diciembre y febrero se creó un promedio de 242 mil puestos por mes, el desempleo se mantuvo en 4,1 por ciento –su nivel más bajo desde el 2000– y la tasa de participación se elevó a 63,0 por ciento. Por otra parte, la inversión, en particular la no residencial, ha venido expandiéndose de manera sostenida, lo cual es reflejo del mayor gasto en maquinaria y equipos sustentado en la evolución favorable de las utilidades de las empresas.





La inflación se mantiene por debajo del objetivo (2 por ciento) a pesar de la mejora del mercado laboral. En enero, la inflación del Gasto de Consumo Personal (PCE) se ubicó en 1,7 por ciento anual. La inflación subyacente del PCE fue 1,5 por ciento anual, igual a la registrada desde noviembre. Por su parte, el salario promedio por hora de febrero aumentó 2,6 por ciento con respecto a igual mes del año anterior.



El estímulo fiscal sobre la actividad económica, las ganancias del mercado laboral y la evolución de la inflación sugieren que el PBI de Estados Unidos estaría en su nivel potencial, revirtiendo con ello la brecha producto negativa observada desde 2009 a raíz de la crisis financiera internacional. Ello podría justificar mayores presiones inflacionarias en el horizonte de proyección, en línea con las revisiones al alza realizadas por el mercado.

En este contexto, en su reunión de marzo la Fed decidió elevar en 25 pbs su rango de tasas de interés a 1,50-1,75, luego de mantenerlo en enero. Las proyecciones de los miembros del comité mostraron una corrección al alza en el crecimiento y la inflación; mientras que se revisó a la baja el desempleo, en línea con la información reciente. Asimismo, la Fed mantiene el perfil de tasas para 2018 y lo eleva ligeramente para 2019 y 2020.

Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED*

	2018		2019		2020		Largo Plazo	
	Dic.17	Mar.18	Dic.17	Mar.18	Dic.17	Mar.18	Dic.17	Mar.18
Crecimiento	2,5	2,7	2,1	2,4	2,0	2,0	1,8	1,8
Tasa de desempleo	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6	4,6	4,5
Inflación (PCE)	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	1,9	1,9	2,0	2,1	2,0	2,1	-	-
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.								
Tasas de interés (%)	2,1	2,1	2,7	2,9	3,1	3,4	2,8	2,9

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

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. En ese contexto, el mercado espera entre tres y cuatro alzas para 2018.

5. En la **Eurozona**, la proyección de crecimiento se revisa al alza para 2018, de 2,1 a 2,3 por ciento, y para 2019, de 1,8 a 2,0 por ciento.

Para el año 2017, la economía de la región creció 2,5 por ciento, su tasa más alta en 10 años gracias a la demanda interna y al favorable entorno internacional. La demanda interna se fortaleció por la mejora de la confianza de consumidores y empresas, el índice de confianza económica de la Comisión Europea llegó a un máximo desde el año 2000, por la continuidad de políticas expansivas y por la mejora del mercado laboral, la tasa de desempleo —6,7 por ciento— es la más baja desde enero de 2009.

Para los próximos dos años, se proyecta que la economía siga en una senda de expansión, aunque a un ritmo más moderado. El consumo privado seguiría liderando el crecimiento, apoyado en el mercado laboral, mientras que la inversión se vería favorecida por la demanda interna, el crecimiento mundial, las condiciones financieras laxas y las utilidades corporativas.





Por su parte, se espera que la inflación, que llegó a 1,5 por ciento en 2017 principalmente por la evolución de los precios de energía, observe mínima variación para los próximos años ante la expectativa de bajas presiones salariales. En ese contexto, el Banco Central Europeo (BCE), que en enero redujo a €30 mil millones mensuales su programa de compra de activos, ha mantenido sus tasas de interés y ha señalado recientemente que el estímulo monetario aún es necesario y que prestará atención al impacto que pueda tener la apreciación del euro en el logro del objetivo de la inflación.

Los riesgos a la baja de este escenario se vinculan a las consecuencias del *Brexit* y a los eventos políticos en Italia (elecciones generales que no determinaron una mayoría y están en proceso de negociación para conformar un gobierno) y en España (nombramiento de autoridades en Cataluña).

6. En **Japón**, el PBI del año 2017 creció 1,7 por ciento. En línea con esta evolución, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento para 2018, de 1,1 a 1,3 por ciento, y se espera, para los primeros meses del año, un mayor dinamismo de la inversión y de las exportaciones, aunque se mantiene la previsión de un retiro gradual del estímulo fiscal. Para 2019, se mantiene la proyección de crecimiento de 1,0 por ciento.
7. En **China**, la economía creció 6,8 por ciento en el cuarto trimestre, la misma tasa registrada en el tercer trimestre, con lo que el PBI del año 2017 creció 6,9 por ciento. Para los siguientes años, se mantiene la previsión de una moderación en el crecimiento del crédito y de la inversión pública en infraestructura, por lo que se proyecta un crecimiento de 6,5 por ciento para 2018 y de 6,3 por ciento para 2019.

Cuadro 4
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

Indicadores	Diciembre				2018	
	2014	2015	2016	2017	Ene.	Feb.
PBI anual (%) ^{1/}	7,3	6,9	6,7	6,9	--	--
Producción Industrial (var.% anual) ^{2/}	7,9	5,9	6,0	6,2	7,2	7,2
Inversión en activos fijos (var. acum. anual) ^{2/}	15,7	10,0	8,1	7,2	7,9	7,9
Inversión infraestructura (var. acum. anual) ^{2/}	21,5	17,2	17,4	19,0	16,1	16,1
Ventas minoristas (var.% anual) ^{2/}	11,9	11,1	10,9	9,4	9,7	9,7
Exportaciones (var.% anual)	9,7	-1,6	-6,2	10,9	11,1	44,5
Importaciones (var.% anual)	-2,4	-7,4	3,1	4,5	36,9	6,3
Importaciones de cobre concentrado (volumen, var. anual)	17,3	12,6	13,5	-0,8	24,9	1,3
Financiamiento total nuevo (% anual)	15,2	12,4	12,7	12,3	11,3	11,2
Índice de precios al consumidor (var.% anual)	1,5	1,6	2,1	1,8	1,5	2,9

Fuente: Bloomberg y FMI.

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

2/ Los datos de enero y febrero de 2018 corresponden a la variación del primer bimestre.

8. Durante el segundo semestre de 2017, el ritmo de la actividad económica de América **Latina** se mantuvo en terreno positivo pero a tasas moderadas en todos los países de la región con metas explícitas de inflación. El crecimiento estuvo apoyado en un entorno internacional de altos precios de *commodities* y de entrada de capitales. Se espera para 2018 y 2019 que la región crezca 2,2 y 2,7 por ciento, respectivamente.

En **Brasil** empieza a observarse señales de recuperación económica y se prevé que en 2018 el crecimiento se sustente en el dinamismo del consumo. En **Chile**, la reducción de los riesgos políticos (tras el resultado electoral), la política monetaria flexible y los altos precios de cobre delinean un escenario favorable para el presente año. A eso se sumaría la expansión de la mina La Escondida.

En **México**, uno de los limitantes del crecimiento es la alta inflación, que ha llevado al banco central a elevar las tasas de interés. Asimismo, la incertidumbre respecto a las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) con Estados Unidos y Canadá ha aumentado así como los riesgos políticos asociados a las próximas elecciones presidenciales.

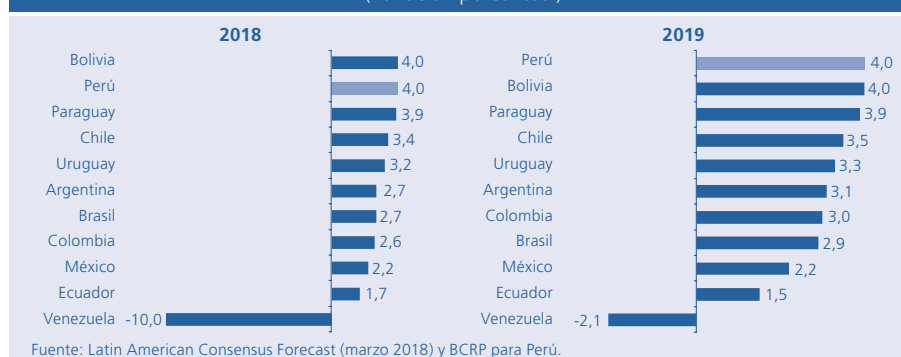
Cuadro 5
TASAS DE CRECIMIENTO RESPECTO AL MISMO TRIMESTRE DEL AÑO PREVIO
(En porcentaje)

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
1T15	-1,6	2,6	2,6	3,5	1,9
2T15	-2,7	2,1	3,0	3,0	3,2
3T15	-4,3	2,4	3,2	4,0	3,3
4T15	-5,6	1,9	3,4	2,7	4,6
1T16	-5,3	2,5	2,5	3,0	4,6
2T16	-3,4	1,7	2,4	3,3	3,9
3T16	-2,7	1,8	1,5	2,1	4,7
4T16	-2,5	0,5	1,8	3,3	3,1
1T17	0,0	0,1	1,5	3,3	2,3
2T17	0,4	1,0	1,7	1,8	2,6
3T17	1,4	2,2	2,3	1,6	2,9
4T17	2,1	n.d	1,6	1,5	2,2

Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.

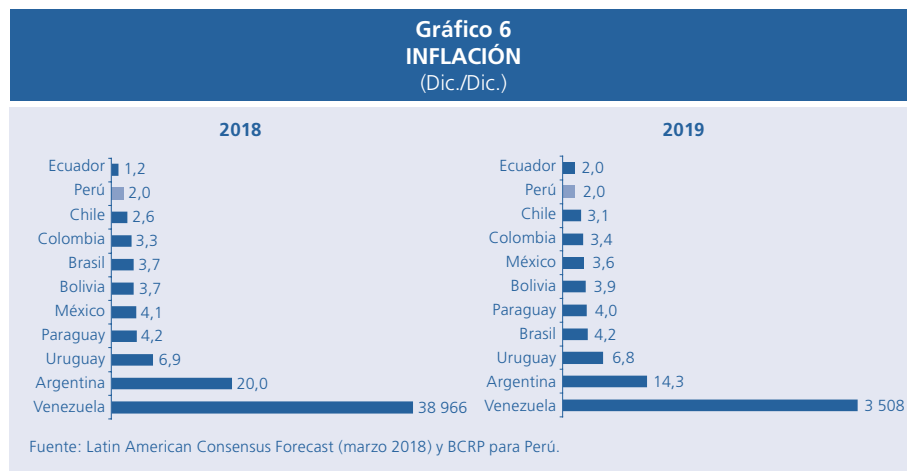
En **Colombia** la economía ha crecido por debajo de su potencial afectada por el incremento del IVA (en un contexto de consolidación fiscal) y por el escaso dinamismo en los planes de infraestructura (obstaculizados por los casos de corrupción y control de metas fiscales).

Gráfico 5
CRECIMIENTO DEL PBI
(Variación porcentual)





En los últimos meses, la región (con excepción de México) ha observado presiones inflacionarias moderadas. En Brasil, México y Perú la caída del precio de los alimentos fue un factor favorable para el nivel de precios. En Colombia, la inflación empieza a desacelerarse debido a efectos base (incremento del IVA a inicios de 2017) y, en el caso de Chile, la apreciación del peso presionó a la baja el componente transable de la canasta.

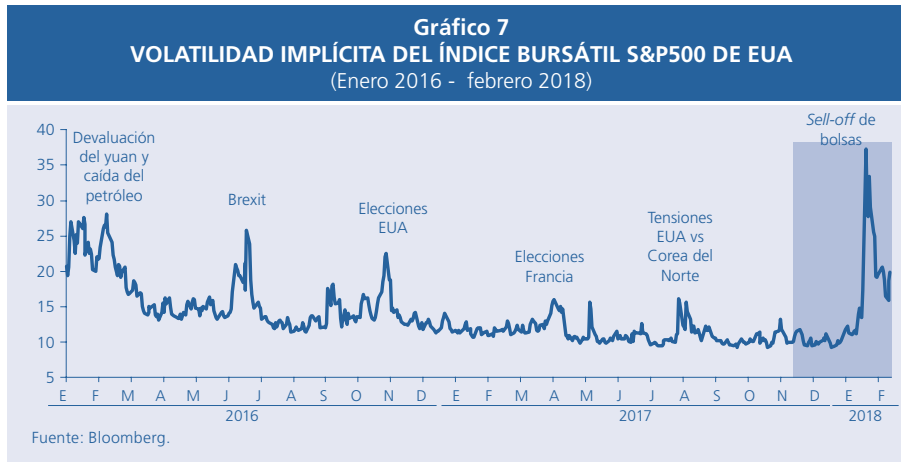


Este panorama de bajo crecimiento e inflación moderada se mantendría en el horizonte de proyección. Sin embargo existen factores de riesgos asociados a procesos electorales (Brasil, Colombia y México) y a la viabilidad de medidas que aseguren una consolidación fiscal (reforma del sistema previsional en Brasil). En el plano internacional, los factores de riesgos se vinculan, por el lado financiero, a un ajuste desordenado y de excesiva volatilidad de los mercados ante un alza de tasas más pronunciada por parte de la Fed y, por el lado comercial, a una desaceleración de China. Adicionalmente, en el caso particular de México, las renegociaciones del TLCAN podrían afectar las perspectivas de crecimiento.

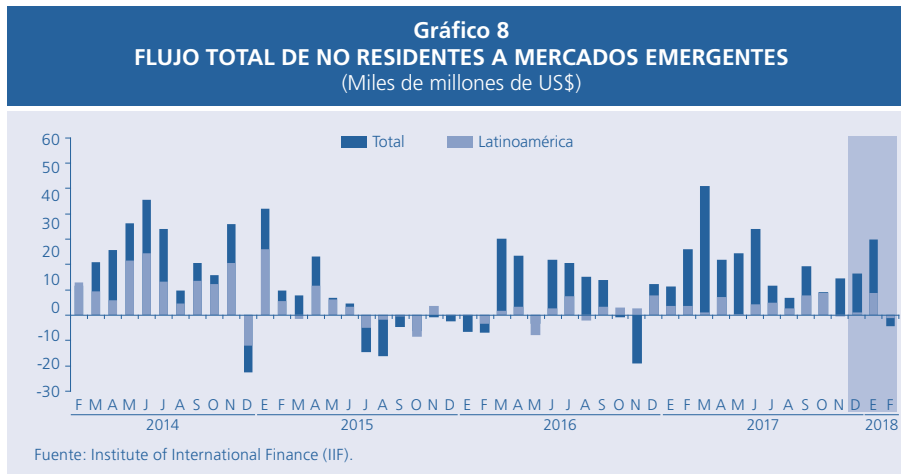
Mercados financieros

9. Los indicadores de actividad positivos señalados anteriormente, en particular en las economías desarrolladas y en China, favorecieron a los mercados financieros, en especial a los mercados de renta variable, que hasta comienzos de febrero tuvieron aumentos significativos.

En la primera quincena de febrero se produjo un evento de volatilidad en los mercados financieros tras conocerse los datos de inflación y de salarios de EUA. Esto llevó a un incremento en la aversión al riesgo, una caída de la bolsa (*sell-off*) y un incremento de los rendimientos de los bonos del Tesoro, ya que se elevaron las expectativas sobre un posible menor estímulo monetario por parte de los principales bancos centrales (Fed, Banco Central Europeo y Banco de Reino Unido), y llevó, de manera temporal, a una corrección de los mercados.



Los flujos de capitales hacia las economías emergentes estuvieron apoyados por la percepción de que el crecimiento mundial es sincronizado y que las economías emergentes recién inician la fase expansiva del ciclo económico. Sin embargo, la tendencia fue interrumpida por el período de alta volatilidad antes descrito, registrándose un flujo neto negativo por primera vez en quince meses. En el caso de la región, los volúmenes siguen siendo bajos habiéndose visto afectados por algunos eventos puntuales como el estancamiento de la reforma previsional (Brasil) y la incertidumbre política por las próximas elecciones (Colombia y México).



10. En lo que va del año, el **dólar** ha registrado una tendencia depreciatoria originada por las expectativas sobre la política monetaria fuera de Estados Unidos. En el caso particular de Europa, se espera que el Banco de Reino Unido eleve nuevamente su tasa en la primera mitad del año y que el comunicado de política del Banco Central Europeo adopte un sesgo menos acomodaticio. Asimismo, existen dudas sobre la capacidad





de la reforma tributaria para impulsar el crecimiento potencial en Estados Unidos. Sin embargo, la tendencia depreciatoria del dólar se revirtió temporal y parcialmente durante el período de *sell-off* donde los agentes incrementaron sus posiciones en efectivo en dólares.

Cuadro 6
TIPOS DE CAMBIO
(Unidad monetaria por US\$)

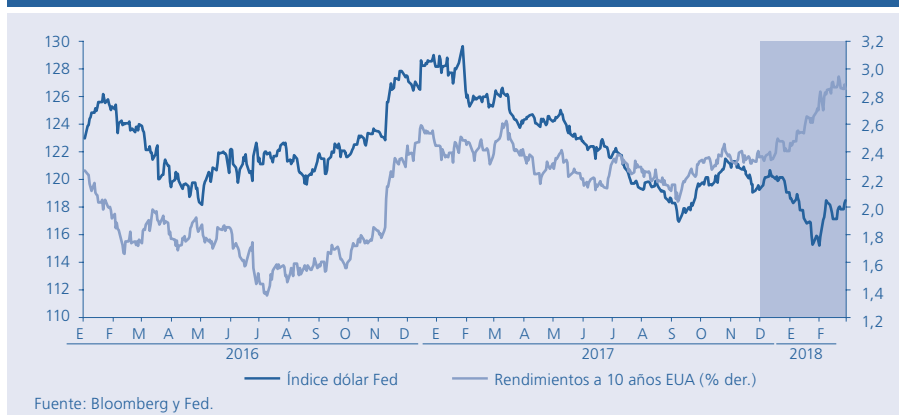
		Dic.17	Feb.18	Var. porcentual Feb.18/Dic.17
Índice dólar*	US Dollar Index	92,12	90,61	-1,6
Euro	Euro	1,200	1,219	1,6
Suiza	Franco Suizo	0,974	0,944	-3,1
Japón	Yen	112,70	106,68	-5,3
Reino Unido	Libra	1,351	1,376	1,8
Brasil	Real	3,313	3,247	-2,0
Chile	Peso	616	595	-3,4
Colombia	Peso	2 987	2 868	-4,0
México	Peso	19,66	18,85	-4,1
Perú	Sol	3,24	3,27	0,9
Rusia	Rublo	4,05	3,92	-3,2
Sudáfrica	Rand	12,39	11,80	-4,7
Turquía	Lira	3,79	3,80	0,2
China	Yuan	6,51	6,33	-2,7
Corea Del Sur	Won	18,64	20,12	8,0
India	Rupia	57,67	56,36	-2,3
Indonesia	Rupia	13 560	13 615	0,4
Malasia	Ringgit	4,05	3,92	-3,2
Tailandia	Bath	32,57	31,50	-3,3

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

La mayoría de monedas emergentes se apreciaron frente al dólar favorecidas por la debilidad del dólar en los mercados financieros y por el incremento del precio de los *commodities*. En la región, la apreciación de las monedas estuvo influida, además, por los avances de las negociaciones del TLCAN (México) y por un menor riesgo político en algunos países.

11. En términos generales, los rendimientos de los **bonos** se incrementaron por mayores perspectivas de crecimiento y de inflación a nivel global. Adicionalmente, en Estados Unidos, los rendimientos también estuvieron influenciados por la expectativa de una mayor emisión de bonos del Tesoro (en respuesta al mayor déficit fiscal esperado tras la reforma tributaria) y el menor ritmo de reinversiones de bonos por parte de la Reserva Federal.

Gráfico 9
ÍNDICE DÓLAR FED Y RENDIMIENTO DEL BONO DEL TESORO DE EUA A 10 AÑOS
 (Enero 2016 - febrero 2018)



Por su parte, en Europa el impulso provino por las expectativas de normalización de política monetaria en el Reino Unido y Banco Central Europeo. Otros factores que contribuyeron a la tendencia fueron los avances en Alemania para formar un nuevo gobierno y los progresos de Reino Unido en materia del *Brexit*.

Cuadro 7
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

	Dic.17	Feb.18	Variación (pbs.) Feb.18/Dic.17
Estados Unidos	2,41	2,86	46
Alemania	0,42	0,65	23
Francia	0,78	0,92	14
Italia	2,01	1,97	-3
España	1,56	1,53	-3
Grecia	4,07	4,38	31
Suiza	-0,15	0,09	24
Japón	0,04	0,05	1
Reino Unido	1,19	1,50	31
Brasil	10,26	9,61	-65
Colombia	6,48	6,59	11
Chile	4,55	4,55	0
México	7,65	7,62	-2
Perú	4,87	4,50	-37
Rusia	3,87	4,33	46
Sudáfrica	8,72	8,72	0
Turquía	11,35	11,59	24
China	3,90	3,85	-6
Corea del Sur	2,47	2,74	27
India	7,33	7,73	40
Indonesia	6,29	6,59	30
Malasia	3,91	4,03	12
Tailandia	2,32	2,39	6

Fuente: Bloomberg.





12. Los mercados de **renta variable** tuvieron un comportamiento volátil en la primera parte del año. Inicialmente, las bolsas estuvieron favorecidas por las perspectivas de crecimiento global sincronizado, recortes de impuestos en EUA y resultados corporativos positivos. Sin embargo, las señales de mayores presiones inflacionarias en EUA y el riesgo de que la Fed responda con un ajuste de tasas más acelerado provocó la caída generalizada de las bolsas y el incremento de la aversión al riesgo durante la primera quincena de febrero. En este contexto, las bolsas revirtieron total o parcialmente las ganancias obtenidas a inicios de año. Al cierre del reporte, la volatilidad regresó a los mercados tras los anuncios de imposiciones arancelarias en EUA y nuevas señales de un mayor ajuste en la política monetaria de la Fed.

Cuadro 8
BOLSAS MUNDIALES

		Dic.17	Feb.18	Variación (%) Feb.18/Dic.17
VIX*	S&P 500	11,04	19,85	8,8
Estados Unidos	Dow Jones	24 719	25 029	1,3
Alemania	DAX	12 918	12 436	-3,7
Francia	CAC 40	5 313	5 320	0,1
España	IBEX 35	10 044	9 840	-2,0
Italia	FTSE MIB	21 853	22 608	3,5
Grecia	ASE	802	836	4,1
Suiza	SMI	9 382	8 906	-5,1
Japón	Nikkei 225	22 765	22 068	-3,1
Reino Unido	FTSE 100	7 688	7 232	-5,9
Brasil	Bovespa	76 402	85 354	11,7
México	IPC	49 354	47 438	-3,9
Chile	IGP	27 981	28 132	0,5
Colombia	IGBC	11 478	11 411	-0,6
Perú	Ind. Gral.	19 974	20 832	4,3
Rusia	INTERFAX	1 154	1 285	11,4
Sudáfrica	JSE	59 505	58 325	-2,0
Turquía	XU100	115 333	118 951	3,1
China	Shangai C.	3 307	3 259	-1,4
Corea del Sur	Seul C.	2 467	2 427	-1,6
India	CNX Nifty	10 531	10 493	-0,4
Indonesia	JCI	6 356	6 597	3,8
Malasia	KLSE	1 797	1 856	3,3
Tailandia	SET	1 754	1 830	4,4

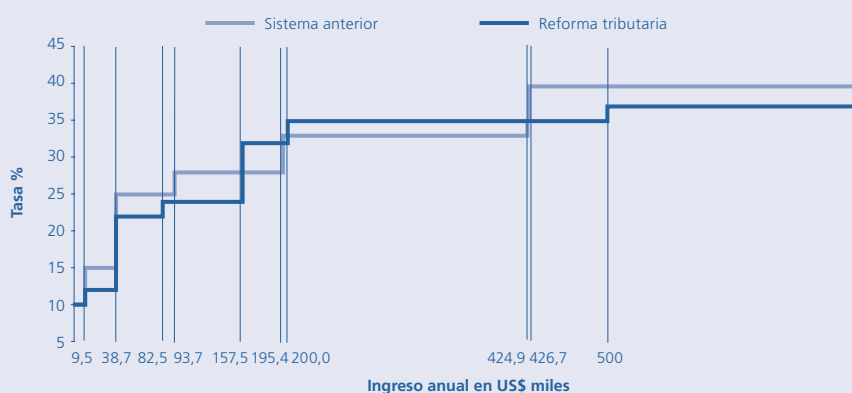
* Variación en puntos básicos.
Fuente: Bloomberg.

Recuadro 1 IMPLICANCIAS DE LA REFORMA TRIBUTARIA EN ESTADOS UNIDOS

La reforma tributaria aprobada por el gobierno de Estados Unidos (EUA) a finales de diciembre incluye, entre otras medidas, las siguientes:

- (i) La reducción del impuesto corporativo de 35 a 21 por ciento a partir de 2018, lo que la ubica por debajo del promedio de los países OECD. La tasa de 35 por ciento era la más alta dentro de este grupo de países.
- (ii) La modificación de varios tramos de las tasas impositivas a los ingresos personales. Como se observa en el gráfico adjunto, estas nuevas tasas impositivas suponen menor carga tributaria para los segmentos de menores y de mayores ingresos.

CAMBIO EN LA ESCALA DE IMPUESTOS PARA INDIVIDUOS



Fuente: Tax Cuts and Jobs Act.

- (iii) El establecimiento de una tasa única de repatriación de ingresos de subsidiarias de 15,5 por ciento para cash o equivalentes y de 8 por ciento para activos distintos de cash. Se estiman cerca de US\$ 2,6 billones de utilidades de empresas norteamericanas que se encuentran fuera de EUA. La medida buscaría que este dinero regrese aprovechando las tasas más bajas. Apple –una de las empresas de EUA que más activos ha acumulado en el exterior– anunció que repatriará cerca de US\$ 250 mil millones en un periodo de 5 años lo que supondría una recaudación para el gobierno de US\$ 38 mil millones. Las empresas tendrán la oportunidad de dividir el pago de impuestos por repatriación en ocho pagos anuales.
- (iv) La deducción de 20 por ciento para los primeros US\$ 157 500 de ingresos netos del negocio para individuos que mantienen empresas pass-through o “de transferencia”. Estas son empresas en las que el dueño, en lugar de pagar el impuesto corporativo, puede acogerse a las escalas impositivas correspondientes a los impuestos personales.

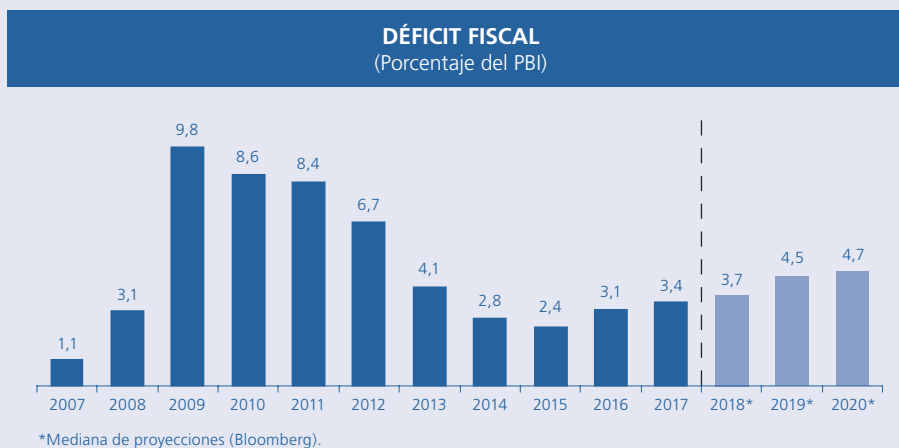




- (v) Otras medidas: La reducción del monto de intereses deducibles para préstamos hipotecarios correspondientes a viviendas nuevas (de US\$ 1 millón a US\$ 750 mil), el incremento del crédito tributario infantil y el establecimiento de un límite de US\$ 10 mil para la deducción de impuestos local y estatal (llamada SALT).

El costo fiscal del paquete se estima en US\$ 1,5 billones para los próximos diez años (2018-2027). Sin embargo, algunas estimaciones, como la de la entidad gubernamental *Joint Committee on Taxation* (JCT), añaden al paquete tributario los siguientes impactos: (i) la mayor recaudación generada por los efectos macroeconómicos positivos (US\$ 451 mil millones) y (ii) el mayor costo por el incremento en el servicio de la deuda (US\$ 66 mil millones). Bajo este escenario, el costo fiscal de la reforma tributaria se reduciría a US\$ 1,07 billones.

En línea con ello, todas las casas de inversión han revisado al alza el déficit para el 2018 y 2019. La mayoría estima que el déficit fiscal estaría alrededor de 3,7 por ciento para 2018 y de 4,5 por ciento para 2019.



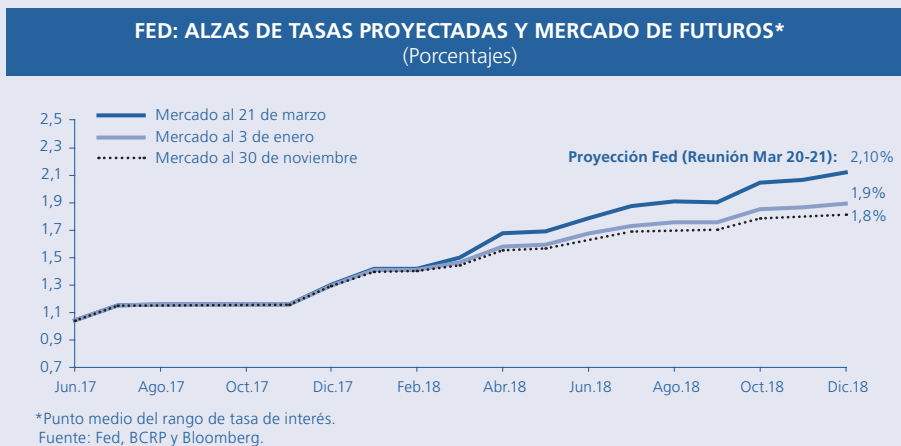
Consistente con el mayor déficit fiscal, las casas de inversión han revisado al alza la proyección de crecimiento de EUA para 2018 y 2019. El impacto va entre 0,2 y 0,4 puntos porcentuales. Para el año 2019, la revisión en el crecimiento es algo menor. Por otro lado, el FMI estima que el paquete supondría una revisión al alza de 2,3 a 2,7 por ciento para 2018 y de 2,1 a 2,5 por ciento para 2019 y un impacto sobre el crecimiento acumulado de 1,2 por ciento para el período 2018-2020.

A nivel del gasto agregado, el mayor impacto se esperaría en la inversión debido a la significativa reducción de la tasa corporativa. El impacto podría ser de primera vuelta (mayor inversión aprovechando los menores impuestos) y de segunda vuelta (a través de las mayores utilidades corporativas). A nivel de sectores económicos, se esperaría mayores beneficios en sectores que tengan altas utilidades acumuladas fuera de EUA (automotor, tecnología y farmacéuticos) y en sectores que actualmente enfrentan las tasas efectivas más altas (energía y banca)¹. En el caso de

1 Bloomberg diciembre 16. "Corporate Winners and Losers in the GOP final Tax Bill".

la banca, sin embargo, habría un efecto negativo en el corto plazo debido a la desvalorización de los activos por impuestos diferidos o DTA (*Deferred Tax Asset*). El DTA constituye un escudo tributario a ser usado en ejercicios posteriores; en el caso de los bancos, este escudo provino principalmente de las pérdidas generadas durante la crisis financiera. La menor valoración del DTA, por la disminución de las tasas, implica en el caso del Citigroup un impacto de aproximadamente US\$ 19 mil millones.

Sin embargo, el impacto del paquete fiscal sobre la demanda agregada podría generar algunos cuellos de botella. Bancos de inversión estiman que, para 2018, el impacto de 0,3 por ciento en la demanda (derivado de este paquete fiscal) implicaría un mayor uso de la capacidad instalada en un contexto en que la brecha del producto se ha cerrado y en que el mercado laboral se encuentra ajustado (asumen que el desempleo caería de 4,1 por ciento a 3,7 por ciento). En este contexto, es probable que las presiones de demanda lleven a un número mayor de alzas de tasas de la Fed. Tras la aprobación del paquete fiscal (22 de diciembre), se incrementó la tasa implícita en los contratos *forward*.



En el mismo sentido, las tasas de largo plazo están siendo presionadas al alza a raíz de este paquete tributario y, además, de la aprobación del presupuesto para 2019, de la propuesta del plan de infraestructura y de las expectativas de mayores presiones inflacionarias. Estas mayores tasas de interés, de concretarse, atenuarían el impacto del paquete tributario sobre el crecimiento.

En línea con ello, se espera que el mayor crecimiento se concentre en el corto plazo y que su impacto sea limitado. Por un lado, la aplicación de políticas monetarias más restrictivas bajo este escenario limitaría la expansión del gasto privado; mientras que por otro, los altos niveles de deuda llevarían a un ajuste fiscal posterior. Así, algunas casas de inversión estiman que todo el impacto del paquete se daría en 2018, mientras que el FMI² estima que a partir de 2021 el déficit fiscal requeriría medidas de ajuste que afectarían negativamente el crecimiento.





II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

13. El entorno internacional favorable ha seguido impulsando el alza de los términos de intercambio y el crecimiento sostenido del comercio mundial. Esto se ha traducido en un aumento general del valor de nuestras exportaciones tradicionales y no tradicionales de 21,3 por ciento en 2017 (luego de 7,6 por ciento en 2016). Con ello, la balanza comercial acumuló 6 trimestres consecutivos de superávit y cerró el año en US\$ 6 266 millones, resultado que no se observaba desde el año 2012 cuando el superávit alcanzó los US\$ 6 393 millones. Así, el déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** se redujo de 2,7 por ciento del PBI en 2016 a 1,3 por ciento del PBI en 2017.

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

	2016	2017	2018*		2019*	
			RI Dic.17	RI Mar.18	RI Dic.17	RI Mar.18
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-5 303	-2 716	-3 777	-2 693	-4 051	-3 049
<i>Porcentaje del PBI</i>	-2,7	-1,3	-1,6	-1,2	-1,7	-1,3
1. Balanza comercial	1 888	6 266	7 136	9 983	7 092	10 102
a. Exportaciones	37 020	44 918	48 109	51 942	50 339	53 822
De las cuales:						
i) Tradicionales	26 137	33 124	35 597	38 472	36 925	39 647
ii) No Tradicionales	10 782	11 663	12 381	13 316	13 269	14 006
b. Importaciones	-35 132	-38 652	-40 974	-41 959	-43 247	-43 720
2. Servicios	-1 974	-1 434	-2 056	-2 235	-2 109	-2 375
3. Renta de factores	-9 184	-11 260	-12 611	-14 235	-12 960	-14 713
4. Transferencias corrientes	3 967	3 712	3 754	3 794	3 927	3 937
Del cual: Remesas del exterior	2 884	3 051	3 194	3 194	3 322	3 332
II. CUENTA FINANCIERA	5 504	4 652	6 307	3 733	6 591	4 559
1. Sector privado	2 847	1 419	3 390	2 681	4 478	3 378
a. Largo plazo	3 709	1 653	3 390	3 161	4 478	3 798
b. Corto plazo ^{1/}	-862	-235	0	-480	0	-420
2. Sector público ^{2/}	2 657	3 233	2 917	1 053	2 113	1 181
III. VARIACIÓN DE RIN	201	1 936	2 530	1 040	2 540	1 510

Nota:

Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado ^{3/} (% del PBI)

4,6 5,6 4,1 4,4 4,2 4,4

^{1/} Incluye errores y omisiones netos y efecto valuación de RIN

^{2/} Incluye financiamiento excepcional.

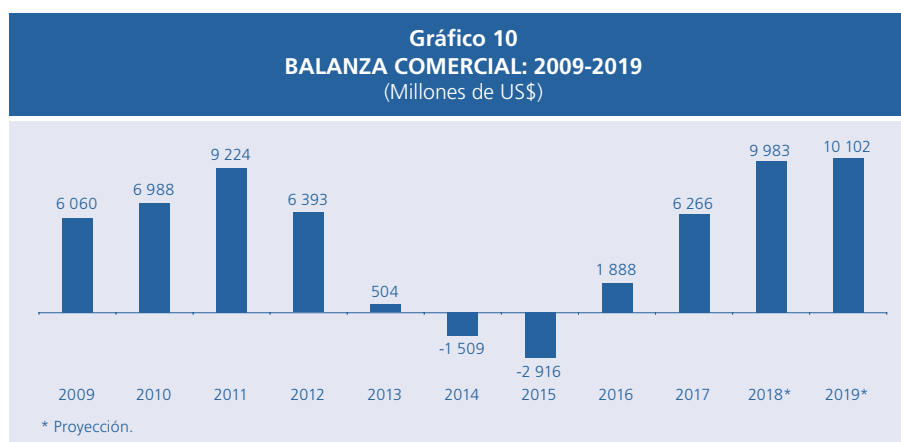
^{3/} Incluye Inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos de largo plazo del sector privado.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

El escenario de proyección de este Reporte supone que se mantendrá el actual contexto internacional de mayor crecimiento mundial y mejores precios de los minerales. Se

espera niveles de déficit de cuenta corriente de 1,2 y 1,3 por ciento del PBI para 2018 y 2019, respectivamente consistente con un mayor superávit de la balanza comercial que llegaría a US\$ 9 983 millones en 2018 y US\$ 10 102 millones en 2019. Se espera que el financiamiento de largo plazo para el sector privado continúe siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos (4,4 por ciento del PBI para 2018 y 2019).



En el horizonte de proyección, las exportaciones se verían favorecidas por altos precios de nuestros principales minerales, así como por los mayores volúmenes de productos no tradicionales en un contexto de recuperación de la actividad mundial. En cuanto a las importaciones, se prevé un crecimiento en línea con la evolución esperada de la demanda interna.

Se estima que el crecimiento del valor de las exportaciones en 2018 y 2019 no solo se dará por mejores precios sino también por un crecimiento del volumen de más de 3,0 por ciento en ambos años.

Cuadro 10
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

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

* Proyección.





La mayor balanza comercial será compensada por rentas de factores más negativas como consecuencia del aumento de las utilidades de las empresas mineras extranjeras debido a los mayores precios.

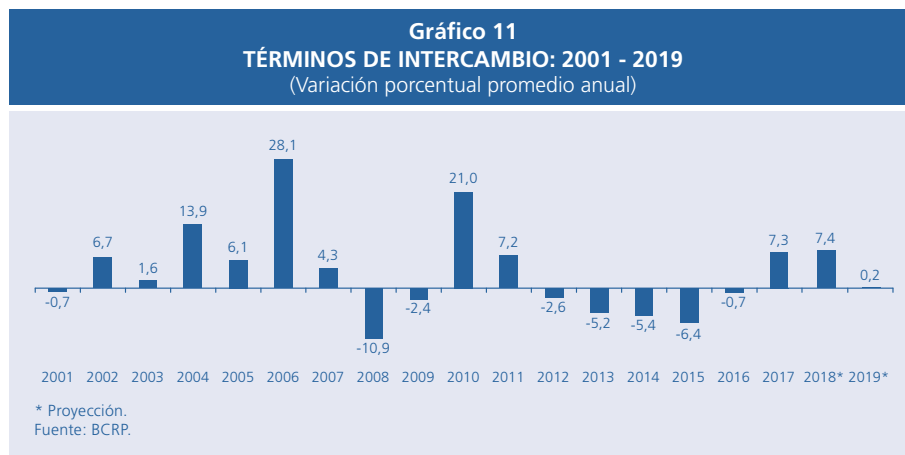
Términos de intercambio

14. Para 2018 se espera que los términos de intercambio de nuestro comercio exterior aumenten 7,4 por ciento, incremento superior al previsto en diciembre debido al alza reciente (mayor a la prevista) de las cotizaciones de los metales básicos y el oro. Los precios han estado presionados al alza por una mayor demanda global, restricciones de oferta, un incremento en las posiciones especulativas y la depreciación del dólar.

Se estima que el precio de las exportaciones aumentaría 12,0 por ciento mientras que el de las importaciones lo haría en 4,3 por ciento. Para 2019 se asume que los precios se mantendrán estables.

Cuadro 11 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2017-2019 (Datos promedios anuales)					
	2017	2018*		2019*	
		RI Dic.17	RI Mar.18	RI Dic.17	RI Mar.18
Términos de intercambio (var. % anual)	7,3	2,8	7,4	0,0	0,2
Precios de Exportaciones (var. % anual)	13,1	4,0	12,0	1,0	0,1
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	280	300	317	300	316
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	131	137	154	133	143
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	105	108	116	108	115
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 257	1 288	1 315	1 295	1 300
Precios de Importaciones (var. % anual)	5,4	1,2	4,3	1,0	-0,1
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	51	54	60	51	57
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	145	153	161	171	173
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	131	145	144	157	156
<i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i>	707	754	716	755	735
<i>Leche entera (US\$ por TM)</i>	3 081	2 959	3 037	3 010	2 940

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



a. Cobre

En febrero, la cotización del cobre alcanzó un promedio mensual de US\$ 3,18 por libra, lo que significó un incremento de 3 por ciento respecto a diciembre de 2017. Este aumento se suma al incremento de 21 por ciento registrado durante 2017.

El alza del precio del cobre, en lo que va del año, se explica por un aumento en la demanda global asociado a un crecimiento mundial por encima de lo esperado y a la depreciación del dólar. Por el lado de la oferta, la cotización fue presionada al alza por diversas paralizaciones (Chile, Indonesia, Perú, Congo y Zambia) y por las expectativas de restricciones en las importaciones de cobre reciclado de China.

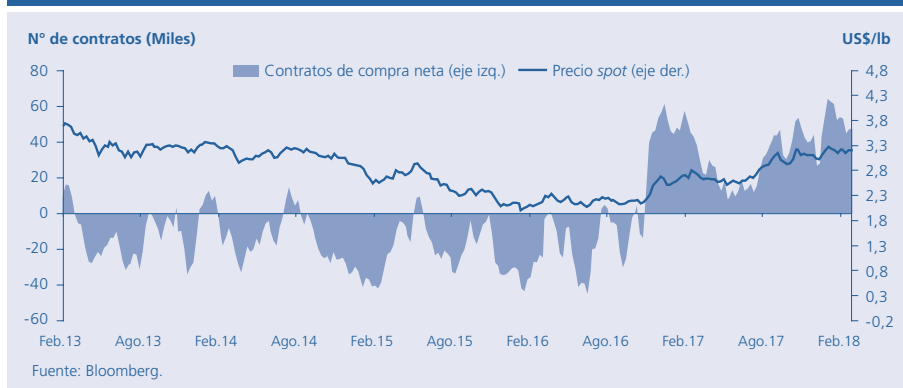
Cuadro 12
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2015	2016 ^{2/}	2017 ^{2/}	2018 ^{2/}	Ene-Nov.16	Ene-Nov.17	Var. %
Producción Minera Global	19 148	20 357	19 807	20 311	18 558	18 113	-2,4%
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	22 871	23 339	23 583	24 179	21 321	21 404	0,4%
Utilización Global de Refinados	23 040	23 495	23 733	24 283	21 475	21 600	0,6%
Balance de Refinados ^{1/}	-169	-156	-151	-104	-154	-196	

^{1/} El balance calculado utilizando la producción total de refinados menos el uso del refinado.
^{2/} Estimado de octubre de 2017.
Fuente: ICSG.

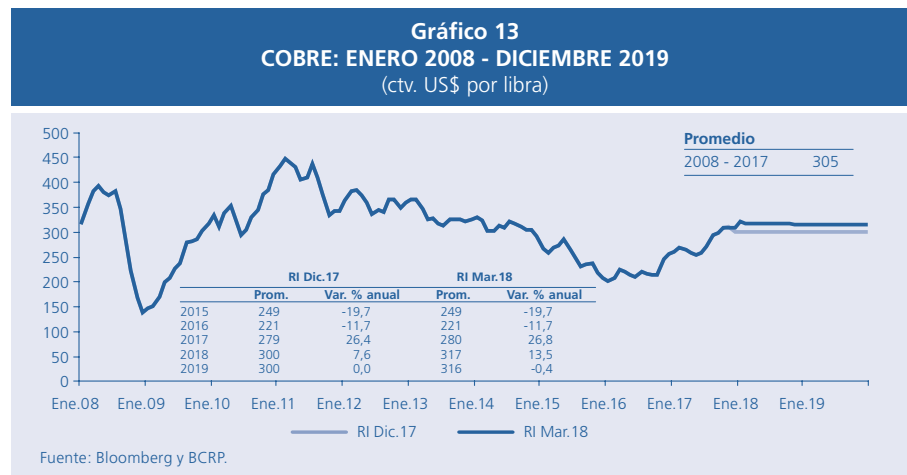
Cabe señalar que estos cambios en los fundamentos, sumados a la alta liquidez global, se reflejaron en las posiciones largas netas de los agentes no comerciales, las cuales alcanzaron en enero un nivel récord.

Gráfico 12
COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES





Se han revisado al alza los precios promedios para 2018 y 2019. Se estima que los precios corregirán parcialmente el alza reciente. Esta revisión asume que la demanda china continuaría favorecida por la demanda del sector de redes eléctricas y que continuará el dinamismo de Europa y Estados Unidos.



b. Zinc

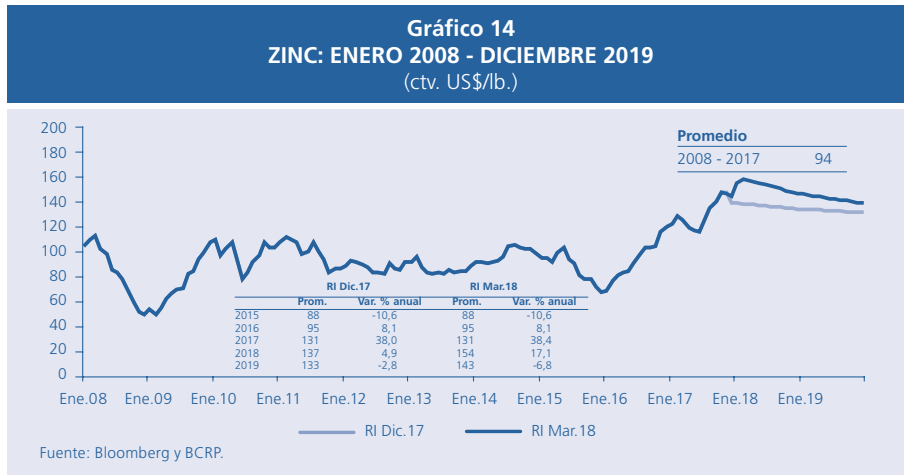
Luego de aumentar 20 por ciento durante 2017, la cotización del **zinc** se incrementó 11 por ciento en los dos primeros meses del año, alcanzando un promedio de US\$ 1,61 por libra en febrero. El mercado ha venido enfrentando una escasez de oferta y, simultáneamente, una demanda creciente. Ello se ha reflejado en la caída del ratio de inventarios a consumo.

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

	2015	2016	2017
Producción Minera Global	13,61	12,77	13,23
Producción Global de Refinados	13,66	13,74	13,72
Utilización Global de Refinados	13,49	13,86	14,22
Balance de Refinados (en miles)	-170	-122	-495

Fuente: ILZSG.

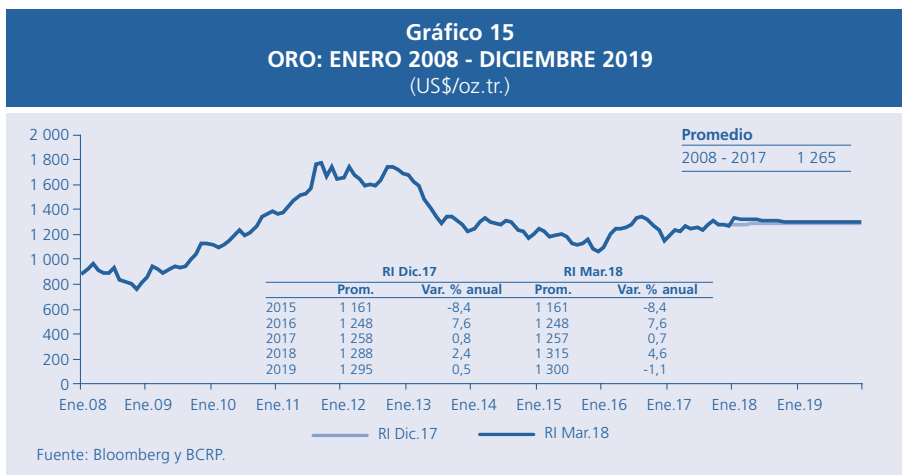
Se prevé que el mercado permanezca en déficit durante 2018: la oferta global de zinc crecería a tasas menores que la demanda lo que daría soporte a los precios actuales. Sin embargo, para el 2019, con la entrada de nueva oferta, los precios se corregirían ligeramente a la baja.



c. Oro

La cotización del oro se incrementó 5 por ciento en los dos primeros meses de 2018 y alcanzó una cotización promedio de US\$/oz.tr. 1 332 en febrero. Esta recuperación llega después del incremento de 10 por ciento en 2017.

La cotización del oro se ha visto favorecida por la depreciación del dólar en respuesta a los menores estímulos monetarios previstos en la Eurozona y Reino Unido. En lo que va del año, el dólar se ha depreciado 1,8 por ciento respecto al euro y 2 por ciento respecto a la libra. Asimismo, las expectativas de mayores tasas de inflación impulsan la demanda por oro como activo de valor.





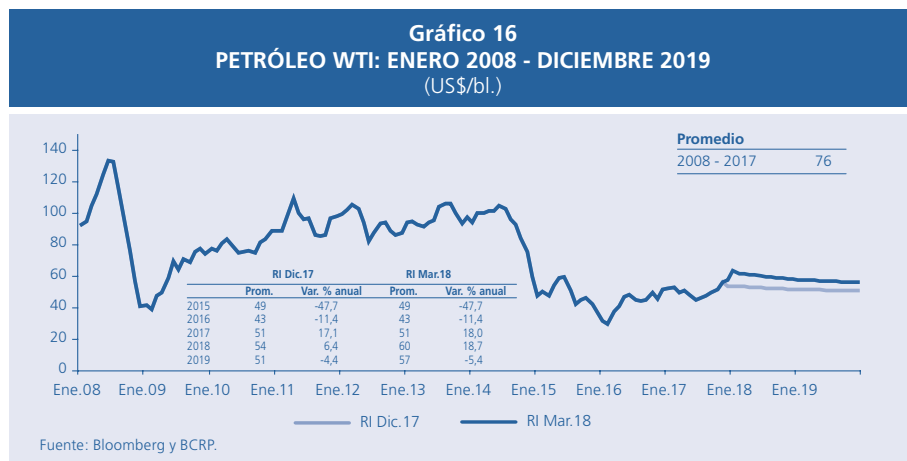
d. Petróleo

Luego de acumular un incremento de 11 por ciento en 2017, la cotización del **petróleo** WTI se incrementó 8 por ciento en los dos primeros meses de 2018, cerrando con una cotización promedio de US\$ 62 por barril en febrero.

La cotización del petróleo aumentó debido a un mercado global deficitario que se reflejó en la caída de los inventarios de crudo de la OECD en 2017, y en el agotamiento de los inventarios flotantes. Esta tendencia es explicada por una demanda global de petróleo mayor que la esperada (ante el fuerte crecimiento de la actividad global) y por el elevado cumplimiento de los recortes de la OPEP. Dentro de este cartel destacó, además, la fuerte caída de la producción de crudo de Venezuela.

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 favorecerán nuevos proyectos en 2018, en particular los de petróleo de esquisto (*shale oil*).

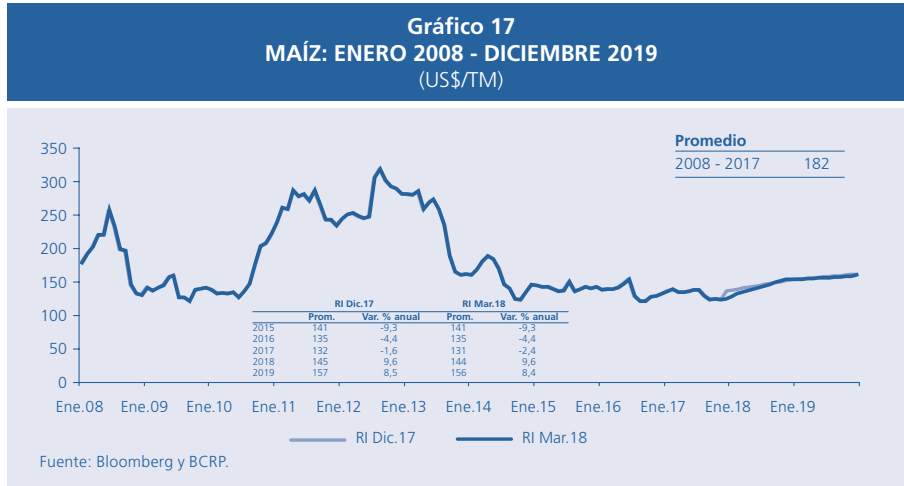
En el horizonte de proyección, se revisa al alza el estimado del precio del petróleo WTI, en línea con la evolución reciente. Sin embargo, esta proyección presenta cierto grado de incertidumbre ante la dificultad de predecir el comportamiento de la OPEP y la evolución de la producción del petróleo de esquisto (*shale oil*), que representa aproximadamente el 50 por ciento de la producción de Estados Unidos.



e. Alimentos: maíz, trigo y aceite de soya

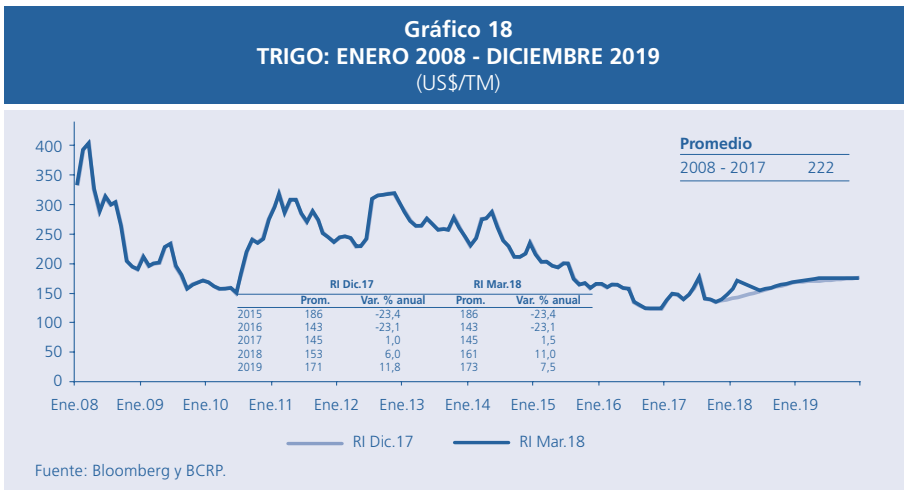
A febrero, la cotización internacional promedio del **maíz** aumentó 7 por ciento, con respecto a diciembre de 2017, ubicándose en una cotización promedio de

US\$ 133 por tonelada. Con ello, la cotización del maíz se recuperó de la caída de 5 por ciento que registró en 2017.



La cotización del maíz aumentó debido al incremento del precio del petróleo, los mayores precios del trigo y las perspectivas de menor producción en Brasil (retraso de la segunda campaña de siembra). Por el lado de la demanda, destacó el crecimiento del consumo como alimento para el ganado. Limitó esta alza la mayor producción de EUA ante los mejores rendimientos. En línea con esta evolución, se proyecta que el precio promedio del maíz se incremente en el horizonte de proyección.

Al mes de febrero, el precio internacional del **trigo** registró un incremento de 16 por ciento respecto a diciembre de 2017 y cerró con un nivel promedio de US\$ 171 por tonelada. El precio promedio mensual del trigo había subido 20 por ciento en 2017.

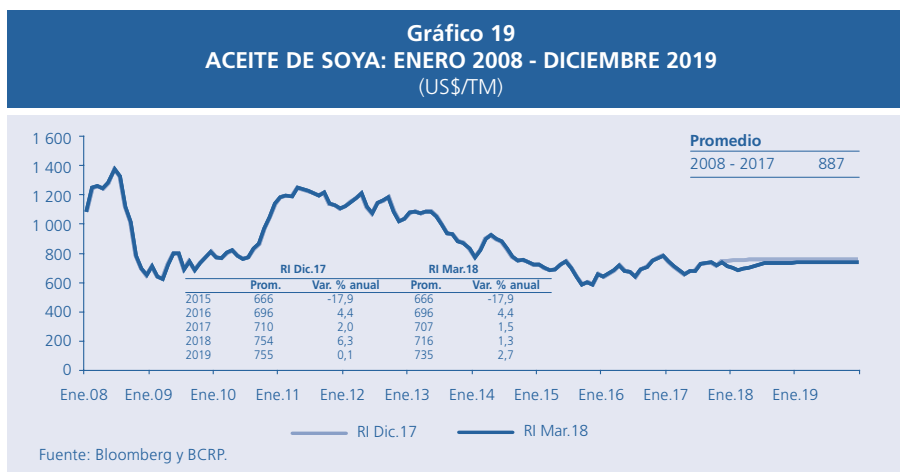




La cotización del trigo aumentó por el deficiente estado de los cultivos de invierno, debido a la falta de humedad en las principales regiones productoras en Estados Unidos (en particular Kansas).

Se estima que el precio del trigo se cotice a niveles superiores a los previstos debido a las restricciones de oferta 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.

La cotización promedio de febrero del **aceite de soya** fue US\$ 674 por tonelada, nivel inferior en 5 por ciento respecto al nivel promedio de diciembre de 2017. La caída del precio del aceite de soya se explicó principalmente por el aumento de la producción de aceite de palma en Asia sudoriental, en particular en Tailandia y Malasia, este último por los menores impuestos a la exportación. Considerando lo anterior, en el horizonte de proyección se esperan precios menores a los previstos.



Financiamiento externo

15. En 2017, el **flujo neto de capitales del sector privado** fue positivo en US\$ 1,1 mil millones, monto inferior en US\$ 1,7 mil millones al registrado en 2016. Si bien la inversión directa extranjera se mantuvo en niveles altos (reflejando la reinversión de utilidades y los mayores precios de los metales), se registraron mayores amortizaciones de préstamos de largo plazo y mayores inversiones de las AFPs en el exterior. Cabe mencionar que destacaron las mayores emisiones de bonos de empresas privadas en el mercado internacional (particularmente del sector eléctrico) aprovechando la mejor coyuntura de los mercados externos.

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 terminara 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 B2 (anteriormente denominado Bofedal 2) 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 4,4 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\$)

	2016	2017	2018*	2019*
SECTOR PRIVADO (A + B)	2 815	1 112	2 681	3 378
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>1,4</i>	<i>0,5</i>	<i>1,2</i>	<i>1,4</i>
A. LARGO PLAZO	3 709	1 653	3 161	3 798
1. ACTIVOS	-966	-2 929	-3 023	-3 053
2. PASIVOS	4 675	4 582	6 183	6 851
Inversión directa extranjera en el país	6 863	6 769	7 018	7 160
Préstamos de Largo Plazo	-1 693	-3 906	-1 394	-913
Inversión de cartera	-495	1 719	559	604
B. CORTO PLAZO ^{1/}	-894	-541	-480	-420

1/ Incluye errores y omisiones netos.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 20
CUENTA CORRIENTE Y ENTRADA DE CAPITALES EXTERNOS DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO: 2009-2019^{1/}
(Porcentaje del PBI)



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

* Proyección.

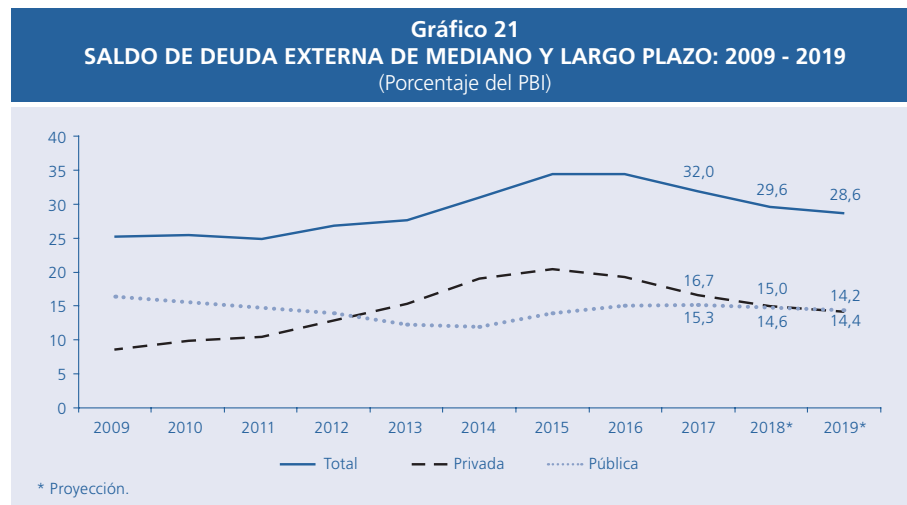




16. La **cuenta financiera del sector público** registró US\$ 3,2 mil millones, un incremento de US\$ 0,6 mil millones en 2017 respecto a lo observado en 2016, lo que reflejó principalmente la colocación de bonos de Petroperú (US\$ 2 000 millones), la liquidación de activos externos y la mayor tenencia de bonos soberanos por parte de no residentes.

Para el horizonte de proyección, se acentúa la tendencia prevista de menores requerimientos de financiamiento externo, principalmente por menores desembolsos previstos en 2018 y 2019, y las mayores amortizaciones de deuda previstas en 2019.

17. El endeudamiento privado externo mostraría una tendencia decreciente durante el horizonte de proyección, con lo que se ubicaría en 14,2 por ciento del PBI en 2019. Esta evolución es compatible con un mayor uso de financiamiento local y tasas de interés internacionales crecientes.



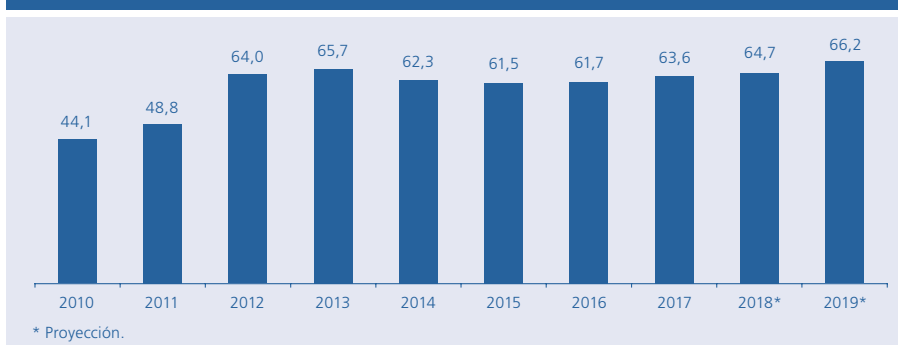
18. La solidez de la balanza de pagos ante eventos externos negativos se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, la economía 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	28,9	31,5	29,5	27,8	27,3
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	166	470	316	488	459	484
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	230	365	248	404	385	396
Deuda externa de mediano y largo plazo (% PBI):						
a. Privada	4,0	10,4	19,3	16,7	15,0	14,2
b. Pública	24,5	14,3	15,1	15,3	14,6	14,4

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

Gráfico 22
RESERVAS INTERNACIONALES
(Miles de millones de US\$)





Recuadro 2

EL ROL DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL PERÚ

En una economía intensiva en la exportación de recursos naturales como la peruana, ningún análisis de la actividad económica puede prescindir de considerar el efecto de los términos de intercambio (TI). Este recuadro presenta estimaciones del impacto de los TI sobre la actividad económica en el Perú para los últimos 26 años incluyendo un supuesto clave: *muchos de los movimientos de TI son anticipados*³.

La economía peruana, al ser pequeña y abierta, está sujeta a cambios en el contexto internacional. Estos cambios se transmiten principalmente mediante fluctuaciones en los precios internacionales, tales como los precios de los principales metales (*commodities*) exportados por el Perú. La literatura macroeconómica ha señalado por lo general que los TI, medidos como el ratio del precio de las exportaciones entre el precio de las importaciones, son una fuente de variación importante en la actividad económica de los países en desarrollo; aunque los resultados han sido diversos.

Por ejemplo, Mendoza (1995)⁴, utilizando las predicciones de un modelo de ciclos económicos calibrado para pequeñas economías abiertas, señala que más del 30 por ciento de las variaciones del PBI se deben a movimientos no anticipados en TI. No obstante, recientemente Schmitt-Grohé y Uribe (2017)⁵, en un estudio para 38 economías emergentes, desafían esta tesis tradicional al encontrar que cambios no anticipados en los TI explican en promedio solo alrededor de 10 por ciento sobre la variabilidad del PBI.⁶

Para entender la disparidad en los resultados antes mencionados, es necesario reconocer que las fluctuaciones en los precios internacionales se deben a distintos factores, algunos de carácter transitorio y no previsto por los agentes económicos, y otros de carácter más persistente y predecible. Zeev, Pappa y Viccondoa (2017)⁷ señalan que los agentes económicos responden de forma distinta ante movimientos no previstos y movimientos anticipados en TI, debido a que los cambios anticipados estarían vinculados a cambios persistentes en los fundamentos de la economía internacional, afectando las decisiones económicas actuales.

3 Esto significa que los agentes son capaces de predecir movimientos persistentes en los precios de los *commodities* con base en fundamentos macroeconómicos (e.g. crecimiento de China, movimiento de tasas de interés internacionales, entre otros), y ajustar sus decisiones de consumo e inversión con base en esto.

4 Mendoza, E. G. (1995). The terms of trade, the real exchange rate, and economic fluctuations. *International Economic Review*, 101-137.

5 Schmitt-Grohé, S., & Uribe, M. (2017). How important are terms of trade shocks? *International Economic Review*.

6 Por ejemplo, para el caso de la economía peruana, las sorpresas en el componente cíclico de los TI explican 19 por ciento de la variación del componente cíclico del PBI si se incluye el tipo de cambio real en la especificación del modelo, y tan solo 2 por ciento si no se incluye.

7 Zeev, N., Pappa, E. & Viccondoa, A. (2017). Emerging economies business cycles: The role of commodity terms of trade news. *Journal of International Economics*.

Dado lo expuesto, el presente recuadro plantea que existe una diferencia fundamental entre el impacto de movimientos anticipados y no anticipados en los TI sobre la actividad económica en economías pequeñas y abiertas como la peruana. Se considera que aquellos movimientos en los TI que se transmiten de manera significativa a la inversión, consumo y PBI domésticos están asociados a cambios persistentes en la dinámica de algún fundamento de la economía mundial, como lo ha sido el crecimiento económico experimentado por la economía china desde el año 2000. Los movimientos anticipados en TI se revelan como nueva información de acceso público (léase noticias) acerca de cómo su evolución futura está ligada a fundamentos sólidos en el crecimiento mundial o de algún socio comercial principal. Estas noticias generan una corriente de optimismo o pesimismo que es incorporada de manera contemporánea en las decisiones de consumo e inversión.

La identificación de movimientos anticipados en TI se realiza utilizando cuatro metodologías distintas propuestas por Faust (1998)⁸, Uhlig (2003)⁹, Barsky y Sims (2011)¹⁰ y Zeev, Pappa y Vicondoa (2017)¹¹. Los resultados indican que, luego de dos años, los movimientos anticipados en los TI explican en promedio el 49 por ciento de la variación en el PBI para los modelos especificados en brechas y del 54 por ciento para aquellos modelos con datos en niveles pero corregidos con una tendencia temporal. En cambio, si solamente se considera la identificación de movimientos no anticipados, se encuentra que la contribución de los TI sobre la volatilidad del PBI se reduce casi a la mitad de la obtenida con los movimientos anticipados. Este resultado también se mantiene cuando se considera un bloque exógeno en la estimación.

PARTICIPACIÓN DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO SOBRE LA VARIABILIDAD DEL PBI ^{1/}

	Choques anticipados ^{2/}		Choques no anticipados ^{3/}	
	SVAR simple ^{4/}	Bloque exógeno ^{5/}	SVAR simple ^{4/}	Bloque exógeno ^{5/}
Niveles ^{6/}	0,45	0,54	0,26	0,26
Brecha ^{7/}	0,43	0,49	0,24	0,24

- 1/ Los datos fueron obtenidos de las estadísticas del BCRP. La frecuencia es trimestral y los datos fueron desestacionalizados. El rango abarca desde el primer trimestre 1990 hasta el cuarto trimestre 2016.
 2/ Se presenta el promedio de aplicar distintas formas de identificación de choques anticipados según: Faust (1998), Uhlig (2003), Barsky y Sims (2011) y Zeev, Pappa y Vicondoa (2017).
 3/ Se presenta el promedio de aplicar una identificación contemporánea recursiva con tres maneras alternativas de medir los términos de intercambio: ratio de precios de exportaciones sobre precio de importaciones, índice ponderado de precios de metales exportados por el Perú con pesos cambiantes en el tiempo, e índice ponderado de precios de metales exportados por el Perú con pesos constantes.
 4/ VAR estructural identificado con restricciones contemporáneas de manera recursiva. El ordenamiento desde la variable más exógena a la más endógena es el siguiente: tasa LIBOR a 3 meses, PBI del G-20, inflación externa, términos de intercambio, tasa de interés interbancaria, tipo de cambio real, consumo, inversión, PBI e inflación.
 5/ VAR estructural similar al esquema de identificación anterior pero con un bloque exógeno para las variables internacionales (tasa LIBOR a 3 meses, inflación externa, PBI del G-20 y términos de intercambio) y un bloque doméstico (tasa de interés interbancaria, tipo de cambio real, consumo, inversión, PBI e inflación). Se asume que las variables domésticas no afectan en ningún período al bloque internacional.
 6/ Se corrige la especificación en niveles mediante una tendencia lineal y/o tendencia cuadrática.
 7/ Se utiliza el componente cíclico de las variables endógenas usando el filtro Baxter-King o una tendencia cuadrática.

A partir de las estimaciones realizadas para identificar movimientos anticipados en TI, la siguiente figura presenta funciones de impulso-respuesta de variables seleccionadas ante un choque

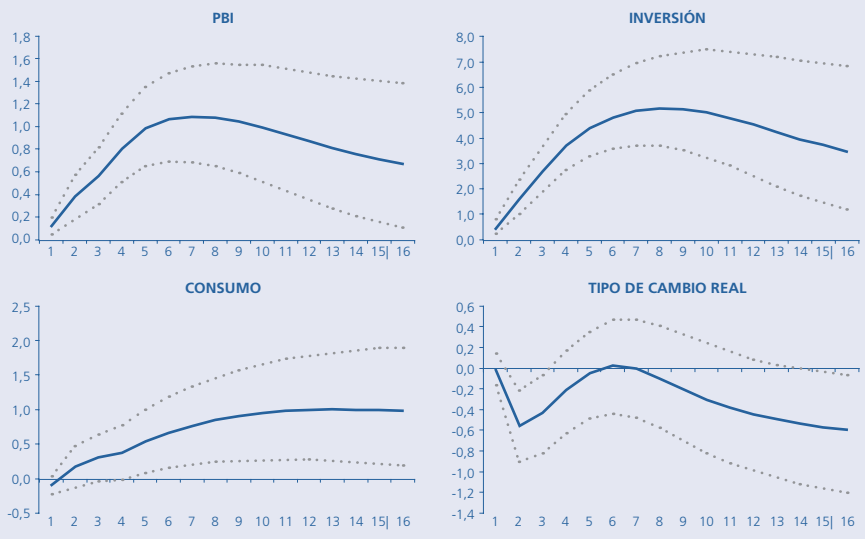
- 8 Faust, J. (1998). The robustness of identified VAR conclusions about money. In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* (Vol. 49, pp. 207-244). North-Holland.
 9 Uhlig, H. (2003). *What moves real GNP?* Mimeo.
 10 Barsky, R. B., & Sims, E. R. (2011). News shocks and business cycles. *Journal of Monetary Economics*, 58(3), 273-289.
 11 La identificación consiste en encontrar un choque estructural en TI cuya contribución sobre la varianza del error de predicción del mismo TI sea máxima a lo largo de un horizonte de proyección dado. Es decir, los choques anticipados identificados mediante esta metodología son tales que explican la mayor parte de la variabilidad en el error de predicción de los TI.





anticipado de TI¹². La respuesta es positiva y significativa para el PBI, para la inversión y para el consumo, mientras que el tipo de cambio real se aprecia. Asimismo, se observa que la mayor respuesta en el PBI y en la inversión se da luego de siete trimestres posteriores al impulso inicial, para luego empezar a decaer paulatinamente. En cuanto a la inversión y el tipo de cambio se observan respuestas más persistentes.

RESPUESTAS A UN CHOQUE ANTICIPADO DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO ^{1/}



1/ La línea sólida representa la mediana de la respuesta de cada variable, considerando todas las estimaciones realizadas. Las líneas punteadas representan las bandas de confianza al 80 por ciento.

Las estimaciones anteriores permiten calcular el efecto traspaso, es decir, la respuesta acumulada de las variables de interés ante un choque anticipado de TI. El siguiente cuadro indica que la inversión privada es la variable que responde en mayor magnitud: ante un incremento anticipado de uno por ciento en TI, se estima que la inversión privada se incrementaría en 0,8 por ciento por encima de su valor tendencial al cierre del segundo año. Mientras tanto, el PBI se encontraría 0,2 por ciento por encima de su nivel tendencial y el consumo lo haría en 0,1 por ciento.

EFFECTO TRASPASO DE UN CHOQUE ANTICIPADO EN LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO ^{1/}

Trimestres	PBI	Inversión	Consumo	Tipo de cambio real
4	0,092	0,434	0,037	-0,060
8	0,167	0,787	0,098	-0,035
12	0,225	1,098	0,169	-0,059
16	0,271	1,354	0,243	-0,101

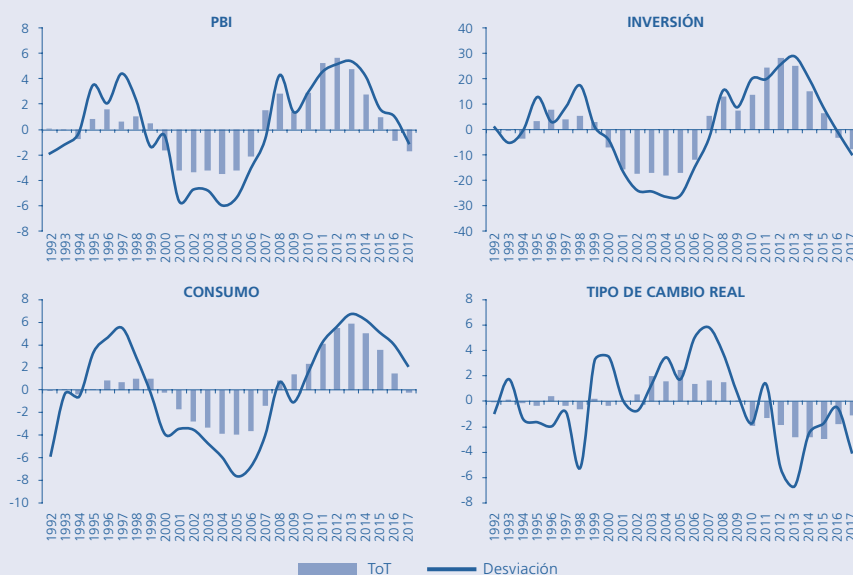
1/ El efecto traspaso en el periodo T de una variable x ante un choque en la variable y se construye de la siguiente manera:

$$PT_T^x = \frac{\sum_{t=0}^T r_t^{x,y}}{\sum_{t=0}^T r_t^{y,y}}$$
 Donde $r_t^{x,y}$ es el valor correspondiente a la función impulso-respuesta del periodo T para la variable x ante un choque de y .

12 Se asume un choque de tamaño de una desviación estándar.

El análisis anterior brinda una idea de cómo se comportan las variables en promedio ante un choque anticipado de TI. Sin embargo, como último ejercicio para entender el impacto sobre la actividad económica, también es necesario analizar el rol histórico de los TI para explicar los desvíos del consumo, inversión, PBI y tipo de cambio real en relación a sus niveles tendenciales. Es posible distinguir dos períodos: (i) antes del año 2000, donde los desvíos de TI explicaban una muy pequeña parte de los desvíos de las variables analizadas; y (ii) a partir del año 2000, donde los desvíos de estas variables fueron principalmente explicados por TI.

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA ANTE UN CHOQUE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO ^{1/}



1/ Las líneas sólidas representan el desvío de cada variable con respecto a una tendencia lineal de largo plazo. Por su parte, las barras verticales indican cuál ha sido la contribución de los términos de intercambio en dichos desvíos.

En conclusión, los TI poseen un rol muy importante en la dinámica de la economía peruana, en particular sobre el PBI y sus componentes. Al considerar movimientos anticipados de los TI (aquellos previstos por los agentes observando fundamentos), se encuentra que aproximadamente la mitad de la variación del PBI peruano puede ser explicada por la evolución de esta variable. Los ejercicios de impulso-respuesta muestran además que la variable que más responde a estos choques es la inversión privada. Además, la descomposición histórica permite observar que la importancia de los TI sobre la dinámica macroeconómica se ha incrementado en las últimas décadas.

Si bien los TI son determinados por condiciones externas y pueden llegar a explicar gran parte de la variación en el PBI peruano, hay alrededor de un 50 por ciento de la variabilidad del PBI que depende de otros factores. Así, las condiciones domésticas pueden limitar o amplificar el impacto positivo que pueden tener los TI, por lo cual nunca deberían ser desestimadas por los hacedores de política.





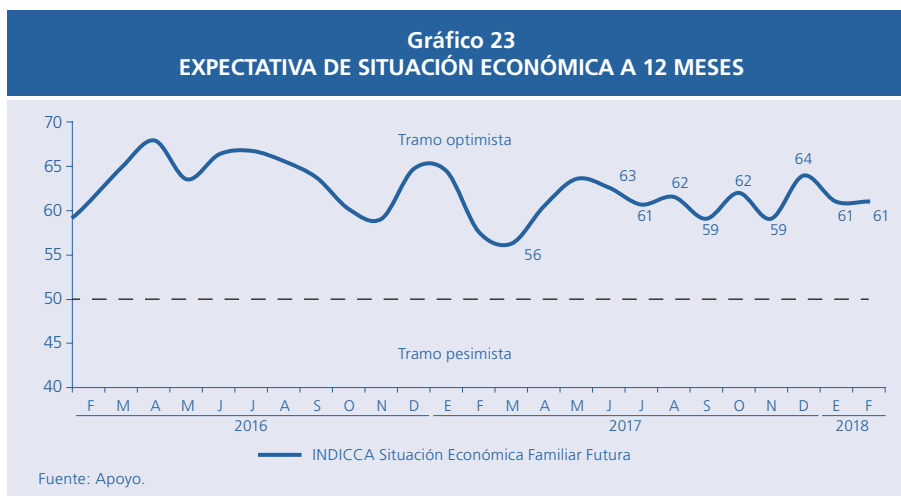
III. Actividad económica

PBI gasto

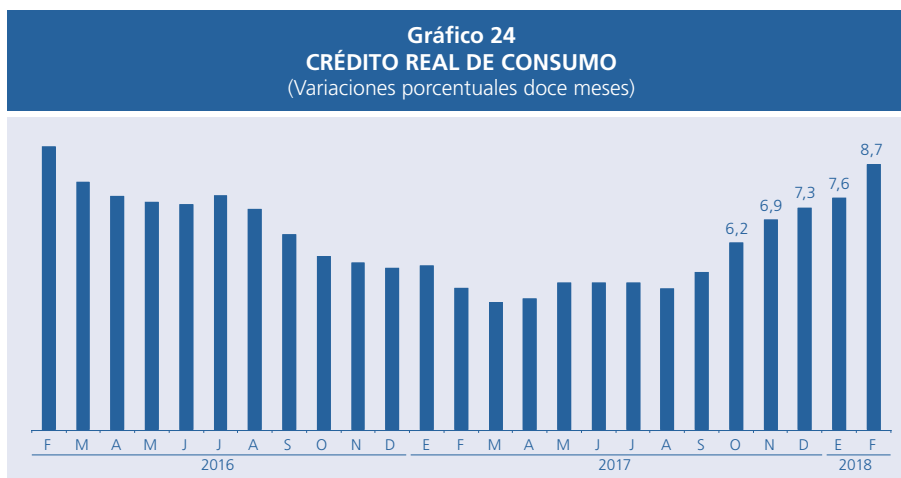
19. Luego de crecer 4,0 por ciento en 2016, la actividad económica se desaceleró a 2,5 por ciento en 2017, principalmente como resultado de un menor impulso del consumo privado y la inversión, tanto pública como privada. El consumo privado se vio afectado principalmente por un efecto riqueza negativo causado por El Niño Costero y una débil evolución del mercado laboral.

La inversión, tanto privada como pública, empezó a mostrar variaciones positivas desde el tercer trimestre del año, luego de verse afectada por el caso Lava Jato (con la paralización de varios proyectos y reducción de la confianza de los inversionistas), lo que generó cierta recuperación de la demanda interna. Los mayores términos de intercambio impulsaron una recuperación de la inversión minera que empezó a crecer a tasas de dos dígitos desde el segundo trimestre del año (luego de 14 trimestres de caída consecutiva), registrando un crecimiento de 42 por ciento en el último trimestre de 2017. De igual manera, la inversión pública se aceleró en el tercer trimestre moderándose hacia el último trimestre del año, reflejando en parte un avance gradual del Plan de Reconstrucción y de las obras asociadas a los Juegos Panamericanos. Con esta evolución de la inversión y el consumo, la demanda interna en 2017 creció solo 1,6 por ciento.

20. Los indicadores recientes de **consumo privado** muestran una evolución mixta. De un lado, se registra una disminución del nivel de empleo adecuado y un estancamiento en el crecimiento de los ingresos promedio de las familias. Por otro lado, el crédito a las familias ha mostrado mayor dinamismo desde el tercer trimestre de 2017; y las importaciones de bienes de consumo muestran tasas de crecimiento de dos dígitos a inicios de 2018. Por su parte la confianza del consumidor se mantuvo en el tramo optimista aunque en niveles inferiores a los observados hace 3 meses:
 - a) En febrero de 2018, el índice de confianza del consumidor, medido como la expectativa de la situación económica familiar a 1 año, se ubicó en 61 puntos, manteniéndose en el área optimista.

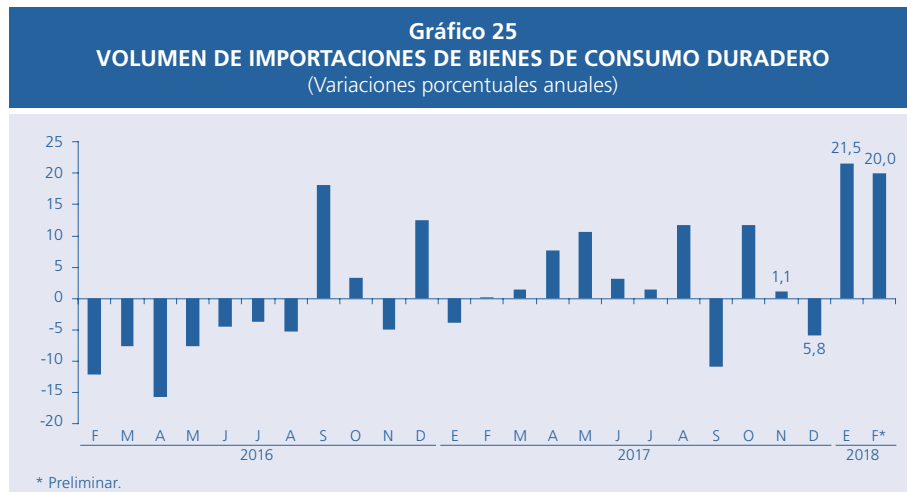


- b) El crédito de consumo viene mostrando un mayor dinamismo desde el cuarto trimestre de 2017.

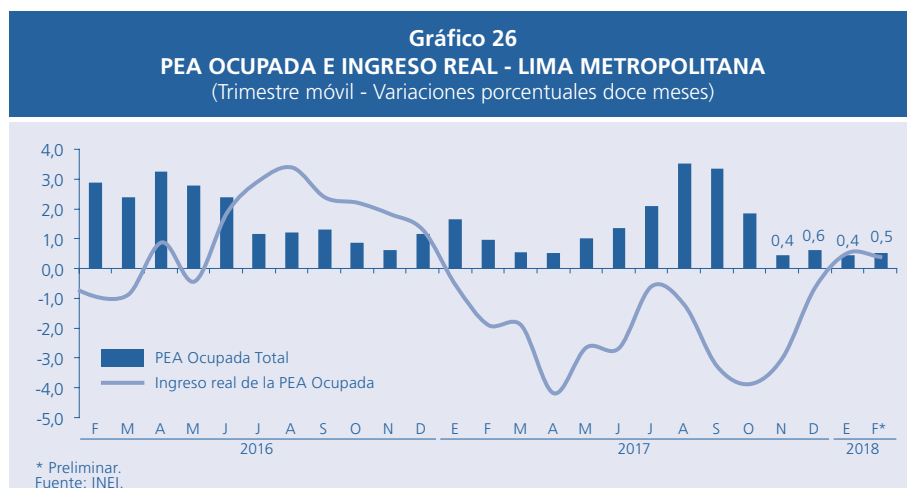


- c) Las importaciones de bienes de consumo duradero han venido mostrando tasas de crecimiento de dos dígitos en lo que va del año 2018, en línea con la evolución del crédito.





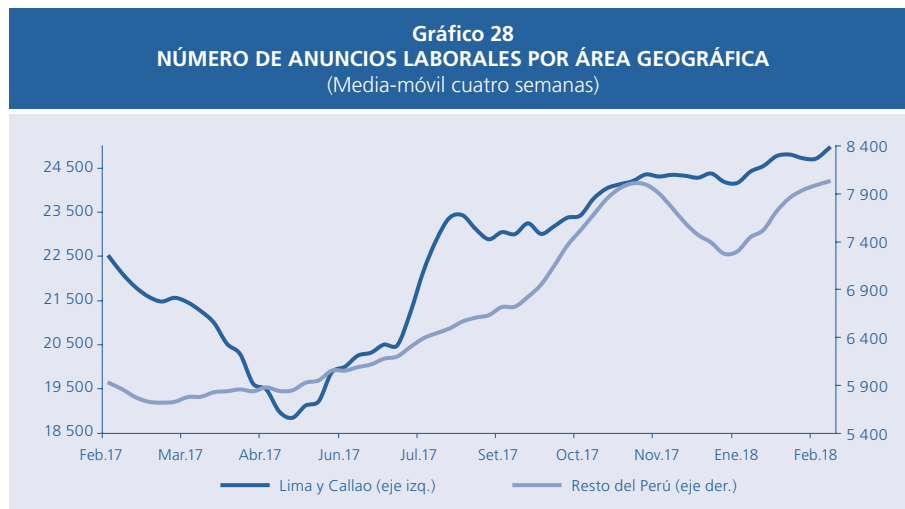
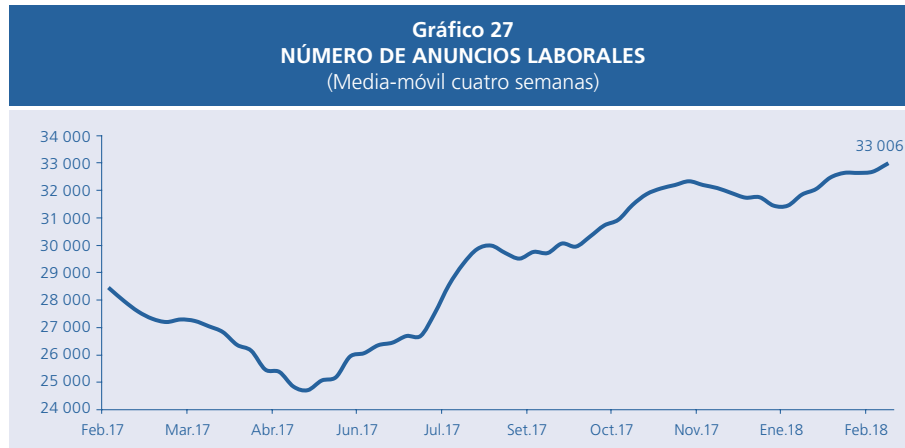
- d) La Población Económicamente Activa (PEA) Ocupada de Lima Metropolitana registró un crecimiento promedio de 0,5 por ciento entre noviembre y febrero 2018, luego de crecer 2,4 por ciento en promedio durante los cinco meses previos. Por su parte, el ingreso real se ha estabilizado en lo que va de 2018, luego de la contracción promedio de 2,2 por ciento en 2017.



- e) El número de anuncios de empleo a través de páginas web¹³ registró una recuperación en febrero de 2018, luego de registrar cierto estancamiento entre

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

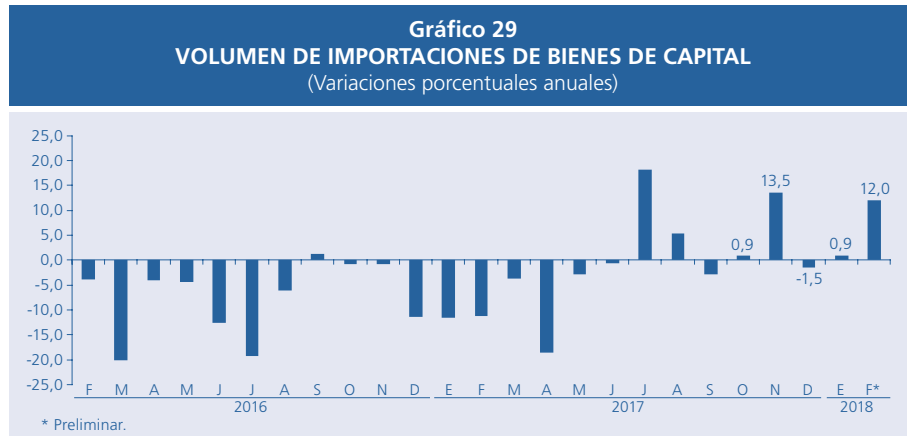
mediados de diciembre y enero de 2018 en línea con el débil desempeño del mercado laboral. Este resultado señalaría una mejor evolución del empleo para los próximos meses.



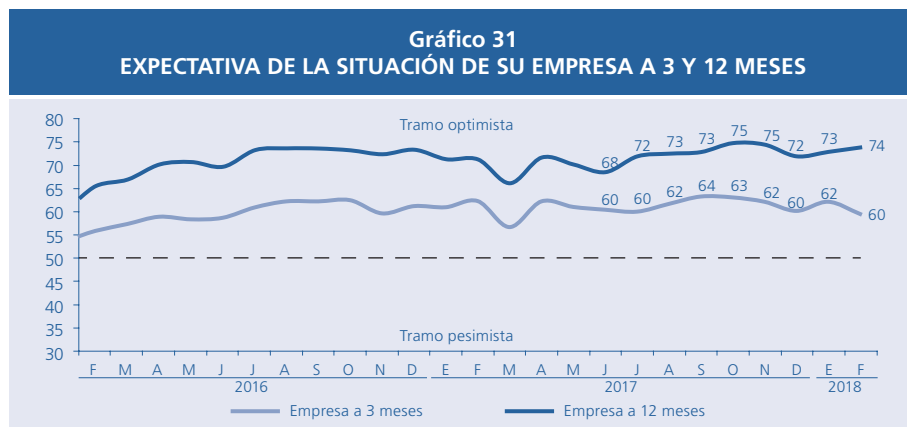
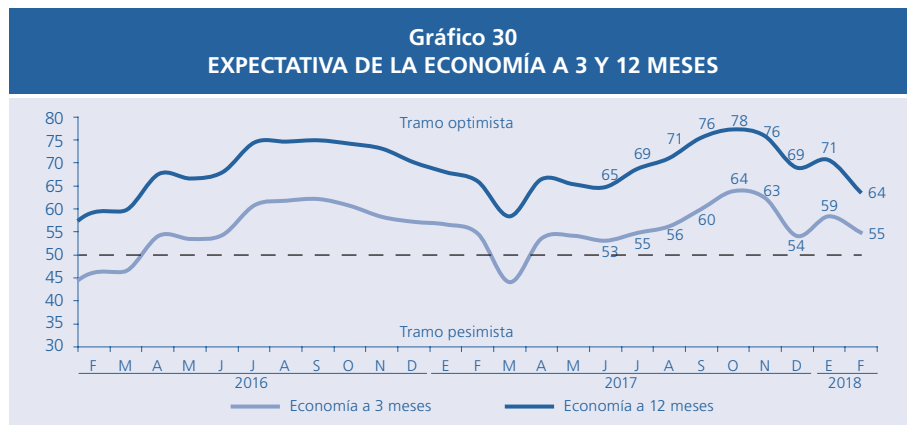
21. En el caso de la **inversión privada**, los indicadores contemporáneos y adelantados evidencian las siguientes tendencias:

- a) El volumen de importaciones de bienes de capital, excluyendo materiales de construcción, ha venido recuperándose desde el segundo semestre de 2017 y en febrero de 2018 creció 12,0 por ciento anual.

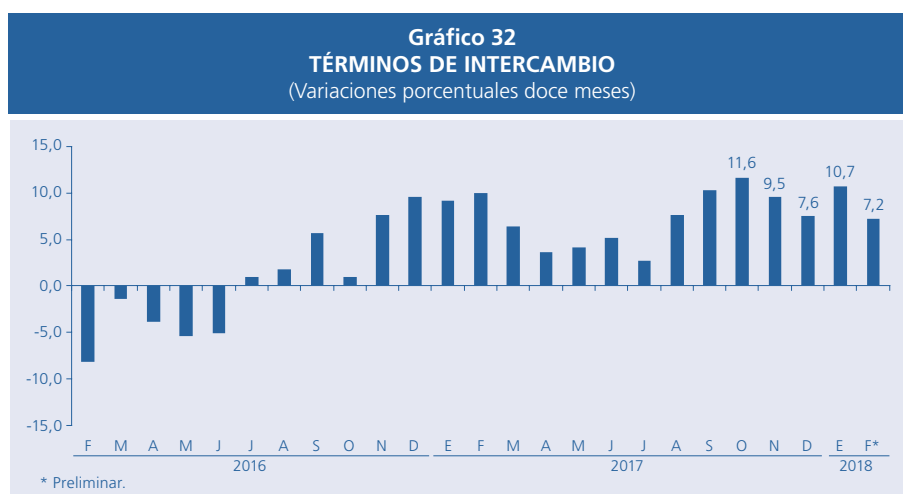




- b) Las expectativas de la economía, a tres y doce meses, se redujeron en febrero de 2018 manteniéndose aún en el tramo optimista. Por su parte, las expectativas de los empresarios sobre la situación de sus empresas, a 3 y 12 meses, alcanzaron 60 y 74 puntos, respectivamente, manteniendo la recuperación iniciada en el segundo semestre 2017.



- c) Los términos de intercambio anticipan incrementos de la inversión, habiéndose registrado un incremento de 7,2 por ciento a febrero.



22. Las expectativas del público sobre el crecimiento del PBI se revisan ligeramente a la baja. Para el año 2018, los agentes económicos esperan un crecimiento del PBI de 3,5 por ciento, excepto para el caso de empresas no financieras que esperan uno de 3,0 por ciento. Para 2019, en el caso del sistema financiero, se registra una ligera revisión de 3,8 a 3,7 por ciento, y analistas económicos de 4,0 a 3,8 por ciento; mientras que en el caso de las empresas no financieras se mantiene el pronóstico de crecimiento en 4,0 por ciento.

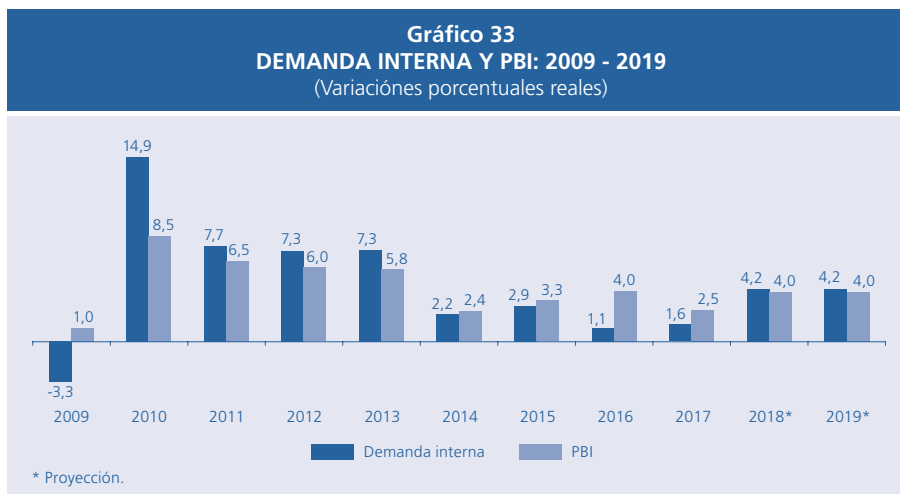
Cuadro 16
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

		RI Jun.17	RI Set.17	RI Dic.17	RI Mar.18*
Sistema Financiero	2018	3,6	3,5	3,8	3,5
	2019	4,0	3,7	3,8	3,7
Analistas Económicos	2018	3,6	3,5	4,0	3,5
	2019	4,0	4,0	4,0	3,8
Empresas No Financieras	2018	3,9	3,7	3,8	3,0
	2019	4,0	4,0	4,0	4,0

* Encuesta realizada al 15 de febrero.
RI: Reporte de Inflación.

23. En el presente Reporte de Inflación se revisa la proyección de crecimiento del PBI, desde 4,2 por ciento en 2018 y 2019, previsto en el Reporte de diciembre, a 4,0 por ciento en ambos años, que es consecuente con un crecimiento más lento de la demanda interna de 4,2 por ciento en ambos años.





Se ha revisado al alza la proyección de los términos de intercambio dada las mejores condiciones que se viene observando en los mercados de *commodities*. El impacto positivo de esta corrección compensaría parcialmente el deterioro de las expectativas de consumidores y empresarios que se vienen registrando desde fines de 2017, causado por una mayor incertidumbre política y que afecta, en particular, al consumo y la inversión privada.

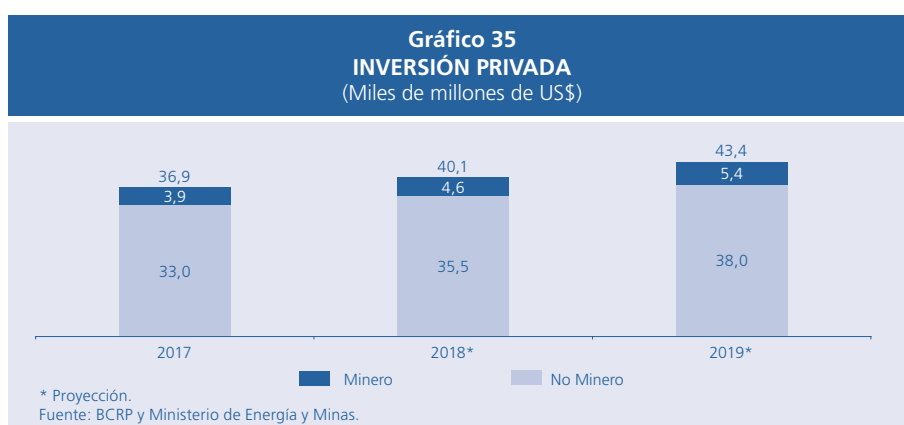
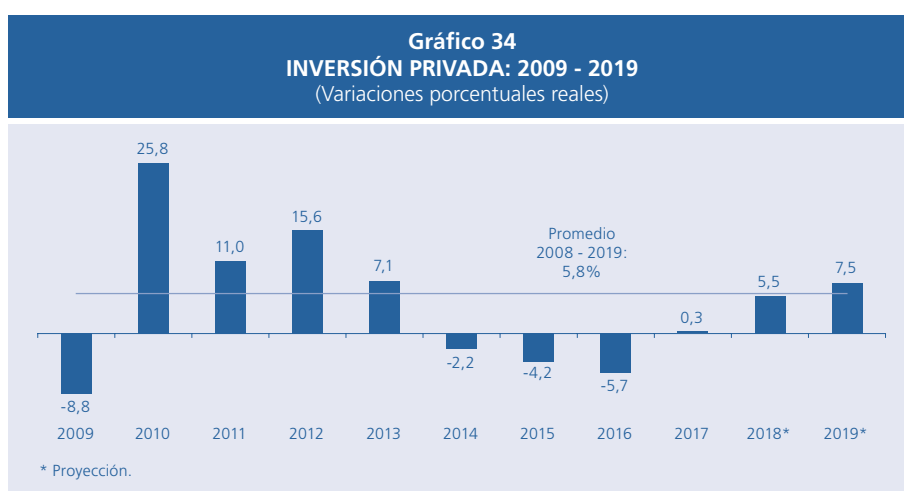
Cuadro 17
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2016	2017	2018*		2019*	
			RI Dic.17	RI Mar.18	RI Dic.17	RI Mar.18
Demanda interna	1,1	1,6	4,4	4,2	4,3	4,2
Consumo privado	3,3	2,5	3,3	3,2	3,8	3,6
Consumo público	-0,5	1,0	3,6	4,0	2,0	2,5
Inversión privada	-5,7	0,3	6,5	5,5	7,5	7,5
Inversión pública	0,2	-2,8	12,5	14,2	4,0	5,0
Variación de existencias (contribución)	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	9,5	7,2	3,5	3,2	3,8	3,6
Importaciones	-2,2	4,0	4,3	4,0	4,3	4,3
Producto Bruto Interno	4,0	2,5	4,2	4,0	4,2	4,0
<u>Nota:</u>						
Gasto público	-0,3	-0,1	6,2	6,8	2,6	3,2
Demanda interna sin inventarios	0,9	1,7	4,4	4,2	4,3	4,2

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

24. En el caso del **consumo privado**, se prevé una lenta recuperación teniendo en cuenta que los indicadores de empleo adecuado y confianza se han deteriorado. Se espera que la expansión del sector construcción y el impacto positivo de los mayores términos de intercambio, tanto en la generación de empleo como en la recuperación del ingreso disponible, estimados para el resto del año revierta gradualmente la tendencia actual. Es por ello que se estima que el crecimiento del consumo privado sea 3,2 y 3,6 por ciento en 2018 y 2019, respectivamente.

25. En lo que respecta a la **inversión privada**, se prevé que aumentará pero a una tasa menor que lo reportado en diciembre. 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 menor asociado al deterioro de las expectativas empresariales. Para 2019, se contempla que los factores que están generando la incertidumbre se dispararían, por lo que se estima una tasa de crecimiento de 7,5 por ciento. Al mejor desempeño de la inversión minera (asociado a la recuperación de los precios de los minerales), se le sumaría 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.



26. En 2017 la **inversión minera** (en US\$) creció 17,8 por ciento respecto a 2016 observándose un mayor gasto en exploración e infraestructura. Para 2018 y 2019 la inversión minera crecería 16,5 y 18,0 por ciento, respectivamente, consecuente con la información de principales anuncios de inversión. Las mejores cotizaciones de los metales permitirán a las empresas mineras mejorar resultados financieros y ampliar sus gastos de capital.





Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2018-2019 alcanzan US\$ 18,3 mil millones como se muestra en el siguiente cuadro:

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

	Total inversión	Número de proyectos
Minería	6 692	28
Infraestructura	4 098	26
Otros Sectores	3 737	63
Hidrocarburos	2 025	16
Energía	969	21
Industria	760	11
TOTAL	18 281	165

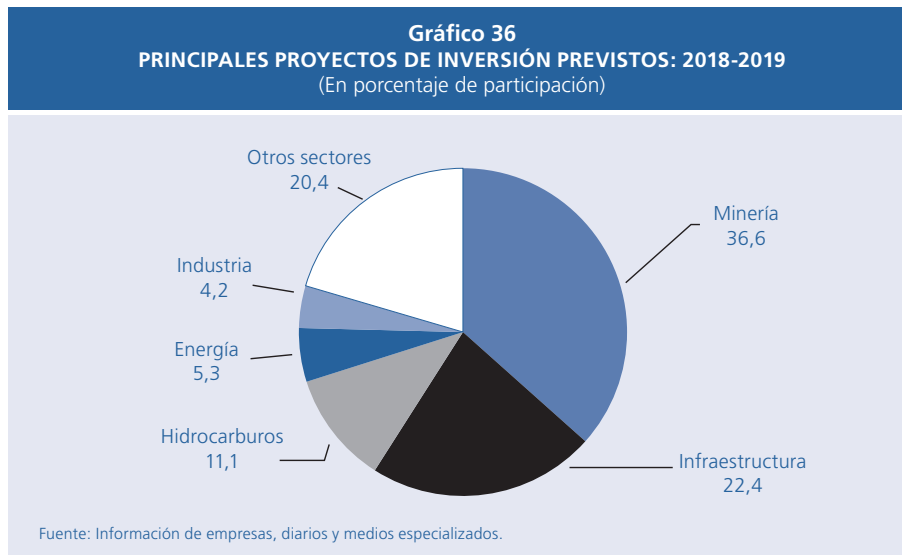
Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

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

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Aluminium Corp. Of China Ltd. (Chinalco)	Mejoras y ampliación en el sistema productivo de Toromocho
	Shougang Corporation	Ampliación de Mina Marcona
	Angloamerican	Quellaveco
	Grupo Breca	Mina Justa y B2
	Southern Perú Copper Corp	Ampliación Toquepala
	Jinzhao Mining	Pampa del Pongo
	Teck Resources	Zafranal
	Compañía de Minas Buenaventura	Trapiche
	Tahoe Resources	La Arena
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
	Corporación Aceros Arequipa	Construcción de nueva planta en Pisco
INFRAESTRUCTURA	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay
	ADP	Mejoras y nuevas pistas de aterrizaje
	Brookfield	Vías nuevas de Lima
OTROS SECTORES	Grupo Telefónica	Infraestructura e implementación del servicio 4G
	Entel	Desarrollo de servicios y redes 4G
	América Móvil	Implementación y expansión de redes 4G
	Grupo Falabella	Expansión y nuevos centros comerciales
	Inversiones Centenario	Inversiones Inmobiliarias y ampliación de centros comerciales
	Grupo Interbank	Expansión y nuevos centros comerciales
	Grupo Breca	Expansión y nuevos hoteles, clínicas y centros comerciales
	Cencosud	Centro Comercial

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

A nivel de sectores, se estima que la inversión en los sectores minería e infraestructura concentrarán casi el 60 por ciento de la inversión anunciada.



En el **sector minero**, la ampliación de la mina Toquepala de Southern, terminaría a mediados de 2018. Al mes de diciembre de 2017 la inversión ejecutada en el proyecto es de US\$ 893 millones de un total de US\$ 1 200 millones estimado por la empresa. Esta ampliación, que incluye la implementación de una nueva concentradora con tecnología avanzada, incrementaría la capacidad de producción anual de cobre en 100 mil toneladas, hasta 235 mil toneladas, y también aumentaría la producción anual de molibdeno en 3,1 mil toneladas. Por su parte, Quellaveco, de Anglo American, continúa realizando trabajos preliminares mientras finaliza el estudio de factibilidad. Se espera que en 2018 se decida la inversión del proyecto. Por su parte, Minsur, anunció inversiones de hasta US\$ 480 millones en 2018 para sus proyectos B2 (anteriormente denominado Bofedal 2) y Mina Justa. En el primer caso permitirá ampliar la capacidad de la mina de estaño San Rafael a partir del procesamiento de relaves. En el segundo caso viene realizando trabajos previos y finalizando la ingeniería de detalle del proyecto.

27. En el **sector infraestructura**, se espera que en 2018 se inicie las obras de ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, con una inversión de US\$ 1 500 millones en un período de cinco años. Por su parte, el proyecto Línea 2 del Metro de Lima, registra un 20,2 por ciento de avance, y se estima que el primer tramo que unirá los distritos de Ate y La Victoria estaría listo en 2019-2020.

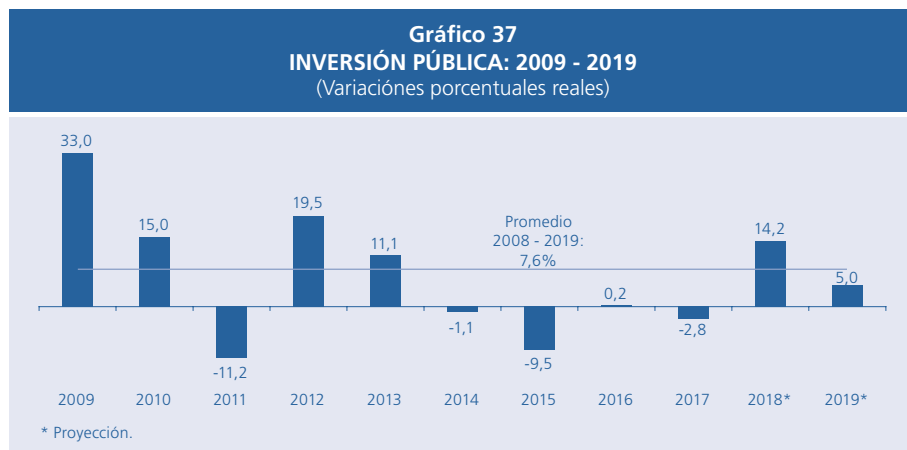
La inversión estimada en proyectos adjudicados en concesión por Proinversión en 2017 fue de US\$ 926 millones. Para 2018 esta entidad espera adjudicar proyectos por US\$ 4 835 millones, monto que incluye los US\$ 2 500 millones de la reciente licitación de Michiquillay obtenida por Southern. En el período 2019 – 2020 las inversiones en proyectos adjudicados sumarían cerca de US\$ 5 300 millones.



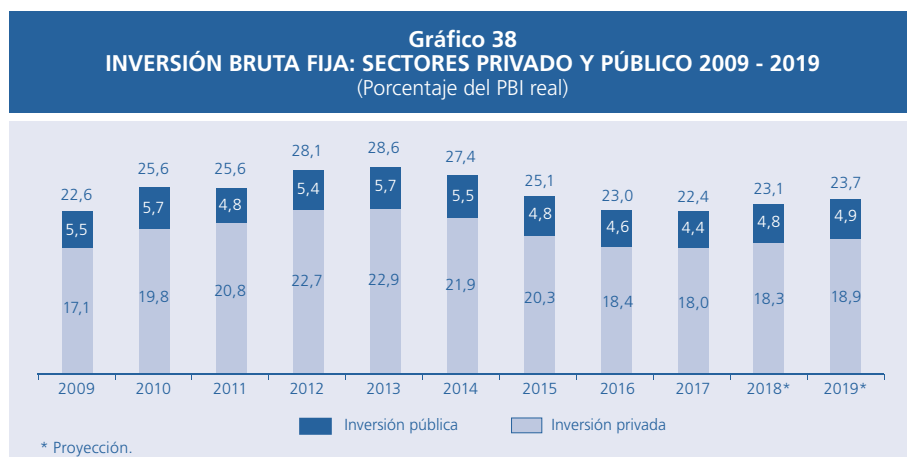


En los proyectos por adjudicar en 2018 destacan las iniciativas privadas autosostenibles Terminal Portuario de Marcona (inversión de US\$ 582 millones), Terminal Portuario de Salaverry (US\$ 216 millones), y los proyectos cofinanciados Hospitales de Alta Complejidad para ESSALUD (US\$ 450 millones en tres hospitales en Piura, Chimbote y Lima), Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales de la Cuenca del Lago Titicaca (US\$ 304 millones), Ferrocarril Huancayo – Huancavelica (US\$ 235 millones), la iniciativa estatal autofinanciada Masificación del Uso de Gas Natural para el Centro y Sur del Perú (US\$ 350 millones), así como redes regionales de banda ancha.

28. Considerando la evolución del **gasto público** durante el segundo semestre de 2017, se revisa al alza la proyección de crecimiento de la inversión pública de 12,5 a 14,2 por ciento en 2018, y de 4,0 a 5,0 por ciento para 2019 consecuente con la política fiscal expansiva orientada a la reconstrucción de infraestructura (luego del impacto negativo del Fenómeno El Niño Costero) y a los Juegos Panamericanos.



Esta evolución de la inversión privada y pública implicará un ratio de inversión bruta fija a PBI de 23,7 por ciento en el año 2019.



PBI sectorial

29. El menor crecimiento del PBI durante 2017 (2,5 por ciento), respecto al año previo, se explicó principalmente por la desaceleración de los sectores primarios, que pasaron de contribuir con 2,1 por ciento del crecimiento en 2016 a contribuir con sólo 0,6 por ciento del crecimiento en 2017. Este resultado se explica por la desaceleración del sector minería, que en el año 2016 registró un crecimiento de 16,3 por ciento por la producción de Las Bambas y Cerro Verde, minas que empezaron en 2015 y alcanzaron su nivel óptimo de producción en 2016. Por el contrario, los sectores no primarios registraron un crecimiento bajo, de 2,4 por ciento, y no pudieron compensar como se esperaba al menor crecimiento primario. No obstante, la composición del crecimiento de los sectores no primarios fue distinta: los sectores comercio y servicios se desaceleraron, en parte afectados por El Niño Costero y por una desaceleración del consumo privado, mientras que el sector construcción se recuperó luego de dos años de contracción, en línea con la recuperación de la inversión privada y el gasto público durante la segunda mitad del año.

Cuadro 20 PBI POR SECTORES ECONÓMICOS (Variaciones porcentuales reales)						
	2016	2017	2018*		2019*	
			RI Dic.17	RI Mar.18	RI Dic.17	RI Mar.18
Agropecuario	2,7	2,6	4,3	4,0	4,4	4,0
Agrícola	1,8	2,6	4,3	4,3	4,4	4,1
Pecuario	3,7	2,7	4,2	3,4	4,4	3,8
Pesca	-10,1	4,7	22,5	23,5	4,1	0,5
Minería e hidrocarburos	16,3	3,2	3,8	2,0	2,5	3,5
Minería metálica	21,2	4,2	4,2	2,4	2,2	3,0
Hidrocarburos	-5,1	-2,4	1,8	-0,8	5,3	7,6
Manufactura	-1,4	-0,3	5,0	4,8	4,2	3,5
Recursos primarios	-0,6	1,9	9,1	9,9	5,6	4,1
Manufactura no primaria	-1,6	-0,9	3,5	3,0	3,7	3,4
Electricidad y agua	7,3	1,1	3,0	2,5	4,0	3,5
Construcción	-3,1	2,2	8,9	8,5	9,5	8,0
Comercio	1,8	1,0	3,5	3,5	3,8	3,8
Servicios	4,0	3,4	3,7	3,7	4,0	4,0
PRODUCTO BRUTO INTERNO	4,0	2,5	4,2	4,0	4,2	4,0
Nota:						
PBI primario	10,0	2,9	4,9	3,8	3,4	3,6
PBI no primario	2,4	2,4	4,1	4,0	4,4	4,2

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

En el horizonte 2018-2019, se proyecta una reversión completa de los impactos negativos asociados al Fenómeno El Niño Costero, así como un mayor estímulo fiscal por reconstrucción y destrabe de los principales proyectos de infraestructura,





que permitirían un mayor dinamismo de la inversión y del consumo privado. No obstante, se prevé que las tasas de crecimiento serán más lentas que en el Reporte previo considerando los anuncios a la baja en las metas de producción en algunas minas, y por una recuperación menor a lo esperada de los sectores construcción y manufactura. Así, el presente escenario revisa la proyección de crecimiento del PBI de 4,2 a 4,0 por ciento en 2018 y 2019.

- a) El sector **agropecuario** creció 2,6 por ciento durante 2017, por la mayor oferta de productos orientada al mercado externo (café y arándanos) e interno (papa y carne de ave), revirtiendo el impacto de las anomalías climáticas ocasionadas por el déficit hídrico de 2016 y por El Niño Costero de 2017 en la costa norte, lo cual afectó los rendimientos y áreas cosechadas de cultivos permanentes como uva, banano orgánico y limón y de cultivos temporales como páprika y arroz.

Para 2018, se revisa la proyección de 4,3 a 4,0 por ciento, lo que se explica por el evento la Niña en el Pacífico Central durante el verano del presente año, el cual aportaría exceso de humedad en la región andina y selvática del país. A ello se sumaría el menor ritmo de crecimiento observado en la industria avícola en el último año. Por el contrario, la producción para el mercado externo se revisa al alza por la mayor inclusión de áreas de arándanos para el mercado externo.

Para 2019, se proyecta un crecimiento de 4,0 por ciento pues se esperan correcciones de la sobreoferta de papa y un menor ritmo de crecimiento de la industria avícola. Al igual que en 2018, se estima un aumento de la producción orientada al mercado externo por la inclusión de nuevas hectáreas de arándanos, uvas de nuevas variedades, cacao y productos capsicum (pimiento, páprika y piquillo entre otros ajíes).

- b) Durante 2017, el sector **pesca** creció 4,7 por ciento después de experimentar una contracción de 10,1 por ciento en 2016. Este resultado refleja los mayores desembarques de anchoveta para consumo industrial respecto al año anterior, ello a pesar de la suspensión de la segunda temporada de pesca en la zona norte-centro durante noviembre y diciembre debido a alta presencia de juveniles.

Para 2018, se estima un crecimiento del sector de 23,5 por ciento debido a mayores desembarques de anchoveta para consumo industrial. Estos mayores desembarques se deben al reinicio de la segunda temporada de pesca en la zona norte-centro durante enero de 2018, suspendida en noviembre de 2017.

Para 2019, espera que el nivel de captura de anchoveta sea similar al de 2018.

- c) En 2017, el subsector **minería metálica** creció 4,2 por ciento por mayor producción de cobre de Las Bambas y de Toromocho, de zinc de Antamina, y de molibdeno de Cerro Verde, Toromocho y Las Bambas.

Para 2018, se revisa a la baja el crecimiento del subsector, de 4,2 a 2,4 por ciento, principalmente por menor producción esperada de cobre en Las Bambas por ingreso a una fase con menores leyes y en Southern por un avance menor al esperado en la ampliación de Toquepala, así como la revisión a la baja de los planes de producción de oro de Lagunas Norte.

Cuadro 21 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)					
	2015	2016	2017	2018*	2019*
Cobre	25,8	40,1	4,5	3,7	3,7
Oro	4,8	4,2	-1,2	-5,5	-0,3
Zinc	8,0	-5,9	10,2	2,3	-0,1

* Proyección.

- d) La producción del subsector **hidrocarburos** cayó 2,4 por ciento en 2017 por la menor extracción de líquidos de gas natural (-4,2 por ciento) y de gas natural (-7,6 por ciento). Esto se explica por menores exportaciones del lote 56 (Pluspetrol) y por menor demanda de gas por parte de las generadoras termoeléctricas, lo que afecta principalmente al lote 88 (Pluspetrol). En contraste, la producción de petróleo se recuperó respecto al año 2016 y creció 7,7 por ciento por el reinicio de la producción en el lote 192 desde febrero de 2017.

En 2018, se estima una caída de 0,8 por ciento, por menor producción de líquidos de gas natural y gas natural ante la rotura del ducto de Transportadora de Gas del Perú durante febrero. Respecto a la producción de petróleo, se espera que el Oleoducto Norperuano se mantenga operativo y la ausencia de disturbios significativos en el lote 192. 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** se contrajo 0,9 por ciento en 2017 por la caída en la producción de insumos, bienes de capital y bienes orientados al mercado externo.

En 2018 se proyecta que el sector se recupere y crezca 3,0 por ciento, y continúe en esta senda el 2019 con un crecimiento de 3,4 por ciento. Esta evolución está asociada a la recuperación estimada de la demanda interna, tanto del consumo cuanto de la inversión, impulsada por el mayor ingreso disponible que se genera por los mejores términos de intercambio.





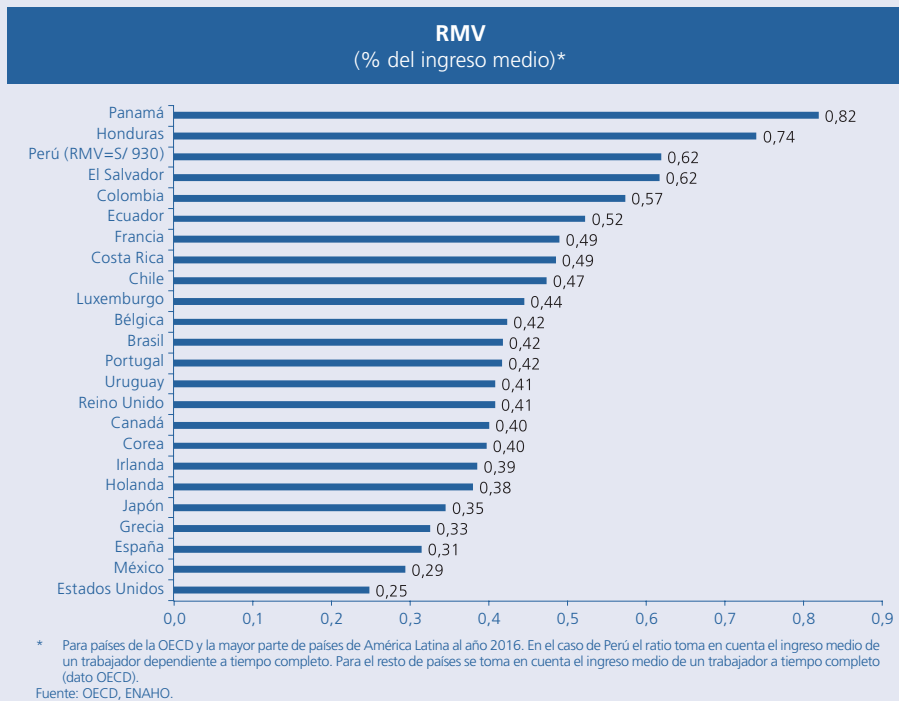
Recuadro 3 REMUNERACIÓN MÍNIMA VITAL (RMV), INFORMALIDAD Y COMPETITIVIDAD

En este recuadro se analizan las consecuencias de las subidas de la RMV en la informalidad en el mercado laboral peruano.

El nivel de la RMV

La RMV debería estar asociada al ingreso que recibe el trabajador de baja productividad. Si la RMV se encontrara cerca del ingreso promedio de todos los trabajadores, se estaría fijando una remuneración compatible con niveles de productividad promedio y no mínimas. Así, una RMV elevada llevaría a que empresas o actividades con niveles bajos de productividad no sean viables y por tanto no puedan contratar de manera formal. Por consiguiente, la RMV creará menores distorsiones mientras más se aleje del ingreso medio.

De acuerdo con la información del año 2016 de la ENAHO y la OECD, la RMV de S/ 930 representa alrededor del 62 por ciento del ingreso medio. Este nivel es considerablemente mayor al observado en Colombia, Chile, México y otros países de la OECD.

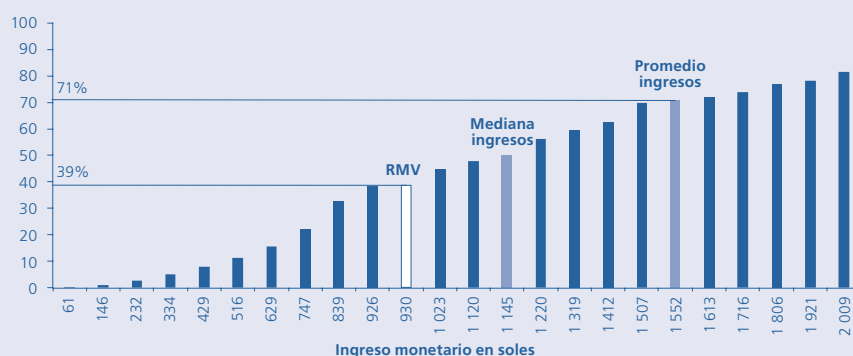


Teniendo en cuenta los sectores modernos de más baja productividad, comercio y servicios (sin telecomunicaciones ni servicios financieros), es útil conocer la ubicación de la RMV en la distribución de los ingresos. El siguiente gráfico muestra la distribución acumulada del ingreso

mensual en los sectores comercio y servicios (sin telecomunicaciones ni servicios financieros), que son los que mayor participación tienen en la PEA ocupada urbana.

Así, cerca del 71 por ciento de dependientes en los sectores comercio y servicios (sin telecomunicaciones ni servicios financieros) percibe un ingreso mensual por debajo del ingreso medio, mientras que el 39 por ciento de dependientes recibe un ingreso mensual menor a la RMV de S/ 930. Este nivel de la nueva RMV equivale al 80 por ciento de la mediana de ingresos de la población.

DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS: TRABAJADOR DEPENDIENTE COMERCIO Y SERVICIOS (2016) ^{1/}



^{1/} Incluye aquellos individuos a nivel nacional que trabajan 24 horas o más por semana en sector comercio y servicios. No incluye telecomunicaciones ni servicios financieros. Fuente: INEI (2016).

Efectos en la informalidad

El principal resultado reportado es que la elasticidad de la informalidad ante cambios en la RMV es 0,19. Es decir, un incremento de 10 por ciento de la RMV podría aumentar la informalidad en 1,9 por ciento. Este efecto es además heterogéneo según rangos de ingreso y toma un valor mayor entre los trabajadores que tienen ingresos menores a 1,2 veces una RMV, es decir el efecto indicado es mayor entre los trabajadores que están expuestos a los cambios de la RMV. El argumento que sugiere Del Valle (2009) es que un alza en la RMV reduciría los incentivos de los empleadores a formalizar a sus trabajadores, dado que ello implicaría pagarles un mayor salario, o de los trabajadores independientes a formalizarse, dado que ello ocasionaría costos laborales adicionales que reducirían sus ingresos netos. Este incremento de los costos laborales puede afectar a la competitividad de la economía por el canal de los costos. Con información de la Encuesta Permanente de Empleo del año 2017, el incremento de la RMV a S/ 930 incrementaría en 28 mil los empleos informales en Lima Metropolitana.

Céspedes y Sánchez (2014) muestran que las pérdidas de empleo en escenarios de cambios de la RMV son mayores entre los trabajadores que se desempeñan en empresas pequeñas (con información de la Encuesta Permanente de Empleo entre 2003 y 2012), con respecto a las empresas grandes (donde el efecto es negativo aunque estadísticamente poco significativo). Con





información de la Encuesta Permanente de Empleo del año 2017, el incremento de la RMV a S/ 930 disminuiría en 118 mil trabajadores el tamaño de la PEA ocupada en Lima Metropolitana.

EFFECTOS DE UN INCREMENTO DE LA RMV EN EL EMPLEO (PEA OCUPADA) Y LA INFORMALIDAD ^{1/}

	Elasticidad (1)	Variación de la RMV (2)	Impacto (3)=(1)*(2)	Efectos en mercado laboral (Miles)
Empleo	-0,256	0,09	-0,0241	-118
Informalidad	0,190	0,09	0,0179	28

1/ En Lima Metropolitana al cuarto trimestre de 2017.
Fuente: EPE – INEI.

Referencias:

Céspedes, N. y Sánchez, A. (2014). Minimum wage and job mobility in Peru, Journal of CENTRUM Cathedra: The Business and Economics Research Journal, 7(1), 23-50.

Del Valle, Marielle (2009). Impacto del ajuste de la Remuneración Mínima Vital sobre el empleo y la informalidad, Revista Estudios Económicos, BCRP, 16, 83-102.

IV. Finanzas públicas

30. En 2017, el déficit del sector público no financiero aumentó a 3,1 por ciento del PBI, luego de que este alcanzara un nivel de 2,6 por ciento del producto en 2016. Este resultado se debió, fundamentalmente, a una reducción de 0,5 puntos del PBI en los ingresos corrientes, que fueron afectados por la desaceleración de la actividad económica, cambios en el régimen tributario (aplicación del nuevo Régimen MYPE tributario y vigencia del IGV Justo) y por el incremento a niveles históricos de las devoluciones tributarias. Contribuyó también, aunque en menor medida, el aumento del gasto no financiero del gobierno general, debido a mayores gastos corrientes en remuneraciones. Asimismo, cabe destacar la reversión del declive de la formación bruta de capital a partir del tercer trimestre de 2017.
31. En 2018, se mantiene la proyección de una expansión del déficit fiscal a 3,5 por ciento del PBI, debido a mayores gastos con énfasis en la inversión pública. Posteriormente, los gastos se moderarían en 2019 para alcanzar un déficit de 2,9 por ciento del producto y así, junto con una mayor recaudación, converger hacia un déficit de 1,0 por ciento en 2021. Este escenario es compatible con el nivel contemplado en el Marco Macroeconómico Multianual 2018-2021 y con las metas de déficit aprobadas en la Ley N° 30637.

Cuadro 22
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

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

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

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

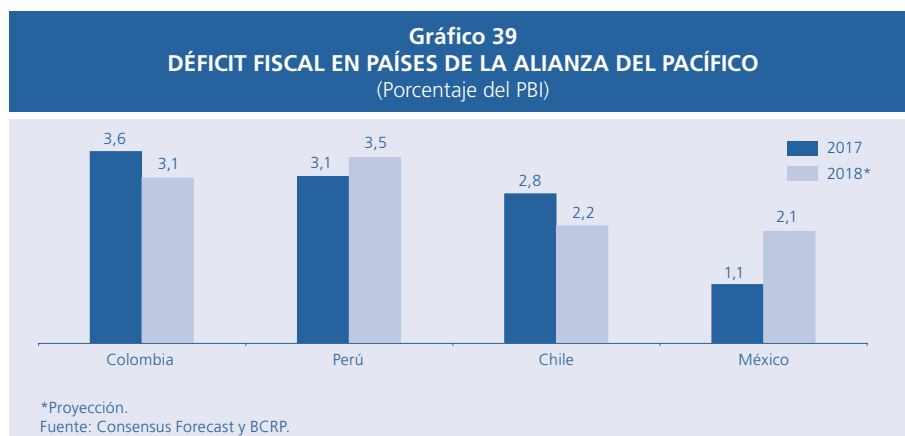
* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.





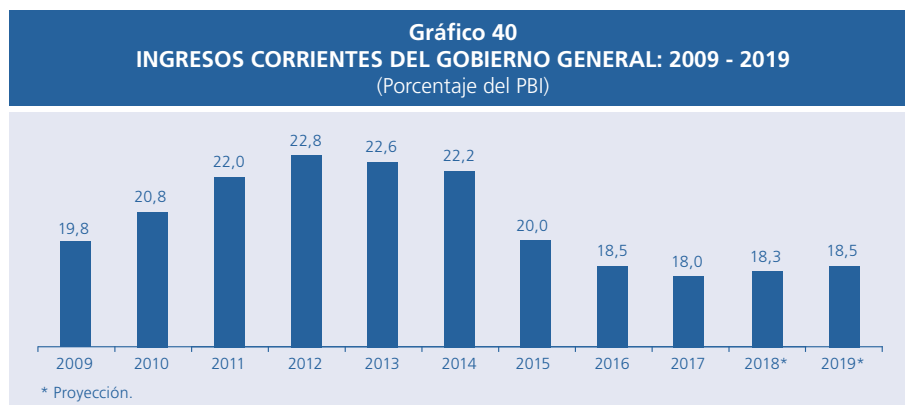
32. En 2017, los cuatro países miembros de la Alianza del Pacífico registraron déficits fiscales. Perú alcanzó el segundo déficit más alto del grupo, solo por debajo de Colombia. Para 2018, se espera una reducción de los niveles de déficit de Colombia y Chile, en línea con sus planes de consolidación fiscal. Por su parte, México se mantendría como el país de menor déficit fiscal, a pesar del incremento esperado en 2018, luego de dos años de consolidación. En tanto que Perú será el país con mayor déficit fiscal consecuente con el estímulo fiscal programado para 2018.



En este entorno, es imprescindible tomar las medidas necesarias para lograr una reducción gradual del déficit fiscal y evitar incrementos de los gastos permanentes que desembocarían en cuentas fiscales insostenibles. En caso contrario, se pondría en riesgo uno de los pilares de la estabilidad macroeconómica del país.

Ingresos fiscales

33. Los ingresos corrientes del gobierno general fueron equivalentes a 18,0 por ciento del PBI en 2017, 0,5 puntos porcentuales del producto menos que en 2016. Este deterioro es consecuencia básicamente de la disminución de los ingresos tributarios, principalmente renta e IGV, durante los tres primeros trimestres del año.



La recaudación por **impuesto a renta** cayó 0,4 puntos del PBI, con lo que pasó a representar el 5,2 por ciento del PBI en 2017. Esta reducción correspondió, esencialmente, a la disminución de los ingresos de renta de tercera categoría debido a la desaceleración de la demanda interna y a la aplicación del Régimen MYPE Tributario, que implica un menor pago a cuenta de las empresas bajo dicho régimen. La caída de ingresos por impuesto a la renta fue atenuada parcialmente en el cuarto trimestre del año por el incremento de la regularización de impuestos por el pago de S/ 1 005 millones por repatriación de capitales, que resultó bastante menor a la esperada.

Por su parte, la recaudación por **IGV** disminuyó 0,2 puntos del PBI en 2017. Este deterioro obedece al menor crecimiento de la demanda interna en los dos primeros trimestres del año y a la aplicación del IGV Justo, que permitió la prórroga del pago de este impuesto a las micro y pequeñas empresas. Sin embargo, cabe destacar que la recaudación por IGV empezó a recuperarse, en términos reales, desde el tercer trimestre del año.

Adicionalmente, los ingresos tributarios fueron afectados por las devoluciones tributarias, que alcanzaron niveles máximos históricos debido a la atención de requerimientos de saldos a favor de los exportadores. Si bien las devoluciones se mantuvieron en 2,5 por ciento del PBI, estas pasaron a representar el 18,8 por ciento de la recaudación por concepto de IGV e impuesto a la renta, frente al 18,2 por ciento registrado en 2016.

Se estima que los ingresos corrientes aumentarán consistentemente en los siguientes 2 años hasta 18,5 por ciento del PBI en 2019. Este escenario de recuperación de ingresos toma en cuenta los siguientes factores: i) la aceleración de la demanda interna; ii) la mayor recaudación del sector minería gracias a mejores cotizaciones internacionales de los minerales; iii) el retorno de las devoluciones tributarias a sus niveles históricos; y, iv) el incremento en la tasa de las detracciones, o pago adelantado, de IGV de 10 por ciento a 12 por ciento, que se aplicaría desde 2018 a distintos servicios empresariales con el fin de reducir el incumplimiento del pago del IGV.

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

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

^{1/} Incluye los ingresos por repatriación de capitales.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.





Gasto público

34. En 2017, los **gastos no financieros** del gobierno general representaron el 20,0 por ciento del PBI, porcentaje superior en 0,1 puntos porcentuales del producto con respecto a 2016. Este incremento se debió a mayores gastos corrientes, especialmente en remuneraciones y bienes y servicios durante el cuarto trimestre del año. Asimismo, cabe destacar que la formación bruta de capital se recuperó a partir del segundo semestre de 2017 –luego de cuatro trimestres continuos de caída–, gracias a la mayor ejecución de gastos en obras de mejora y ampliación de sistemas de agua potable y alcantarillado, así como por la ejecución de las primeras obras para los Juegos Panamericanos.

En 2018, se proyecta que los gastos representen 20,3 por ciento del PBI, 0,3 puntos porcentuales del producto por encima de lo registrado en 2017. Esta proyección se debe básicamente al incremento de la formación bruta de capital, que llegaría a 4,3 por ciento del producto, para ejecutar las obras del Plan Integral de Reconstrucción con Cambios y de los Juegos Panamericanos. Asimismo, se tiene programado impulsar la inversión en obras de agua y saneamiento, así como en grandes proyectos como la Línea 2 del Metro de Lima, la carretera Puerto Bermúdez-San Alejandro y la segunda etapa del proyecto Majes Siguanas II.

Posteriormente, el gasto descendería a 20,0 por ciento del producto en 2019, como resultado de un ajuste de los gastos corrientes. Ello es coherente con la reducción gradual del déficit fiscal.

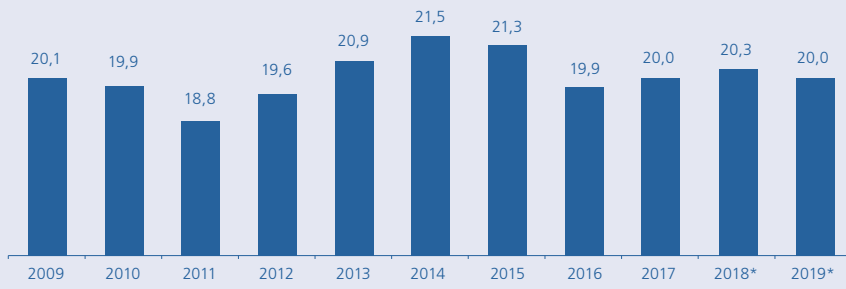
Cuadro 24
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

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

* Proyección.

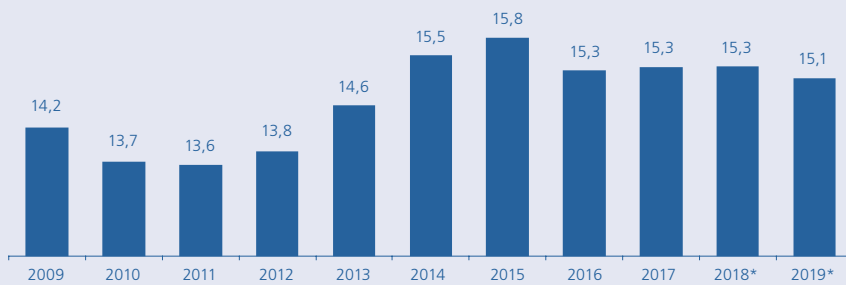
RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 41
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2009 - 2019
 (Porcentaje del PBI)



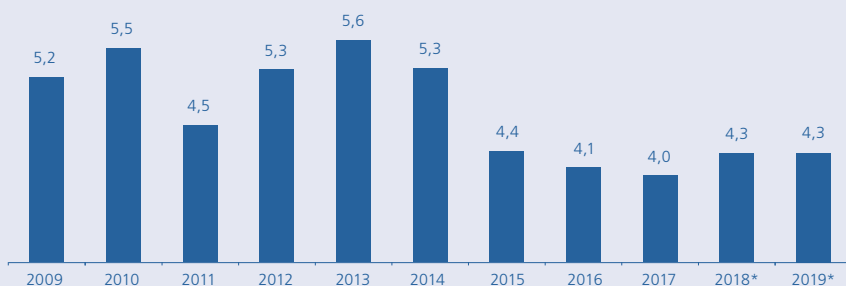
* Proyección.

Gráfico 42
GASTOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2009 - 2019
 (Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Gráfico 43
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO GENERAL: 2009 - 2019
 (Porcentaje del PBI)



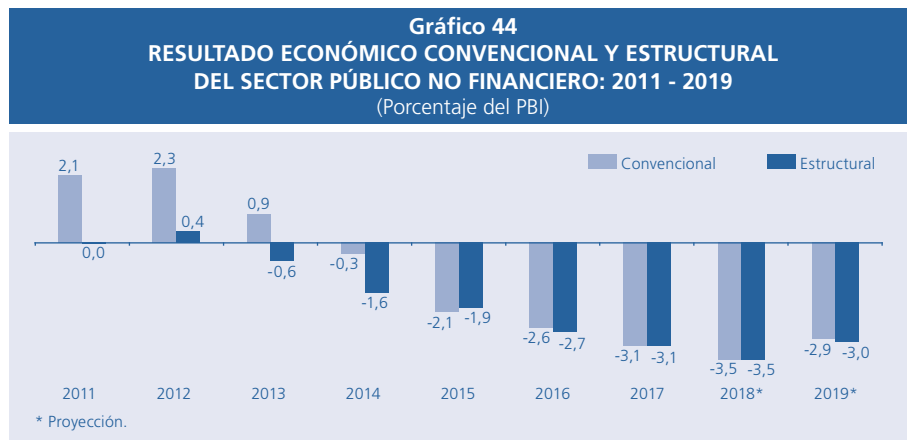
* Proyección.



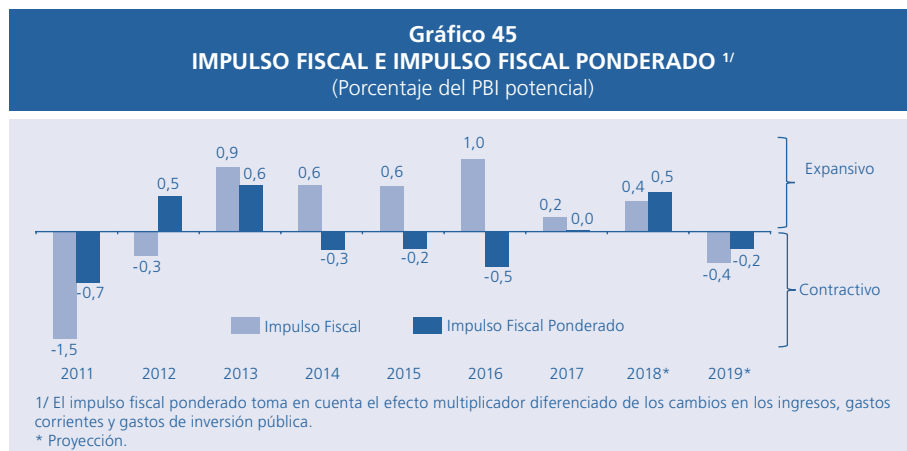


Resultado estructural e impulso fiscal

35. El resultado económico estructural es un indicador que se diferencia del resultado económico convencional porque deduce de este último los efectos transitorios tales como los vinculados al ciclo económico y los efectos de los precios de *commodities* relevantes para nuestra economía. En 2017, el resultado económico estructural fue deficitario en 3,1 por ciento del PBI, en tanto que para 2018 se proyecta un déficit estructural ascendente de 3,5 por ciento, que luego descendería a 3,0 por ciento del PBI en 2019.



36. El impulso fiscal mide el impacto de la política fiscal sobre el nivel de actividad económica, aislando los factores asociados al ciclo económico. Para determinar la postura fiscal de manera más acertada, se pondera de acuerdo con el efecto multiplicador diferenciado de los cambios en los ingresos y gastos del fisco. Tomando ello en cuenta, el impulso fiscal ponderado de 2017 fue nulo. Por ese mismo motivo, el crecimiento proyectado de la inversión pública de 14,2 por ciento en términos reales para 2018 implica un impulso fiscal ponderado de 0,5 puntos porcentuales del PBI potencial. En 2019, el impulso fiscal ponderado sería contractivo, acorde con una reducción del gasto.



Cuadro 25
IMPULSO FISCAL PONDERADO
(Porcentaje del PBI potencial)

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

* Proyección.

1/ Incluye Empresas Públicas.

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

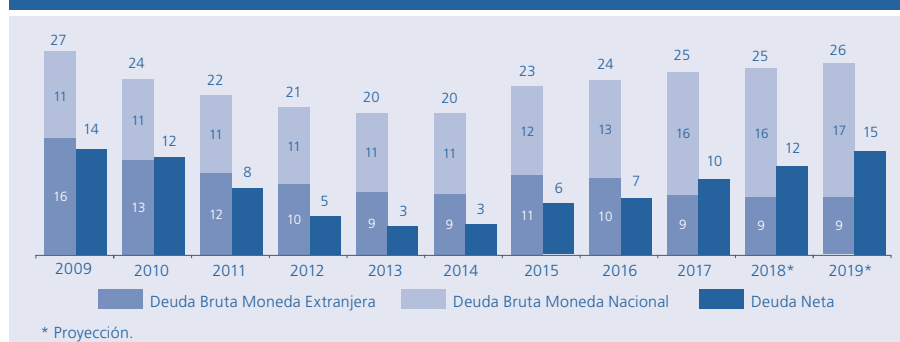
Deuda pública

37. El financiamiento requerido para cubrir el déficit fiscal y la amortización de la deuda pública pasa de S/ 30 mil millones en 2018 a S/ 28 mil millones en 2019. En términos de PBI, este requerimiento pasa de 4,0 a 3,5 por ciento del PBI en 2018 y 2019, respectivamente.

El saldo de deuda bruta del sector público no financiero se ubicaría en 26 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección. Vale apuntar que la participación de la moneda local en el portafolio alcanzaría el 66 por ciento en 2019, 26 puntos porcentuales del producto por encima de la proporción registrada al cierre de 2009.

Por su parte, la deuda neta aumentaría a 15 por ciento del producto hacia 2019. En esta evolución, cabe resaltar la reducción en los activos del sector público, que se destinarán principalmente a financiar las obras de reconstrucción de la infraestructura dañada por el Fenómeno El Niño Costero y otros gastos generales.

Gráfico 46
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2009 - 2019
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.



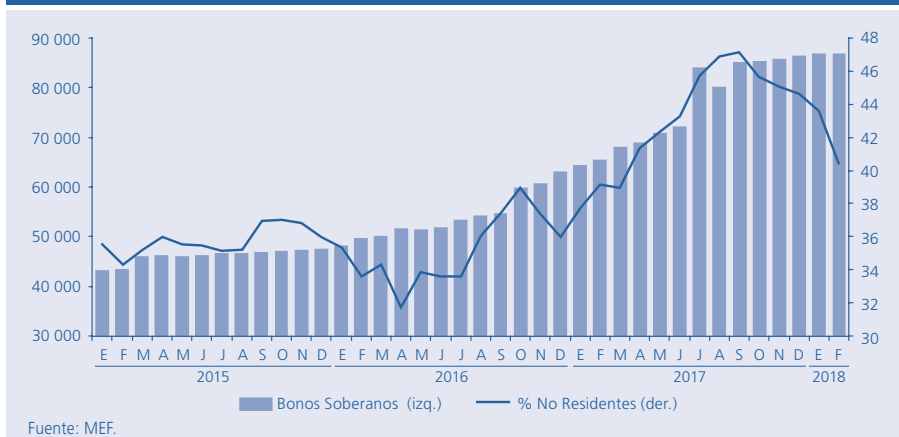


Cuadro 26
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

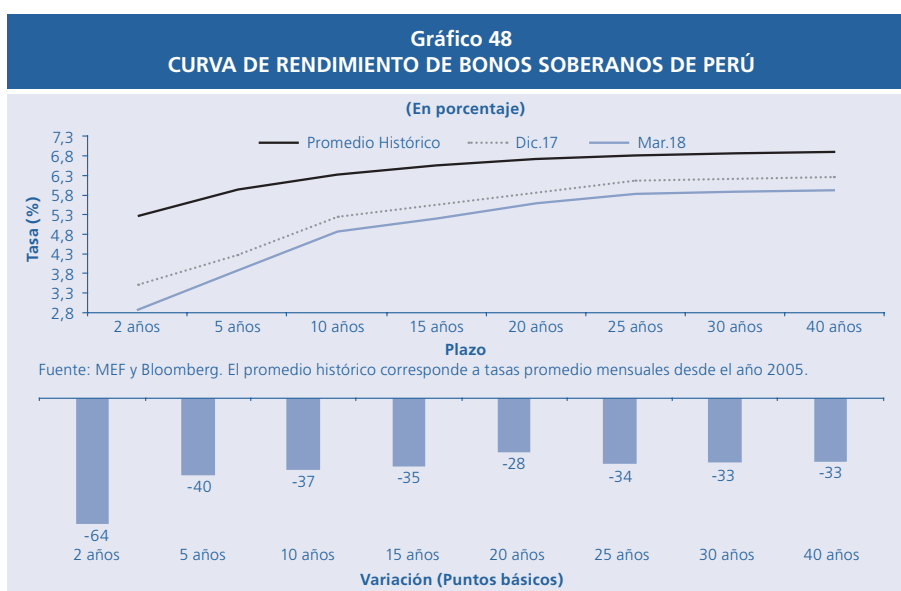
	2016	2017	2018*		2019*	
			RI Dic.17	RI Mar.18	RI Dic.17	RI Mar.18
I. USOS	31 749	39 685	30 042	29 912	27 130	27 911
1. Amortización	14 829	17 719	3 673	3 662	4 349	5 007
a. Externa	5 634	13 589	1 427	1 510	2 686	3 731
b. Interna	9 195	4 130	2 246	2 153	1 663	1 276
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	629	818	858	825	658	658
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	16 920	21 967	26 369	26 250	22 781	22 903
II. FUENTES	31 749	39 685	30 042	29 912	27 130	27 911
1. Desembolsos y otros	30 045	33 041	25 731	19 074	24 017	22 835
2. Variación de Depósitos y Otros ^{1/}	1 704	6 644	4 311	10 838	3 113	5 076
Nota:						
Porcentaje del PBI						
Saldo de deuda pública bruta	23,6	24,7	26,2	25,3	27,4	26,3
Saldo de deuda pública neta ^{2/}	6,7	9,4	12,6	12,3	15,0	14,8
1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.						
2/ Definida como deuda pública bruta menos depósitos del Sector Público no Financiero.						
* Proyección.						
RI: Reporte de Inflación.						

38. El saldo de bonos soberanos de Perú aumentó de S/ 86 414 millones en diciembre de 2017 a S/ 86 910 millones en febrero de 2018 (S/ 496 millones). El 12 de febrero vencieron S/ 759 millones del bono VAC 2018 emitido en 2013. En el mismo período, la participación de inversionistas no residentes disminuyó en S/ 3 403 millones, en un contexto de mayor preferencia por activos en las economías desarrolladas en los mercados financieros internacionales. El comportamiento de los inversionistas no residentes en el mercado de deuda no ha sido un evento exclusivo del Perú, las redenciones de valores de renta fija en mercados emergentes ha disminuido por la mayor aversión en los mercados globales.

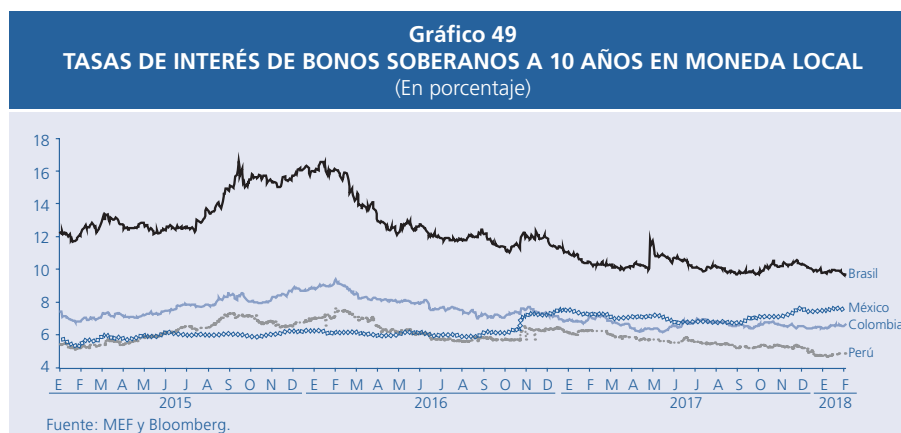
Gráfico 47
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES
(Montos en millones de soles y participación en porcentaje)



Cabe destacar que la curva de rendimiento soberana no ha sido afectada por la reducción en la participación de los inversionistas no residentes pues hubo demanda de inversionistas locales. Por el contrario, los bonos han presentado valorizaciones importantes a pesar de la turbulencia financiera de febrero en las bolsas de valores. En el tramo corto de la curva de rendimiento las tasas de interés disminuyeron en promedio 52 puntos básicos, mientras que en los tramos medio y largo las tasas de interés descendieron en promedio 34 puntos básicos.



En el mercado de deuda gubernamental de América Latina en moneda local, Chile y Perú continúan presentando menores tasas de interés al plazo de 10 años que los otros países. En promedio, las tasas de interés de Chile, Brasil, Colombia y Perú han presentado una reducción de 19 puntos básicos entre diciembre de 2017 y febrero de 2018. Cabe destacar que, desde el 2 de febrero las tasas de interés se han incrementado entre 3 y 22 puntos básicos, producto del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos.

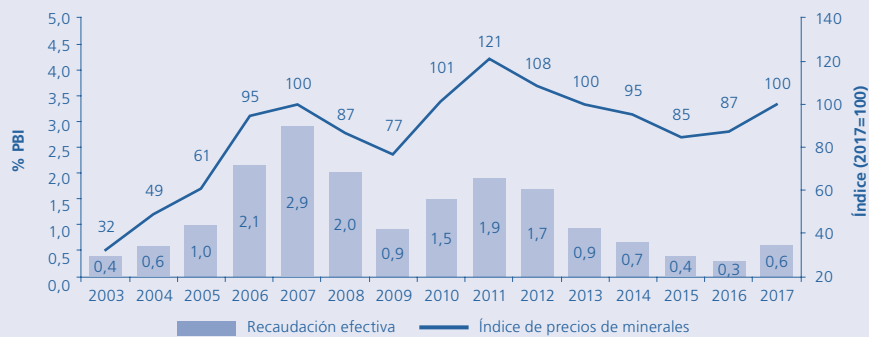


Recuadro 4 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y RECAUDACIÓN

Una característica de las economías emergentes productoras de materias primas es la relación positiva entre los términos de intercambio y la recaudación fiscal.

El siguiente gráfico muestra que la recaudación por el Impuesto a la Renta de tercera categoría de las empresas mineras (IR), las Regalías Mineras, el Impuesto Especial a la Minería (IEM) y el Gravamen Especial a la Minería (GEM), se ha reducido desde 2,9 por ciento del PBI en 2007¹⁴ a 0,6 por ciento del PBI en 2017 a pesar que los precios nominales de exportación minera son similares en ambos años (y en promedio se han mantenido solo 4 por ciento por debajo del nivel de 2007 en el período 2008-2017).

RECAUDACIÓN MINERA VERSUS PRECIOS DE MINERALES

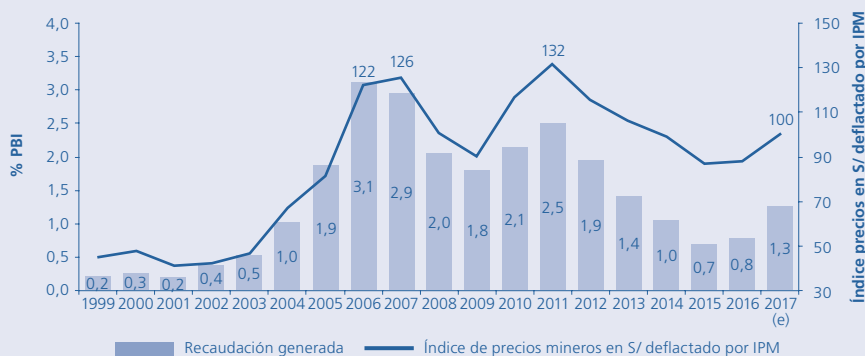


La recaudación registrada en las estadísticas fiscales muestra solo los pagos en efectivo de las obligaciones tributarias (y no el uso de créditos a favor del contribuyente), por lo que conviene presentar la recaudación medida como obligación tributaria (“generado”). Asimismo, los índices de precios nominales de exportación no contemplan el aumento en los costos domésticos de producción. No existiendo un indicador de costos del sector, una forma de introducir este efecto en el análisis es ajustar el precio de exportación minera por la evolución del IPM, indicador grueso del costo de bienes y servicios a las empresas.

Una vez efectuados estos ajustes, el siguiente gráfico muestra la relación entre las obligaciones tributarias (monto pagado más los montos acreditados) del sector minero y los precios internacionales reales. Desde el 2006 la recaudación se ha reducido en 1,8 por ciento del PBI (de 3,1 por ciento del PBI el 2006 a un estimado de 1,3 por ciento del PBI en 2017), mientras que en el mismo período el valor real de los precios de exportación minera se ha reducido en 18 por ciento.

14 En 2007 la recaudación solo incluye impuesto a la renta y regalías mineras, pues los otros conceptos se introdujeron a partir del año 2011.

RECAUDACIÓN MINERA VERSUS PRECIOS DE MINERALES



Este fenómeno temporal se explicaría por el tratamiento tributario del IR que reciben las inversiones mineras, que tienen acceso a un régimen de depreciación acelerada. Esto les permite una mayor deducción por depreciación (20 por ciento frente a 10 por ciento del Régimen General) en ciertos activos. Por ejemplo, las empresas mineras pueden deducir el monto pagado por sus activos fijos en 5 años, con lo cual reducirían temporalmente su obligación por IR, siendo inclusive posible que generen pérdidas tributarias si el monto de su inversión es significativo. No obstante, este efecto es temporal pues una vez agotada la depreciación su obligación tributaria se incrementaría significativamente pues se reducirían sus gastos deducibles.

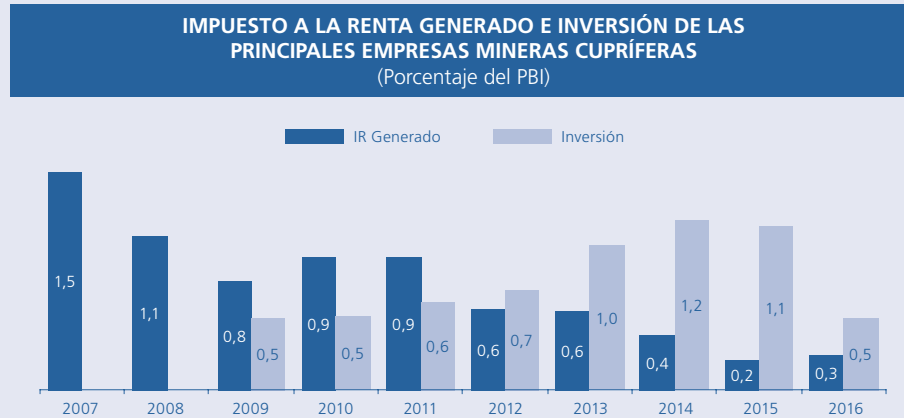
Los datos del Ministerio de Energía y Minas muestran que la inversión en el sector minero ha experimentado dos ciclos de auge en las últimas décadas: entre 1996 y 2001, y desde 2009 al 2015, siendo este último el más significativo, puesto que el tamaño de la inversión llegó a superar el 4 por ciento del PBI en varios años. Este último ciclo es el que tendría un impacto temporal adverso sobre la recaudación de los últimos años.

INVERSIÓN EN EL SECTOR MINERO (Porcentaje del PBI)





Así, la información disponible de las principales empresas mineras cupríferas (Southern Peru Cooper Co., Antamina y Cerro Verde)¹⁵, muestra que una mayor inversión está asociada a un menor IR generado.



A nivel de empresas individuales se observa que en el caso de operaciones como Chinalco (Proyecto Toromocho) que ejecutaron inversiones por US\$ 4 112 millones entre 2011 y 2016, y que inició operaciones a mediados de 2015, no ha reportado IR por los ejercicios 2015 y 2016. Otro ejemplo es el de Las Bambas, que ha realizado una inversión total de US\$ 6 939 millones entre 2011 y 2016 e inició operaciones a inicio de 2016, y que no reportó IR por dicho ejercicio.

La regulación del IR permite el arrastre de pérdidas, por lo que la postergación en el pago de impuestos que origina la inversión minera podría alargarse hasta que se agoten los saldos a favor de los contribuyentes.

Por ello, de mantenerse las cotizaciones internacionales actuales, los mayores niveles de producción obtenidos por las inversiones realizadas se traducirán en mejoras futuras en la recaudación fiscal, mayores a las registradas actualmente. Dicho efecto será potenciado además por la recaudación derivada de los proyectos mineros que han iniciado operaciones en los últimos años.

Con el fin de estimar el orden de magnitud del impacto de los precios de exportación en los ingresos fiscales se utilizó una modificación del enfoque de Vectores Autoregresivos (VAR) propuesto por Medina (2010)¹⁶ quien documenta que, para ocho países de América Latina, los ingresos fiscales y también el gasto público primario, reaccionan positivamente ante incrementos en los precios de exportación. Este modelo contiene las tasas de crecimiento de los precios

15 La información de inversión por empresa se cuenta con información detallada desde el 2009 (Fuente: Anuarios Mineros – MINEM). En cuanto al Impuesto a la Renta, se ha obtenido información detallada de estas empresas desde 2007 (Fuente: Estudios de Conciliación Nacional – EITI Perú).

16 Medina. L. (2010) "The Dynamic Effects of Commodity Prices on Fiscal Performance in Latin America" IMF Working Paper WP/10/192.

de exportación, ingresos corrientes y gastos no financieros del gobierno y del PBI. Se agregó información sobre la inversión del sector minero para capturar el impacto adverso sobre los ingresos fiscales.

Si se aplica esta metodología a datos trimestrales del Perú,¹⁷ se encuentra que un choque de una sola vez, equivalente a un desvío estándar en la tasa de crecimiento real de los precios de exportación (alrededor de 11 por ciento), eleva temporalmente la tasa de crecimiento real de los ingresos fiscales, lo cual tiene un impacto sobre el nivel de los recursos del gobierno general de alrededor de 4,6 por ciento y de 5,6 por ciento al segundo y tercer año luego del choque. Esto significa un aumento en los recursos públicos por un estimado anualizado de hasta 1 por ciento del PBI en este horizonte.

Una mejora de ingresos de esta magnitud indica que, de mantenerse en el futuro los precios de exportación, un porcentaje del ajuste fiscal necesario para retornar al déficit meta de 1 por ciento del PBI al 2021 será provisto por aumentos de la recaudación.

17 La muestra corre desde el segundo trimestre de 1997 hasta el cuarto trimestre de 2017.





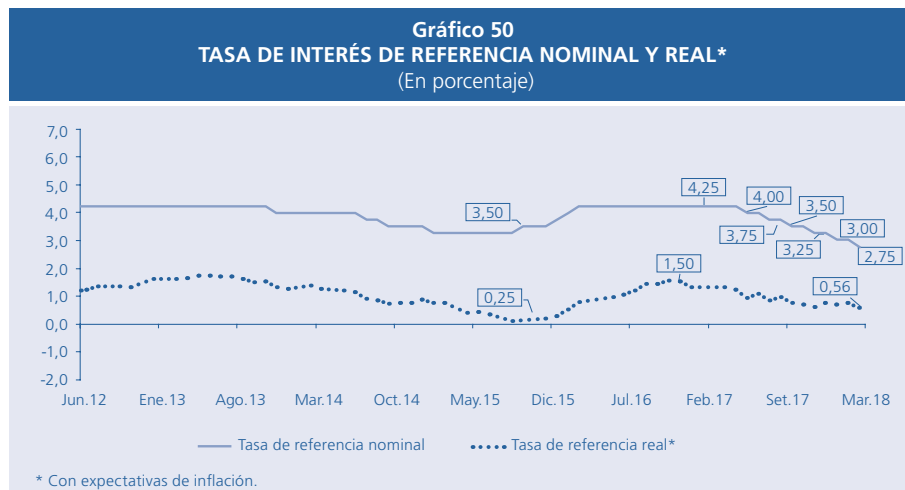
V. Política monetaria y mercados financieros

Acciones de política monetaria

39. Las acciones de política monetaria del BCRP entre diciembre de 2017 y marzo de 2018, continuaron orientadas a mantener una posición expansiva en un contexto de ciclo económico débil y de reversión de choques de oferta, que vienen generando presiones a la baja en la inflación.

En esta coyuntura, el Directorio del BCRP redujo la tasa de interés de referencia en dos oportunidades, a 3,0 por ciento en enero, y a 2,75 por ciento en marzo, su nivel actual, y mantuvo una comunicación neutral sobre futuros cambios en la posición de política monetaria, destacando que el Directorio se encuentra "atento a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria".

Como resultado de estas acciones de política monetaria, la tasa de interés real se ubicó en 0,6 por ciento. Teniendo en cuenta que la tasa de interés real neutral estimada es de 1,75 por ciento, las decisiones de política monetaria adoptadas reflejan una clara posición expansiva que es consistente con una proyección de inflación total y subyacente que gradualmente converge a 2 por ciento en el horizonte de proyección y con un nivel de actividad económica por debajo de su potencial, que no genera presiones inflacionarias, y que también gradualmente irá alcanzando su nivel potencial.



40. Las decisiones de política monetaria respecto a la reducción de la tasa de interés tomaron en cuenta los siguientes factores:

- i. Entre noviembre de 2017 y febrero de 2018, la inflación interanual continuó disminuyendo desde 1,54 a 1,18 por ciento, y se ubicó en el tramo inferior del rango meta por cuatro meses consecutivos. Este resultado se explicó principalmente por la reversión de choques de oferta, que generaron una disminución de precios de algunos alimentos perecibles, y por un nivel de actividad económica menor a su potencial.

Con esto, la variación interanual del precio promedio de alimentos y energía se redujo de 0,76 por ciento en noviembre a 0,28 por ciento en febrero. Asimismo, la inflación sin alimentos y energía continuó con su tendencia decreciente pasando de 2,23 por ciento en noviembre a 1,97 por ciento en febrero lo que refleja menores presiones de demanda.

Se proyecta que en marzo la tasa de inflación interanual se ubicará por debajo de 1,0 por ciento como consecuencia de un efecto base de marzo de 2017 por los efectos de El Niño Costero que produjeron una inflación mensual de 1,3 por ciento, y convergerá gradualmente a 2,0 por ciento.

- ii. Las expectativas de inflación a 12 meses continuaron bajando, desde 2,48 por ciento al cierre de noviembre de 2017 hasta 2,19 por ciento en febrero de 2018. Con ello, parte de la reducción de la tasa de interés de referencia de 50 puntos básicos fue para mantener la posición expansiva de la política monetaria, la cual se mide por la tasa de interés real ex-ante.
- iii. El crecimiento de la actividad económica se mantiene por debajo de su potencial en un contexto de baja inflación. Ello se puede apreciar en la evolución de la brecha producto que todavía sigue en niveles negativos, lo que indicaría que no existen presiones inflacionarias de demanda.
- iv. La economía mundial sigue mostrando indicadores favorables, aunque con una mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Los indicadores de actividad muestran una evolución positiva en las economías desarrolladas, particularmente Estados Unidos, así como un crecimiento importante en economías emergentes como China e India, y mejores perspectivas en economías de la región.

Sin embargo, los recientes acontecimientos en los mercados bursátiles muestran que existe el riesgo de futuras correcciones similares en mercados que han sido favorecidos con una rápida valorización de sus activos, que pueden tener





un efecto de pérdida de riqueza en el país de origen y puede transmitirse a otros mercados como el de *commodities*, afectando a las economías emergentes.

41. Futuros ajustes de la tasa de interés de referencia dependerán de la nueva información disponible sobre la inflación y sus determinantes, así como del impacto que ésta tenga en el horizonte de proyección de la inflación.

Tasas de interés

42. Las tasas de interés en moneda nacional disminuyeron en los mercados monetarios y crediticios, en línea con la reducción de la tasa de referencia. La flexibilidad de las condiciones monetarias ha permitido que la tasa preferencial corporativa activa a 3 meses descienda 27 puntos básicos entre diciembre de 2017 y febrero de 2018. En el caso de las tasas del mercado crediticio, éstas descendieron en promedio 51 puntos básicos en cinco de los seis segmentos en enero, entre los cuales destaca el sector consumo, cuya tasa descendió 297 puntos básicos.

De forma similar, las tasas de interés pasivas de las empresas bancarias descendieron 29 puntos básicos para los plazos entre 30 y 360 días. En el caso de las tasas de interés pasivas preferenciales corporativas a 1, 2 y 3 meses, las reducciones fueron de 20, 23 y 29 puntos básicos; respectivamente.

Como se observa en el siguiente cuadro, casi la totalidad de las tasas de interés en moneda nacional se encuentran por debajo de sus promedios históricos, a excepción de la tasa de interés de crédito de consumo, comportamiento consistente con condiciones monetarias expansivas.

		Cuadro 27 TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL (En porcentaje)								
		Dic.15	Dic.16	Mar.17	Jun.17	Set.17	Dic.17	Ene.18	Feb.18	Prom. Hist.
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	3,88	4,31	4,05	3,89	3,08	2,97	2,91	2,72	3,60
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,53	4,73	4,42	4,18	3,60	3,30	3,18	2,97	3,78
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,77	4,86	4,77	4,35	4,08	3,61	3,53	3,33	4,22
Activas	Corporativos	6,18	5,88	5,78	5,31	4,49	4,03	4,03	3,76	5,62
	Grandes Empresas	7,12	7,12	7,52	7,04	6,68	6,23	6,46	6,54	7,13
	Medianas Empresas	10,23	10,39	10,47	10,56	10,42	9,68	9,63	9,61	10,53
	Pequeñas Empresas	20,45	21,65	21,54	20,78	20,27	19,76	19,85	19,77	21,74
	Consumo	44,03	46,77	45,24	45,64	48,34	48,56	48,45	45,59	41,86
	Hipotecario	8,95	8,52	8,73	8,53	8,05	7,65	7,68	7,60	8,98

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



En el caso de las tasas de interés en dólares, la tasa de interés interbancaria presentó un comportamiento estable mientras que la tasa activa preferencial a 90 días aumentó de 2,18 a 2,55 por ciento en similar período, en línea con el incremento en la tasa de la Reserva Federal en diciembre de 2017.

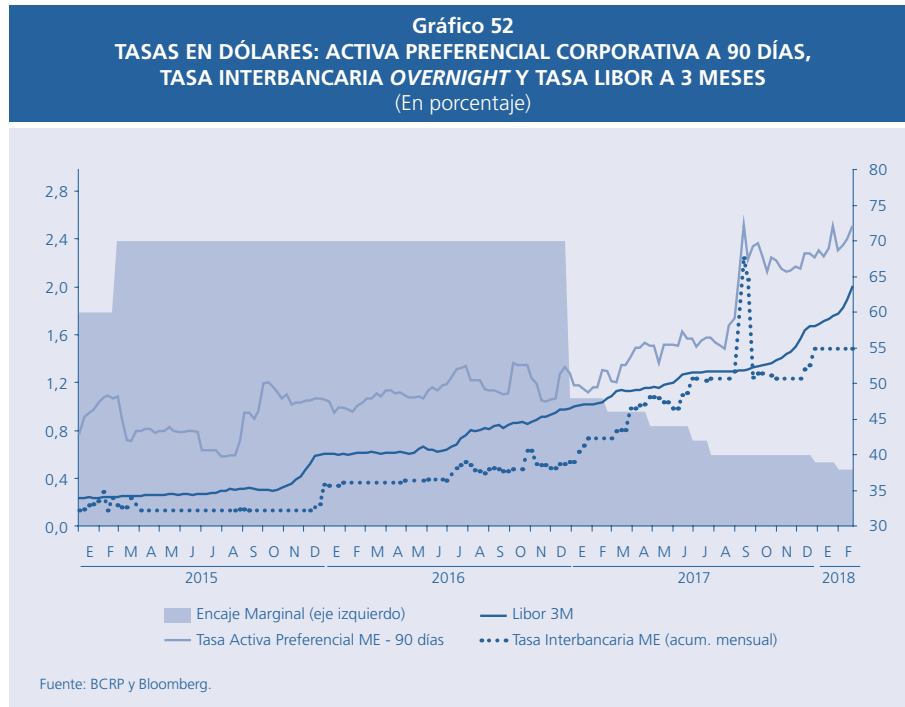
El incremento en las tasas Libor a 1 y 3 meses se reflejó en el costo de financiamiento de las empresas bancarias, las cuales vienen trasladándolo a la mayoría de segmentos crediticos, en promedio las tasas de interés han aumentado en 59 puntos básicos. Igualmente, las tasas pasivas preferenciales corporativas a plazos de 30, 60 y 90 días han aumentado en 7, 9 y 8 puntos básicos, respectivamente.

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

	Dic.15	Dic.16	Mar.17	Jun.17	Set.17	Dic.17	Ene.18	Feb.18	Prom. Hist.	
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	0,16	0,23	0,50	0,65	1,12	1,10	1,07	1,01	0,42
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	0,38	0,51	0,69	0,87	1,13	1,32	1,35	1,27	0,64
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	0,48	0,61	0,77	0,73	1,01	1,05	1,23	1,25	0,69
Activas	Corporativos	2,33	2,47	3,03	2,42	3,13	3,22	3,37	2,91	3,00
	Grandes Empresas	5,54	5,02	5,12	5,29	4,98	5,25	5,25	5,06	5,41
	Medianas Empresas	8,06	6,91	7,07	6,98	6,70	6,35	6,84	7,29	8,31
	Pequeñas Empresas	11,26	10,67	9,83	10,56	8,56	7,29	8,83	8,90	12,86
	Consumo	32,07	32,08	32,54	33,53	33,51	32,91	33,85	34,41	27,48
	Hipotecario	6,71	6,14	6,35	6,13	5,94	5,90	5,84	5,91	7,49

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





43. En un contexto de menor demanda por liquidez, y la consecuente caída estacional de la emisión primaria, las principales operaciones monetarias del BCRP entre enero y febrero fueron orientadas a esterilizar el exceso de liquidez. En particular, se realizaron las siguientes operaciones:
- CD BCRP: Se colocaron en neto S/ 3 363 millones, de los cuales S/ 2 607 millones fueron al Sistema Financiero.
 - CDR BCRP: Se colocaron en neto S/ 1 052 millones.
 - Depósitos a plazo y depósitos *overnight*: Se colocaron en neto S/ 1 836 millones.
 - Repo de Valores: Vencieron en neto S/ 3 310 millones.
 - Repo de Monedas: Vencieron en neto S/ 800 millones.

Los activos internos netos del BCRP con el Sistema Financiero en moneda nacional disminuyeron S/ 9 605 millones, lo que fue compensado en parte por la reducción de depósitos del Sector Público en el BCRP (S/ 4 993 millones) y las operaciones cambiarias (S/ 1 413 millones). La emisión primaria se redujo en S/ 2 784 millones por estacionalidad de inicios de año del circulante y los encajes.

Cuadro 29
CUENTAS MONETARIAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
(Millones de soles)

	Saldos			Flujos	
	31 Dic.17	31 Ene.18	28 Feb.18	2017	2018 ^{2/}
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	206 132	207 012	201 744	6 314	-5 617
(Millones de US\$)	63 621	64 290	61 885	1 936	-1 736
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-148 925	-141 482	-135 515	-2 481	2 823
1. Sistema Financiero en Moneda Nacional	-9 327	-15 549	-18 932	-16 688	-9 605
a. Compra temporal de valores	5 420	2 110	2 110	3 321	-3 310
b. Operaciones de reporte de monedas	16 680	15 880	15 880	-9 950	-800
c. Valores Emitidos	-29 835	-31 115	-33 494	-10 564	-3 659
i. CDBCRP	-29 000	-30 280	-31 607	-10 534	-2 607
ii. CDRBCRP	-835	-835	-1 887	-30	-1 052
d. Otros depósitos en moneda nacional	-1 592	-2 424	-3 428	505	-1 836
2. Sector Público (neto) en moneda nacional	-43 271	-40 195	-38 278	-11 010	4 993
3. Sistema Financiero en Moneda Extranjera	-56 152	-57 274	-50 479	7 268	5 955
(Millones de US\$)	-17 331	-17 789	-15 490	2 228	1 841
a. Depósitos en moneda extranjera	-17 207	-17 406	-15 108	2 352	2 100
b. Valores Emitidos	-124	-383	-383	-124	-259
i. CDLDBCRP	-124	-383	-383	-124	-259
4. Sector Público (neto) en moneda extranjera	-28 855	-28 463	-27 827	19 446	1 197
(Millones de US\$)	-8 906	-8 839	-8 536	5 961	370
5. Otras Cuentas	-11 320	-10 665	-11 816	-1 497	283
III. EMISIÓN PRIMARIA (I+II)^{1/}	57 207	54 865	54 413	3 833	-2 794
(Var. % 12 meses)	7,2%	6,3%	8,6%		

1/ Circulante más encaje en moneda nacional.
2/ Al 28 de febrero.

44. Entre diciembre de 2017 y febrero de 2018, las tasas de interés de las colocaciones de CDBCRP disminuyeron en promedio 47 puntos básicos, reducción mayor a la de la tasa de referencia (25 puntos básicos), que reflejó la expectativa de reducciones adicionales de la tasa de referencia para los siguientes meses por parte de los participantes del mercado. La curva de rendimiento de febrero se ubica en promedio 72 puntos por debajo de la curva de rendimiento promedio histórica entre los años 2003 y 2018.

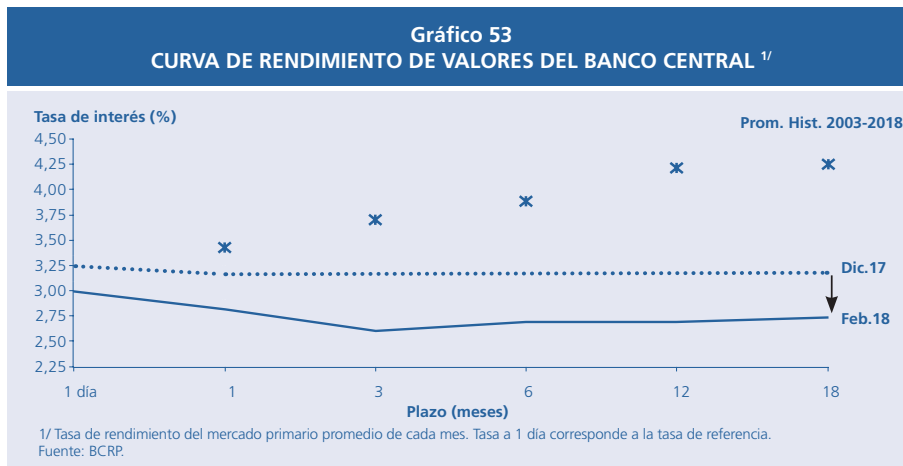




Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS DE SUBASTA DE CDBCRP POR PLAZOS
 (En porcentaje)

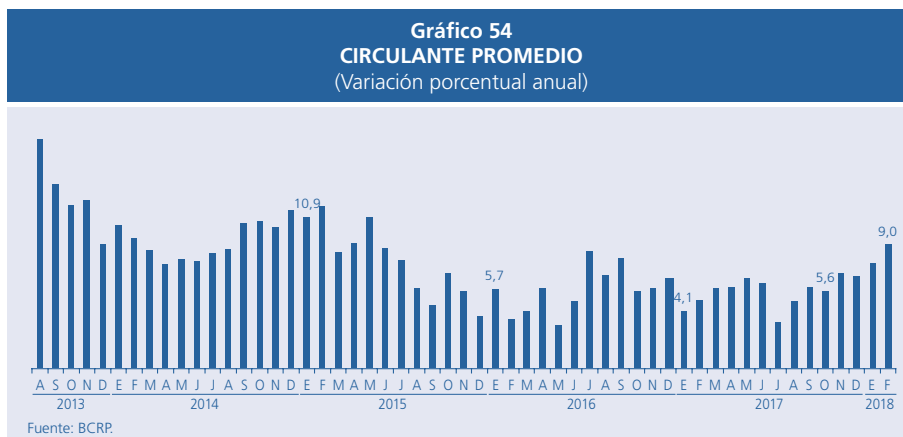
	Meses				
	1	3	6	12	18
4 Dic.17			3,32		
6 Dic.17					3,38
7 Dic.17				3,34	
11 Dic.17			3,29		
12 Dic.17		3,23			
13 Dic.17		3,20			
14 Dic.17		3,14	3,19	3,22	
15 Dic.17		3,11			
18 Dic.17			3,10		
20 Dic.17					3,10
21 Dic.17				3,10	
27 Dic.17					3,17
28 Dic.17				3,08	
3 Ene.18					3,10
4 Ene.18				3,07	
8 Ene.18			2,95		
10 Ene.18					2,97
11 Ene.18				2,88	
12 Ene.18		2,65	2,67		
15 Ene.18		2,64	2,67	2,73	
16 Ene.18		2,69	2,67	2,75	
17 Ene.18		2,75	2,71	2,75	2,77
18 Ene.18		2,77	2,73	2,75	
22 Ene.18			2,74		
24 Ene.18					2,73
25 Ene.18				2,72	
26 Ene.18		2,70	2,72	2,72	
29 Ene.18			2,72	2,70	
30 Ene.18			2,72	2,72	
31 Ene.18					2,73
1 Feb.18				2,68	
5 Feb.18			2,69		
6 Feb.18			2,69	2,70	
7 Feb.18			2,69	2,69	2,74
8 Feb.18			2,69	2,69	
9 Feb.18			2,69	2,69	
12 Feb.18			2,69	2,69	
13 Feb.18			2,69	2,69	2,72
14 Feb.18			2,69	2,70	2,72
15 Feb.18			2,69	2,70	2,74
16 Feb.18			2,69	2,70	
19 Feb.18			2,67		
21 Feb.18					2,74
22 Feb.18				2,69	
26 Feb.18			2,67	2,69	
27 Feb.18	2,76		2,67		
28 Feb.18	2,88				2,74

Fuente: BCRP.



Liquidez

45. El circulante promedio, agregado monetario más asociado a transacciones, creció 9,0 por ciento interanual en febrero de 2018, mostrando una continua recuperación desde mediados del año pasado, en línea con la recuperación de la demanda interna.



La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado pasó de 11,0 por ciento en diciembre a 13,3 por ciento en febrero. Los depósitos en soles crecieron





cerca del doble de lo que crecieron los depósitos en dólares, en 17,6 y 7,2 por ciento respectivamente.



Cuadro 31
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO (FIN DE PERIODO)
(Variaciones porcentuales anuales)

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

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

El mayor ritmo de crecimiento de los depósitos en soles ha sido acompañado por una reducción del ratio de dolarización de los depósitos, el que cayó de 49,1 por ciento en diciembre de 2016 a 47,7 por ciento en diciembre de 2017, y a 47,5 por ciento en febrero. Los depósitos de personas son los menos dolarizados, en comparación a los de empresas. Así, la tasa de dolarización de los depósitos de las personas fue 35,0 por ciento en febrero, mientras que la de empresas fue de 47,8 por ciento (a tipo de cambio corriente).

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

	Dic.16	Oct.17	Dic.17	Ene.18	Feb.18
Empresas	54,3	50,3	49,5	49,4	47,8
Vista	52,2	47,7	47,1	47,9	46,7
Ahorro	57,6	54,9	52,6	56,7	58,4
Plazo	62,7	58,2	58,9	52,8	49,4
Personas	36,3	33,9	34,6	34,7	35,0
Vista	52,2	47,7	47,1	47,9	46,7
Ahorro	40,0	39,4	38,7	39,5	38,4
Plazo	30,7	26,8	29,3	28,2	30,0
CTS	30,1	28,4	26,7	26,7	27,3
Otros a plazo	31,0	26,2	30,3	28,7	31,0
TOTAL	49,1	47,5	47,7	47,4	47,5
LIQUIDEZ TOTAL ^{1/}	34,6	32,7	32,4	33,0	32,7

1/ Incluye circulante.

En línea con la mayor tasa de crecimiento de los depósitos en soles y las nuevas medidas de encajes en moneda extranjera aplicadas por el BCRP, se espera que el proceso de desdolarización de la liquidez continúe en los próximos años. En los próximos dos años, se estima que los depósitos en moneda nacional crezcan en más de 12 por ciento por año.

Crédito al sector privado

46. El crédito al sector privado creció 7,3 por ciento interanual en febrero, acelerando su ritmo de expansión desde el 6,6 por ciento registrado al cierre de 2017. Esta evolución refleja un mayor crecimiento del crédito a empresas (6,0 por ciento), principalmente del corporativo y a grandes empresas en dólares, y a micro y pequeñas empresas en soles (9,0 por ciento).

Por su lado, el crédito a personas creció 9,6 por ciento interanual con un aumento de los créditos hipotecarios de 9,0 por ciento y del resto de consumo de 14,5 por ciento.

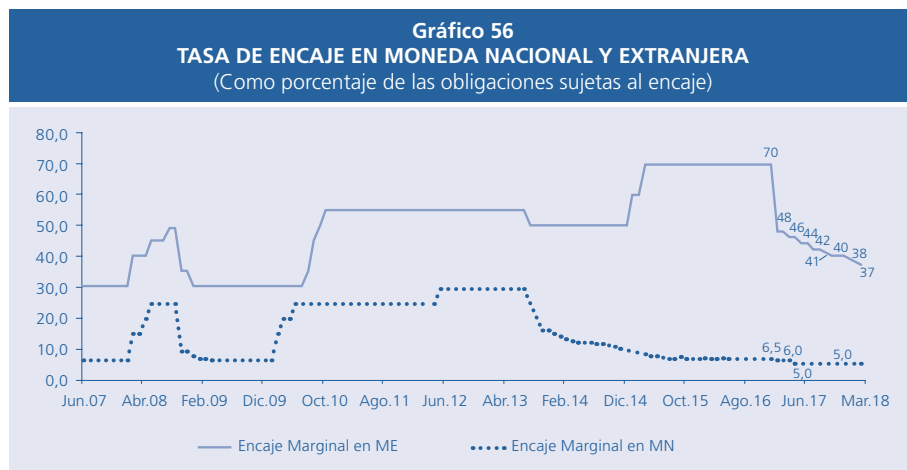
Cuadro 33
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL
(Tasas de crecimiento anual)

	Dic.16	Oct.17	Dic.17	Ene.18	Feb.18
Crédito a empresas	4,8	4,5	5,4	5,9	6,0
Corporativo y gran empresa	4,5	3,3	6,0	6,4	7,1
Medianas empresas	2,7	2,7	0,6	1,4	0,8
Pequeña y microempresa	7,8	9,2	9,5	9,7	9,0
Crédito a personas	7,2	8,1	8,7	8,8	9,6
Consumo	8,7	8,3	8,8	9,0	10,0
Vehiculares	-6,9	-5,5	-4,2	-4,1	-0,8
Tarjetas de crédito	8,2	2,9	3,0	3,2	3,3
Resto	10,2	12,4	13,0	13,2	14,5
Hipotecario	5,0	7,8	8,6	8,6	9,0
TOTAL	5,6	5,8	6,6	7,0	7,3

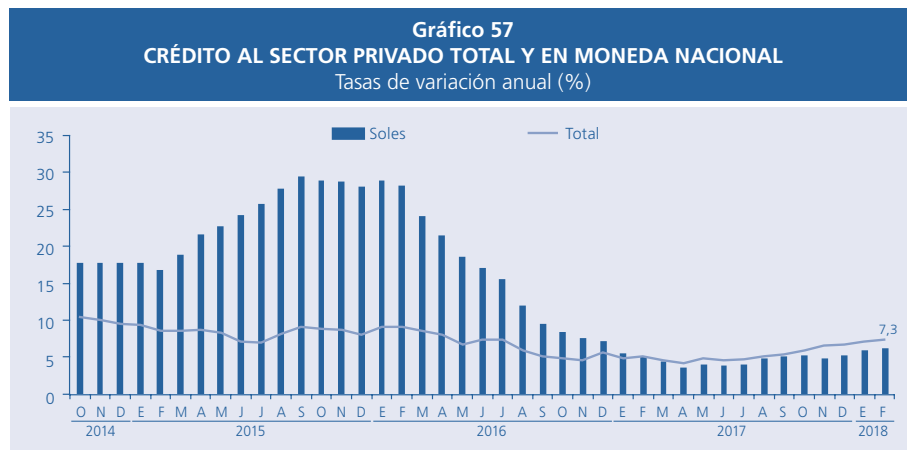




47. En los meses de enero, febrero y marzo el BCRP continuó reduciendo el tope de la tasa media de encaje y la tasa marginal de encaje en dólares, tasas que pasaron de 40 por ciento en diciembre a 37 por ciento en el mes de marzo. Ello con el objetivo de mantener las condiciones financieras y crediticias domésticas expansivas y mitigar el efecto de los aumentos de las tasas de interés internacionales en las condiciones monetarias y crediticias en dólares.



48. Por monedas, se observa un mayor ritmo de crecimiento en dólares, lo que refleja la recuperación del crédito al sector corporativo principalmente al sector minero, mientras que en soles se observa una aceleración de la expansión en el mes (6,2 por ciento en febrero 2018 versus 5,3 por ciento en diciembre 2017) que refleja el mayor dinamismo observado recientemente del crédito hipotecario. Con ello, la tasa de dolarización del crédito al sector privado se mantuvo en 29,3 por ciento, el mismo nivel registrado al cierre de 2017.

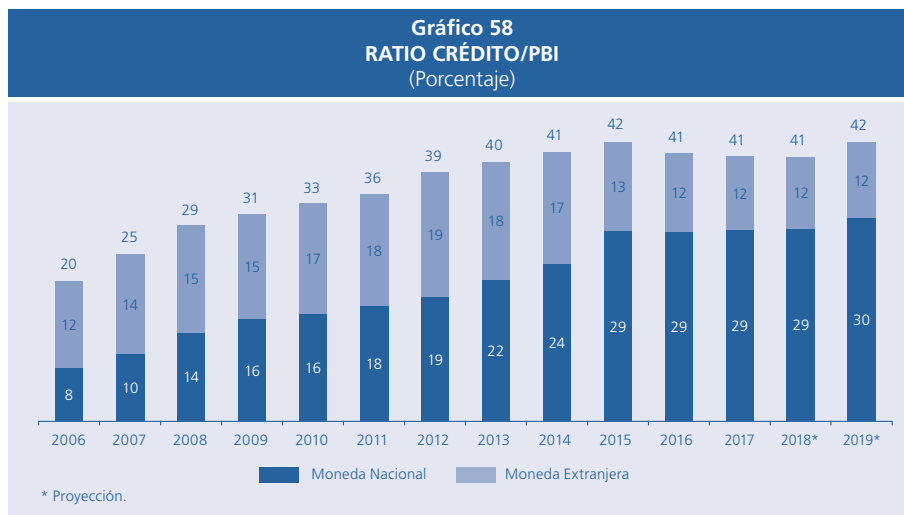


Cuadro 34 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (Variación porcentual anual)						
	Dic.16	Jun.17	Set.17	Dic.17	Ene.18	Feb.18
Moneda Nacional	7,2	3,9	5,2	5,3	6,0	6,2
Moneda Extranjera	1,9	5,0	4,6	8,5	8,7	9,2
Total*	5,6	4,2	5,0	6,2	6,7	7,0

* Excluye créditos en sucursales en el exterior de la banca.

Proyección del Crédito al sector privado

49. Para el horizonte de proyección 2018-2019, se prevé que las tasas de crecimiento del crédito al sector privado y la liquidez evolucionen de acuerdo con el ritmo de crecimiento de la demanda interna. En particular, para 2018 se proyecta un crecimiento del crédito total de 7,5 por ciento y de 7,8 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.



50. Al mes de febrero, el coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 29,3 por ciento. Por su parte, continúa la desdolarización del crédito a personas, especialmente en los segmentos hipotecario y vehicular.



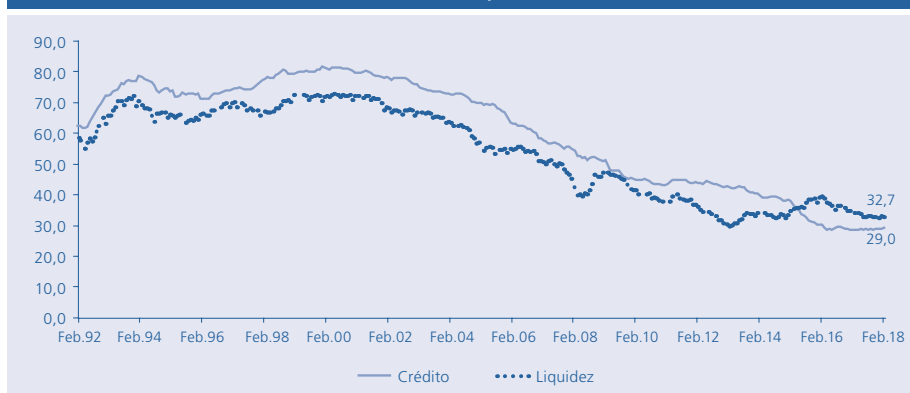


Cuadro 35
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO
(Porcentajes)

	Dic.16	Oct.17	Dic.17	Ene.18	Feb.18
Crédito a empresas	38,3	39,0	39,7	39,7	40,1
Corporativo y gran empresa	49,3	52,4	53,9	53,7	54,4
Medianas empresas	42,9	41,4	40,5	40,8	40,4
Pequeña y microempresa	7,0	6,3	6,7	6,6	6,5
Crédito a personas	13,3	12,2	11,9	11,7	11,6
Consumo	6,9	6,8	6,8	6,7	6,6
Vehiculares	26,8	21,5	20,2	19,1	18,1
Tarjetas de crédito	6,4	7,1	6,9	7,0	7,1
Resto	5,9	5,9	6,0	5,9	5,8
Hipotecario	22,4	19,9	19,3	19,0	18,7
TOTAL	29,2	28,9	29,3	29,2	29,3
<i>A tipo de cambio corriente</i>	29,2	29,0	29,3	29,1	29,4

Asimismo, se observa que la reducción de la dolarización ha continuado para el caso de los créditos a pequeña y micro y mediana empresa. Para continuar el proceso de la reducción de la dolarización del crédito a empresas, el BCRP ha introducido desde marzo medidas adicionales que permitirán fomentar un entorno más competitivo en la oferta de crédito en moneda extranjera y, al mismo tiempo, continuar con el proceso de desdolarización financiera al establecer que los bancos pueden expandir sus créditos en dólares sin que se active el encaje adicional siempre que este no supere el 40 por ciento del flujo del crédito en soles acumulado en el año. De este modo, se busca que se continúe el proceso de reducción de dolarización del crédito

Gráfico 59
COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE CRÉDITO Y LIQUIDEZ
(Porcentajes)



Morosidad

51. El ratio de morosidad del crédito fue 3,5 por ciento en febrero, ligeramente mayor al registrado en diciembre de 2017 (3,3 por ciento). Al respecto, los rubros que presentaron mayores aumentos fueron los créditos para medianas, micro y pequeñas empresas.

Cuadro 36 ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS (Porcentajes)					
	Dic.16	Oct.17	Dic.17	Ene.18	Feb.18
Crédito a empresas	3,28	3,49	3,33	3,43	3,60
Corporativo y gran empresa	0,41	0,49	0,47	0,45	0,75
Medianas empresas	6,10	7,20	7,02	7,40	7,42
Pequeña y microempresa	7,16	7,50	7,12	7,36	7,48
Crédito a personas	3,05	3,34	3,29	3,36	3,37
Consumo	3,66	3,81	3,70	3,75	3,74
Vehiculares	5,60	5,97	6,13	6,15	6,26
Tarjetas de crédito	4,86	5,30	5,37	5,13	5,05
Hipotecario	2,28	2,77	2,78	2,87	2,91
TOTAL	3,09	3,44	3,31	3,41	3,52

En particular, la morosidad en soles se mantiene en un nivel menor que el registrado en dólares (3,88 versus 2,67 por ciento, respectivamente). No obstante, en febrero el incremento mensual de la morosidad en soles fue mayor que en el caso de dólares (0,16 por ciento versus 0,04 por ciento, respectivamente).

Cuadro 37 ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA NACIONAL (Porcentajes)					
	Dic.16	Oct.17	Dic.17	Ene.18	Feb.18
Crédito a empresas	3,63	4,10	3,96	4,12	4,39
Corporativo y gran empresa	0,20	0,46	0,47	0,44	0,99
Medianas empresas	6,07	7,35	7,11	7,62	7,64
Pequeña y microempresa	6,63	7,09	6,76	7,00	7,12
Crédito a personas	2,90	3,21	3,14	3,21	3,22
Consumo	3,57	3,75	3,64	3,69	3,69
Vehiculares	2,58	3,27	3,47	3,59	3,76
Tarjetas de crédito	5,03	5,48	5,57	5,31	5,25
Hipotecario	1,87	2,42	2,41	2,51	2,54
TOTAL	3,18	3,71	3,61	3,72	3,88





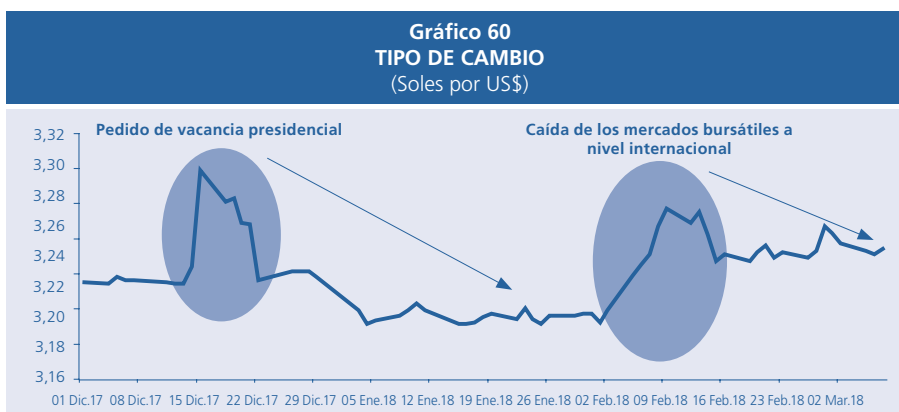
Cuadro 38
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA EXTRANJERA
(Porcentajes)

	Dic.16	Oct.17	Dic.17	Ene.18	Feb.18
Crédito a empresas	2,72	2,51	2,33	2,34	2,38
Corporativo y gran empresa	0,64	0,51	0,48	0,45	0,54
Medianas empresas	6,15	6,99	6,90	7,07	7,11
Pequeña y microempresa	19,58	20,12	17,24	17,84	18,69
Crédito a personas	4,08	4,37	4,42	4,50	4,56
Consumo	5,29	4,86	4,75	4,78	4,81
Vehiculares	13,86	14,69	14,76	14,68	14,91
Tarjetas de crédito	2,59	2,81	2,65	2,67	2,59
Hipotecario	3,70	4,21	4,30	4,41	4,48
TOTAL	2,84	2,77	2,61	2,63	2,67

Tipo de cambio e intervención cambiaria

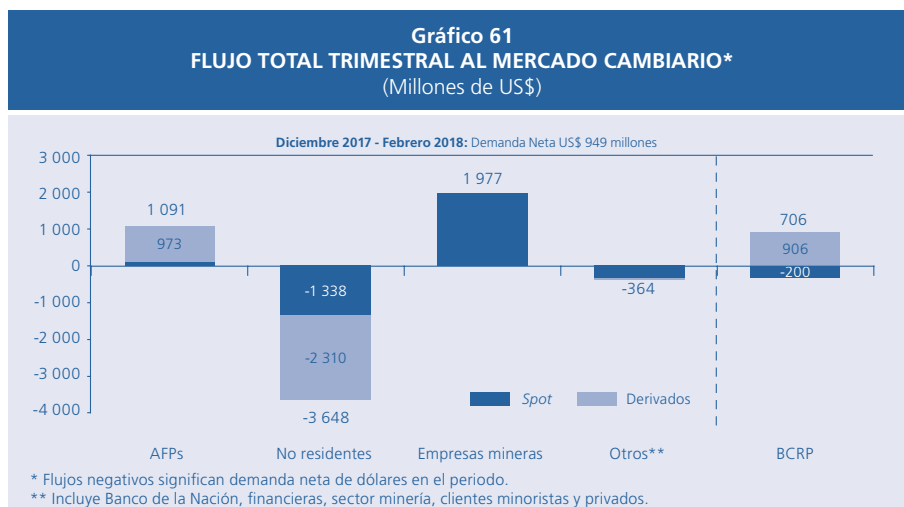
52. En 2017, el sol se apreció 3,5 por ciento en un contexto de debilitamiento del dólar a nivel internacional y el incremento sostenido de los precios de las materias primas que favoreció a la evolución positiva de las cuentas externas en Perú. En diciembre, el sol se vio afectado por un breve período de incertidumbre política para luego retomar su tendencia del año.

Sin embargo, en febrero de 2018, la evolución del sol estuvo afectada por la mayor aversión al riesgo en los mercados internacionales. A inicios de dicho mes se registró un período de mayor volatilidad originado por la corrección de las bolsas de Estados Unidos que reaccionaron a las expectativas de mayores tasas de interés en dólares. Esta volatilidad se extendió al resto de mercados financieros. Esto último ha venido disminuyendo, y con ello la volatilidad del sol. Entre diciembre de 2017 y febrero de 2018, el sol pasó de S/ 3,23 a S/ 3,27 por dólar, lo que implicó una depreciación de 1,0 por ciento.

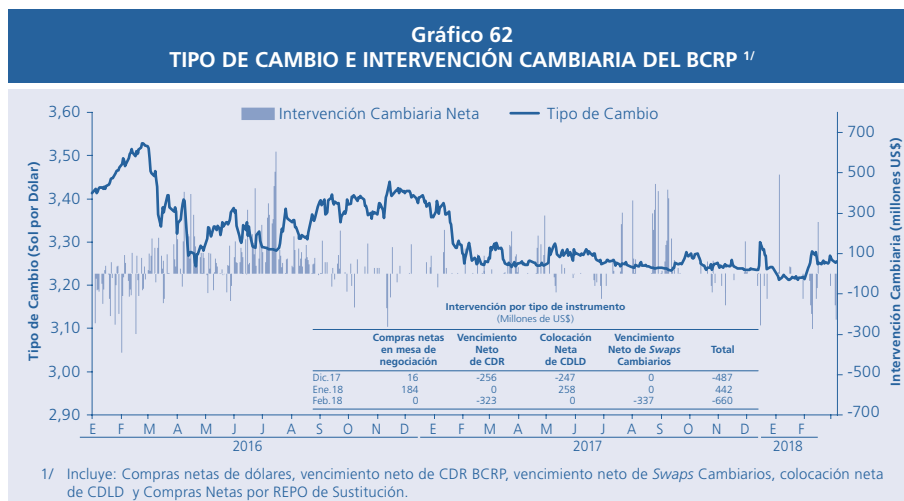


Con respecto a los flujos en el mercado cambiario local, entre diciembre de 2017 y febrero de 2018 se registró una demanda neta de dólares por US\$ 949 millones. Dicha

demanda provino principalmente de agentes no residentes (US\$ 3 648 millones), ante el contexto negativo mencionado anteriormente, lo cual llevó a liquidaciones y/o búsqueda de cobertura cambiaria para sus activos en soles. Por otro lado, la oferta provino principalmente de empresas mineras (US\$ 1 977 millones), AFPs (US\$ 1 091 millones) y la intervención en el mercado cambiario por parte del BCRP (US\$ 706 millones).

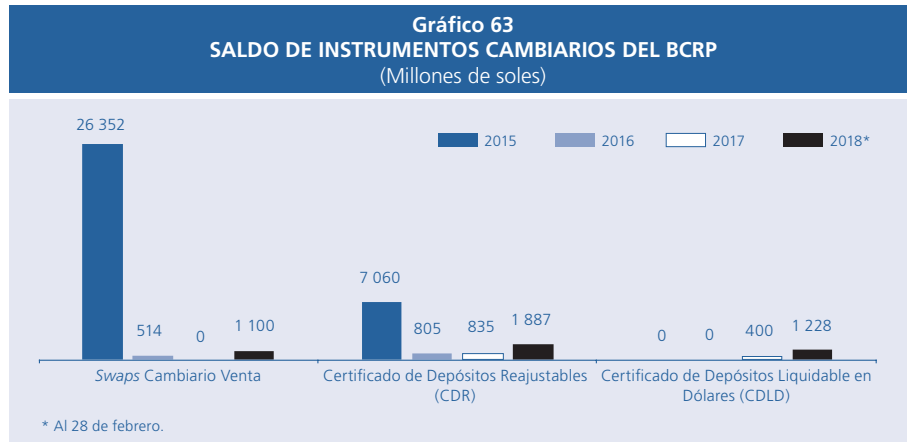


En cuanto a las acciones del Banco Central, en el mismo período éste intervino en el mercado cambiario para reducir la volatilidad del tipo de cambio, principalmente a través de la colocación de instrumentos. Así se colocó en neto Certificado de Depósitos Reajustables (CDR) por el equivalente a US\$ 579 millones y *Swaps* Cambiario Venta por US\$ 337 millones, ello en los dos períodos de aversión al riesgo de diciembre 2017 y febrero 2018. Adicionalmente, el BCRP compró US\$ 200 millones en la mesa de negociación del mercado interbancario en los períodos de apreciación del sol.

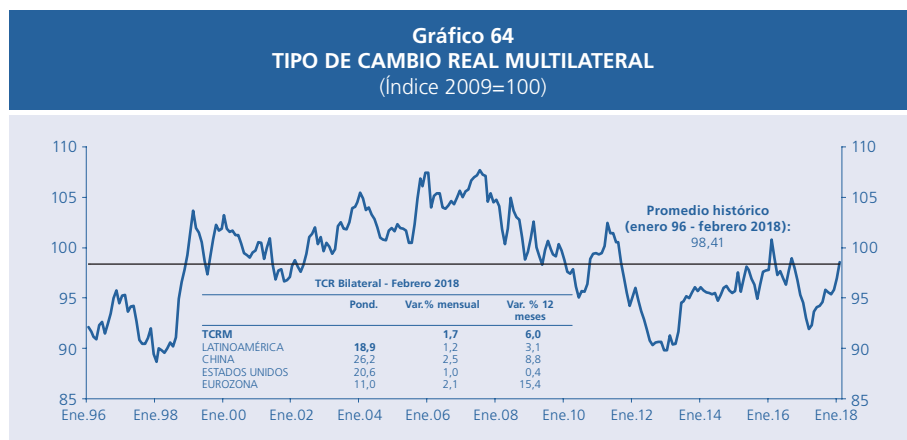




Respecto a los instrumentos de intervención del BCRP (*swaps*, CDR y CDLD), sus saldos respectivos han continuado reduciéndose y actualmente se encuentran en niveles mínimos.



53. El índice de tipo de cambio real multilateral se ubicó en un nivel de 98,6 en febrero de 2018, nivel mayor en 6,0 por ciento con respecto a similar período 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 (8,8 por ciento), Eurozona (15,4 por ciento) y en menor medida con Latinoamérica (3,1 por ciento). Cabe destacar que el presente nivel se encuentra muy cerca al promedio histórico del tipo de cambio real multilateral, calculado en 98,4.

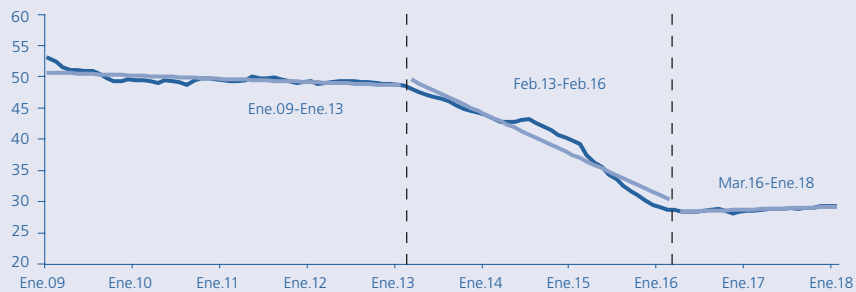


Recuadro 5
DESDOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO, EVIDENCIA MACRO Y MICRO

En el año 2013, el BCRP estableció encajes adicionales vinculados a la evolución del crédito en moneda extranjera dentro del marco de un conjunto de medidas para fortalecer el proceso de desdolarización financiera. El presente recuadro muestra la efectividad de estas medidas a nivel de tipo de crédito y de sector económico. Asimismo, evalúa la importancia en estos resultados de los cambios en la composición del crédito. Con información a fines de 2017, la dolarización de la economía se ha reducido significativamente, de niveles de 44 por ciento a finales de 2013 a niveles de 29 por ciento a diciembre de 2017.

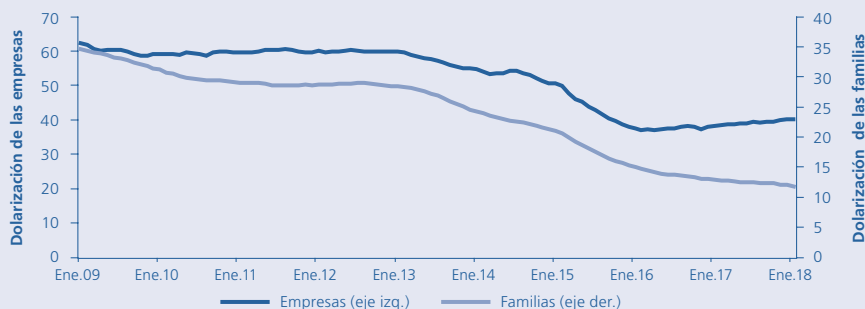
En el período de implementación de medidas por parte del BCRP se observa claramente una aceleración de la reducción de la dolarización y un cambio en su tendencia, particularmente desde febrero de 2013 hasta febrero de 2016 (ver gráfico).

COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(Porcentajes)



El cambio en la tendencia de desdolarización del crédito se observa tanto a nivel del crédito a empresas como de las familias, aunque a un ritmo más acelerado para el caso de las familias. La dolarización de los créditos de las familias ha caído en 13 puntos porcentuales.

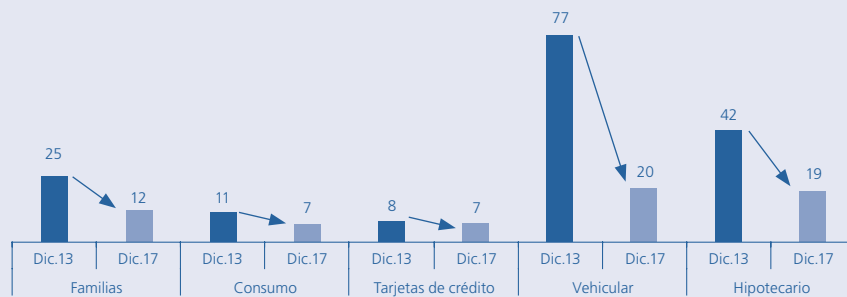
COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS
(Porcentajes)





La caída de la dolarización del crédito a las familias se explica por una importante reducción de la dolarización del crédito hipotecario y de consumo, la cual se redujo en 23 y 4 puntos porcentuales, respectivamente. Esta importante caída de la dolarización en estos segmentos reduce la vulnerabilidad de las familias que presentan deuda en dólares pero reciben ingresos en soles y es particularmente relevante en el caso del crédito hipotecario, ya que las viviendas son el principal activo de la mayoría de familias. Dentro del segmento de consumo, destaca la caída de la dolarización del crédito vehicular (caída en 57 puntos porcentuales).

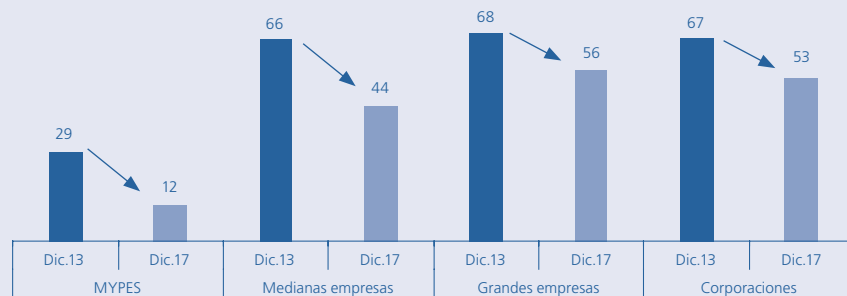
COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN POR TIPO DE CRÉDITO DE FAMILIAS* (Porcentajes)



* En el caso de la dolarización de las familias se considera la información de las sociedades de depósito.
Fuente: BCRP.

En el caso de las empresas no financieras del sector privado, se encuentra que el crédito a las medianas empresas es el segmento que más se ha desdolarizado¹⁸, con una reducción de 22 puntos porcentuales entre 2013 y 2017. El resto de segmentos también muestran una caída importante de la dolarización.

COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN POR TIPO DE CRÉDITO DE EMPRESAS* (Porcentajes)



* Para el cálculo de la dolarización se utiliza la información estadística de la cartera de créditos de las empresas bancarias.
Fuente: BCRP.

18 Para la clasificación de crédito a empresas se considera como empresas corporativa aquellas con ventas anuales superiores a S/ 200 millones, gran empresa, aquellas con ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones; o mantienen emisiones en el mercado de capitales el último año, mediana empresa, las que tienen endeudamiento total superior a S/ 300 mil o ventas anuales no mayores a S/ 20 millones, pequeña empresa, las que tienen endeudamiento total entre S/ 20 mil y S/ 300 mil y microempresa con un endeudamiento no mayor a S/ 20 mil. Esta sección considera solo los créditos de las empresas bancarias, debido a la disponibilidad de información sectorial por monedas.

Desde el punto de vista sectorial, se observa también que la desdolarización ha sido generalizada en la gran mayoría de sectores de la economía, destacando la reducción de la dolarización del sector manufactura, comercio y servicios, que además son los sectores con mayor participación en las colocaciones. No obstante, los niveles aún son altos en algunos sectores, aun cuando la demanda que enfrentan estas empresas está conformada en su mayoría por instituciones que perciben ingresos en soles como por ejemplo los sectores de construcción, manufactura y servicios.

Por tipo de empresa se observa que la dolarización es más baja en las MYPES y en las medianas empresas, que en las empresas grandes y corporativas. Este patrón también se reproduce en la mayoría de sectores económicos (manufactura, comercio y construcción).

COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE LAS COLOCACIONES POR SECTOR ECONÓMICO*

(En porcentajes)

	Participación en el crédito total	MYPES			Medianas empresas			Grandes empresas			Corporaciones		
		Dic.13	Dic.17	Dic.13/ Dic.17	Dic.13	Dic.17	Dic.13/ Dic.17	Dic.13	Dic.17	Dic.13/ Dic.17	Dic.13	Dic.17	Dic.13/ Dic.17
Servicios	26	35	12	-23	62	39	-22	61	45	-16	26	35	9
Industria manufacturera	25	27	10	-16	71	45	-26	69	55	-14	67	44	-22
Comercio	25	23	9	-15	61	41	-20	66	52	-14	44	48	4
Electricidad, gas y agua	6	20	52	32	97	92	-5	94	96	1	85	82	-3
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	5	34	33	0	77	63	-13	80	84	4	27	28	1
Minería	5	46	34	-12	90	66	-24	89	83	-6	94	93	-1
Otras ramas de actividad**	4	75	58	-16	78	48	-30	43	96	53	81	48	-33
Construcción	3	25	12	-14	58	38	-20	57	48	-9	75	46	-29
Pesquería	1	45	21	-25	93	95	2	99	85	-14	100	99	-1
TOTAL EMPRESAS	100	29	12	-17	66	44	-22	68	56	-12	67	53	-13

* Solo se incluyen empresas bancarias que operan actualmente.

** Se incluyen los créditos no clasificados en este rubro.

Una revisión granular de los datos utilizando la base de datos del registro de créditos de las empresas bancarias, muestra que la función de densidad¹⁹ del coeficiente de dolarización se ha desplazado hacia niveles de dolarización más bajos. Así, la masa de empresas con alta dolarización se ha reducido y la de baja dolarización se ha incrementado. En la muestra seleccionada se observa que el porcentaje de empresas con dolarización mayor a 70 por ciento se ha reducido de 48 a 37 por ciento y el porcentaje de empresas con dolarización menor a 40 por ciento se ha elevado de 28 a 44 por ciento. Esta evolución a nivel microeconómico refleja un cambio estructural importante en la demanda de crédito de las empresas.

19 Para el cálculo de la función de densidad se utiliza la estimación no paramétrica Kernel que permite realizar, a través de un método suavizado, inferencias poblacionales basada en datos muestrales. Se consideran aquellas empresas con algún porcentaje de su deuda en dólares en 2013 y que tienen deuda en 2017. Para el cálculo del coeficiente de cada empresa se considera la deuda en dólares valuada en soles como porcentaje de su crédito total.





KERNEL DE LA DISTRIBUCIÓN DEL RATIO DE DOLARIZACIÓN DE LAS EMPRESAS

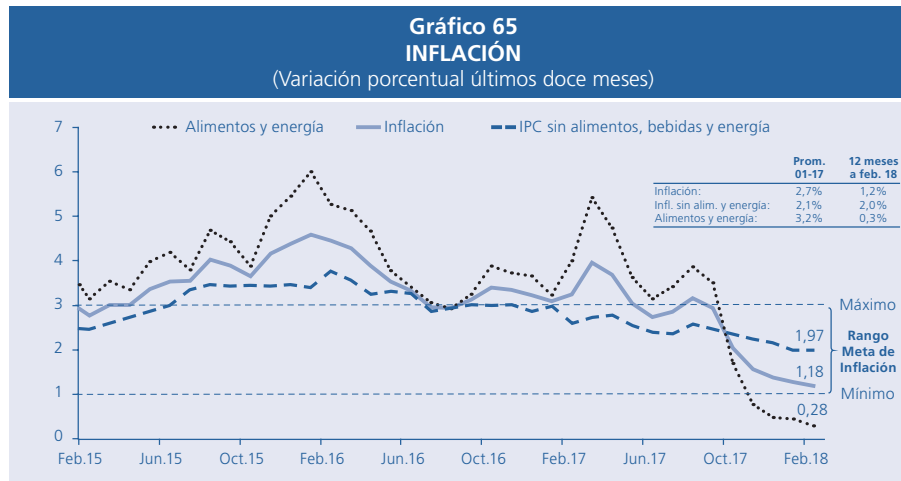


En conclusión, el proceso de desdolarización de la economía se aceleró a partir de 2013 y en línea con las medidas implementadas por el BCRP. La drástica caída de la dolarización ha sido generalizada tanto a nivel de empresas como de familias, destacando la reducción de la dolarización del segmento hipotecario y del crédito a medianas empresas. Los datos a nivel sectorial revelan que si bien el proceso de desdolarización ha sido generalizado, el Banco Central debe seguir trabajando con el objetivo de reducir las vulnerabilidades producidas por los descalces en algunos sectores que no suelen tener coberturas cambiarias.

VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos

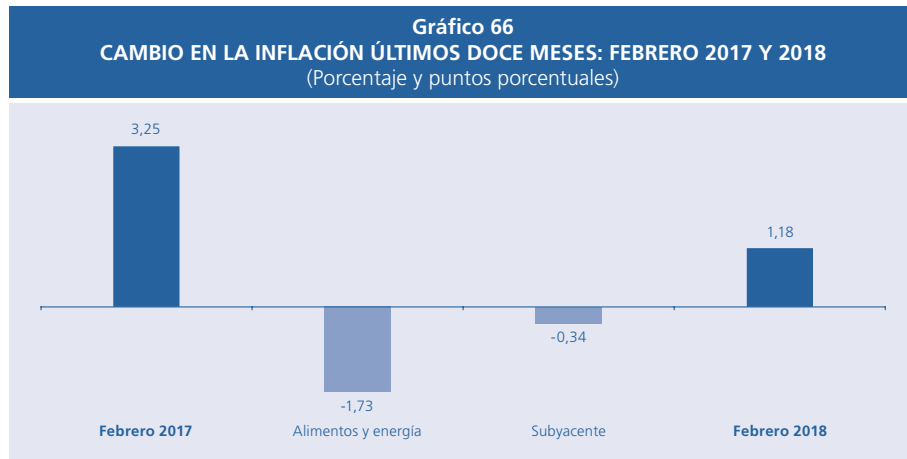
Evolución a febrero de 2018

54. Entre noviembre de 2017 y febrero de 2018, la inflación interanual disminuyó de 1,54 a 1,18 por ciento, en tanto que la inflación sin alimentos y energía se redujo de 2,23 a 1,97 por ciento. La mayor reducción se observó en el precio promedio de alimentos y energía que se redujo de 0,76 a 0,28 por ciento.

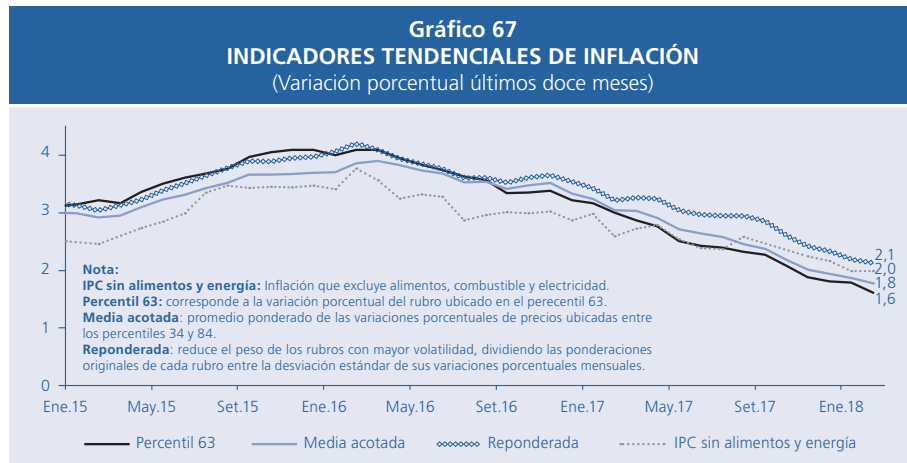


La desaceleración de la tasa interanual de inflación registrada en febrero de 2018 respecto a la registrada en el año anterior (3,25 por ciento) se explica principalmente por la menor variación de precios de alimentos y energía. Esto obedece a la reversión de choques de oferta que afectaron los precios de productos agrícolas a finales de 2016 e inicios de 2017, así como a las condiciones climáticas favorables registradas a lo largo de 2017, luego del Fenómeno El Niño Costero.





55. Las menores tasas de variación de los precios de alimentos y energía se han visto acompañadas por la desaceleración generalizada de los indicadores tendenciales de inflación (entre ellos, la inflación sin alimentos y energía), los cuales se ubican dentro del rango meta. Esto, junto con una brecha producto negativa, señala la ausencia de presiones inflacionarias de demanda.



56. Entre enero y febrero de 2018 el nivel general de precios al consumidor aumentó 0,38 por ciento, es decir a un ritmo mensual promedio de 0,19 por ciento, el cual es inferior a su tasa de incremento mensual promedio de largo plazo (0,26 por ciento).

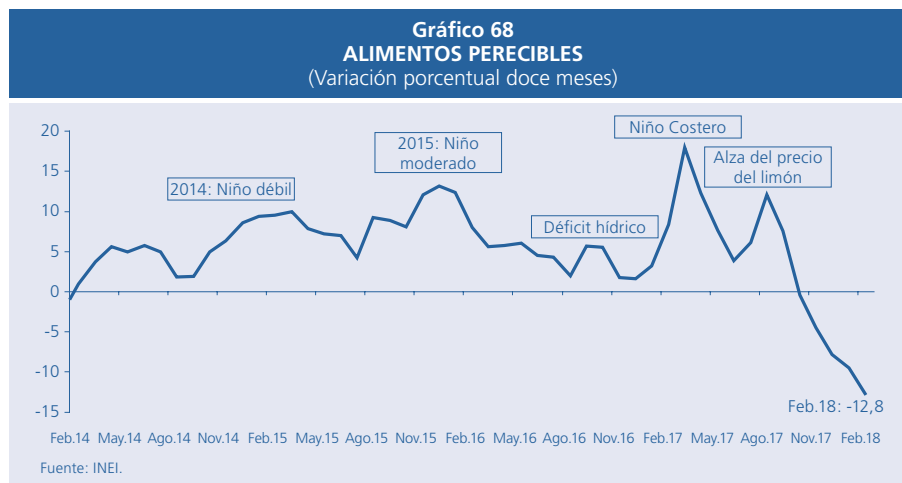
Cuadro 39 INFLACIÓN (Variaciones porcentuales)								
	Peso (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
							Ene.-Feb.	12 meses
IPC	100,0	2,86	3,22	4,40	3,23	1,36	0,38	1,18
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	2,97	2,51	3,49	2,87	2,15	0,01	1,97
a. Bienes	21,7	2,62	2,43	3,57	3,41	1,24	0,17	1,23
b. Servicios	34,8	3,18	2,55	3,44	2,54	2,70	-0,10	2,42
2. Alimentos y energía	43,6	2,73	4,08	5,47	3,66	0,46	0,81	0,28
a. Alimentos y bebidas	37,8	2,24	4,83	5,37	3,54	0,31	0,44	-0,54
b. Combustibles y electricidad	5,7	6,09	-0,85	6,20	4,48	1,55	3,37	6,02
Combustibles	2,8	5,95	-5,59	-6,33	0,61	3,95	2,12	4,37
Electricidad	2,9	6,23	4,37	18,71	7,53	-0,21	4,33	7,30

La menor tasa de inflación acumulada en los dos primeros meses del año estuvo relacionada, principalmente, a la evolución de los precios de los alimentos agrícolas perecibles. Estos presentaron un incremento promedio mensual de 0,40 por ciento, siendo su tasa de variación promedio mensual de largo plazo de 2,16 por ciento.

Cuadro 40 IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES (Variación promedio mensual)	
Enero - Febrero	
2002-2017	
IPC	0,26
Alimentos agrícolas perecibles	2,16
2017	
IPC	0,28
Alimentos agrícolas perecibles	3,21
2018	
IPC	0,19
Alimentos agrícolas perecibles	0,40

57. Entre estos alimentos, destacan las menores tasas de variación en los precios de tomate y otras hortalizas; debido a las menores temperaturas de este verano. El abastecimiento de estos productos tiende a disminuir cuando las temperaturas son mayores debido a su alto grado de perecibilidad. Por el contrario, los precios de alimentos provenientes de la sierra central y selva, como papa, legumbres y papaya, presentaron tasas de variación por encima de sus niveles promedio. Esto se debió a interrupciones de carreteras ocasionadas por movilizaciones de agricultores y a las lluvias que se presentaron en zonas productoras de alimentos, las que dificultaron tanto la cosecha, como la comercialización.





A nivel desagregado, entre los rubros de mayor contribución positiva en el período enero-febrero se encuentran electricidad, papaya, carne de pollo, comidas fuera del hogar y papa. Por el contrario, los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron pasaje urbano, transporte nacional, palta, limón, cebolla, entre otros alimentos.

Cuadro 41
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - FEBRERO 2018

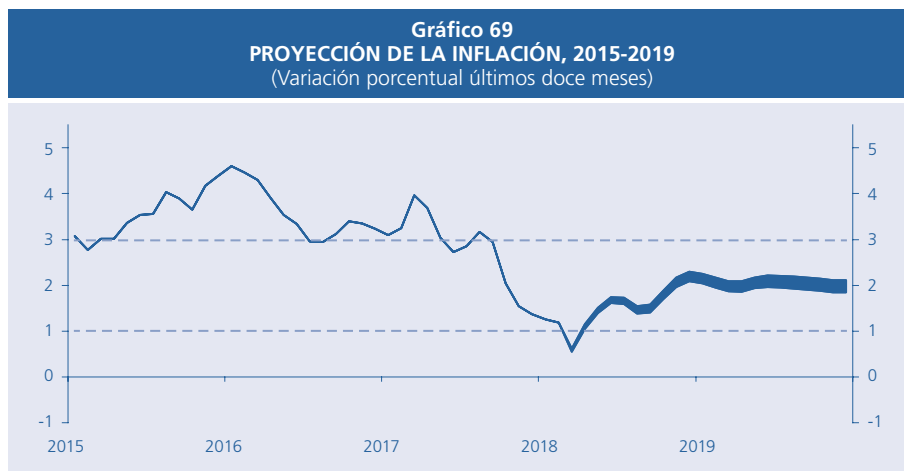
Positiva	Peso (%)	Var. %	Contribución	Negativa	Peso (%)	Var. %	Contribución
Electricidad	2,9	4,3	0,15	Pasaje urbano	8,5	-1,1	-0,09
Carne de pollo	3,0	2,6	0,07	Transporte nacional	0,3	-10,1	-0,04
Comidas fuera del hogar	11,7	0,4	0,06	Palta	0,1	-18,5	-0,04
Papaya	0,2	26,7	0,05	Limón	0,2	-15,6	-0,03
Papa	0,9	5,4	0,04	Cebolla	0,4	-7,9	-0,02
Legumbres frescas	0,2	18,2	0,04	Tomate	0,2	-10,1	-0,02
Gastos judiciales	0,4	14,1	0,04	Huevos	0,6	-3,5	-0,02
Gasolina y lubricantes	1,3	3,2	0,04	Uva	0,1	-11,5	-0,01
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	0,3	0,03	Otras frutas frescas	0,4	-3,7	-0,01
Mandarina	0,2	15,3	0,03	Plátano	0,3	-3,1	-0,01
Total			0,55	Total			-0,29

58. Se espera que la variación interanual de los precios de alimentos y energía se mantengan transitoriamente por debajo del 2 por ciento durante el primer semestre de 2018, debido a la reversión de los choques de oferta afectados por el Fenómeno El Niño Costero, y que durante la segunda mitad del año revierta hacia 2 por ciento, en la medida que estos efectos se vayan disipando.

Proyección 2018-2019

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

Se espera que la inflación interanual se ubique transitoriamente por debajo de 2,0 por ciento durante la primera mitad de 2018, como resultado de la reversión de los choques de oferta asociados a fenómenos climatológicos ocurridos a comienzos de 2017 (Fenómeno El Niño Costero) y por 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 2,0 por ciento durante 2018.



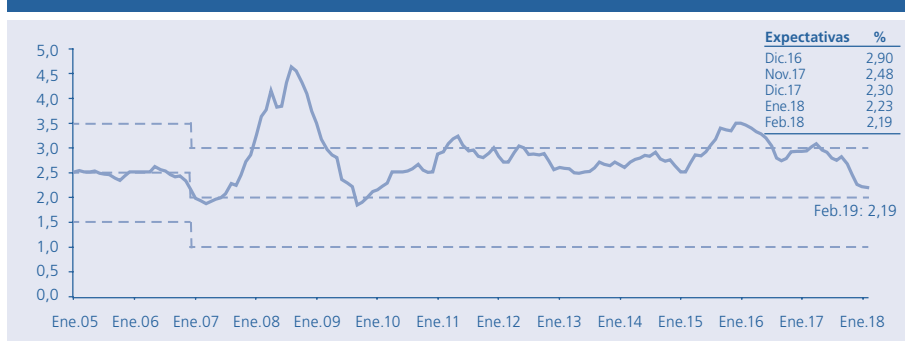


Cuadro 42
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	RI Mar.17	RI Jun. 17	RI Set. 17	RI Dic. 17	RI Mar.18*
Sistema Financiero					
2018	2,7	2,8	2,6	2,5	2,0
2019	2,8	2,8	2,8	2,7	2,5
Analistas Económicos					
2018	2,9	2,8	2,8	2,5	2,3
2019	2,5	2,8	2,7	2,6	2,5
Empresas No Financieras					
2018	3,0	3,0	3,0	3,0	2,5
2019	3,0	3,0	3,0	3,0	2,5

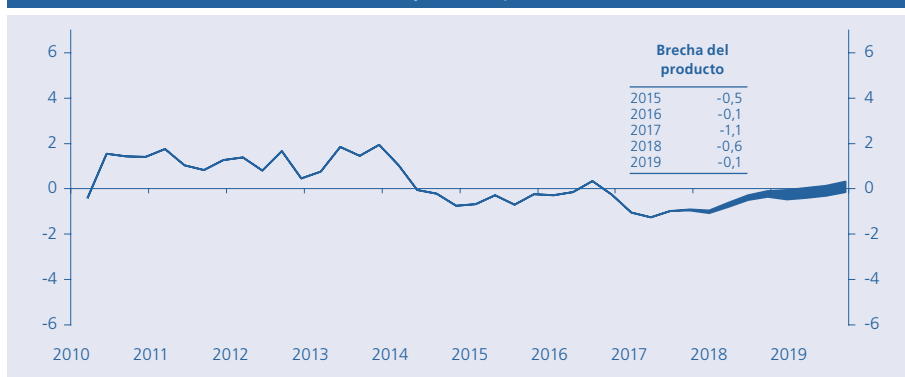
* Encuesta realizada el 28 de febrero.
RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 70
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
(Puntos porcentuales)

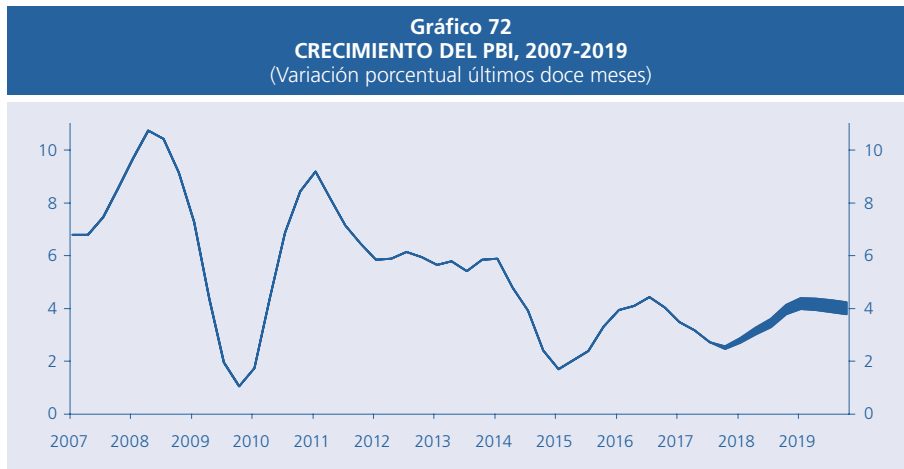


- b) Se prevé que el mayor gasto fiscal en proyectos de infraestructura (inversión pública por la reconstrucción), condiciones externas favorables, y mayor estímulo monetario, contribuyan a acercar la brecha producto a su posición neutral a fines de 2019.

Gráfico 71
BRECHA DEL PRODUCTO, 2010-2019
(Porcentaje del PBI potencial)



La proyección de crecimiento económico en el horizonte 2018-2019 es consistente con esta recuperación gradual de la brecha del producto.



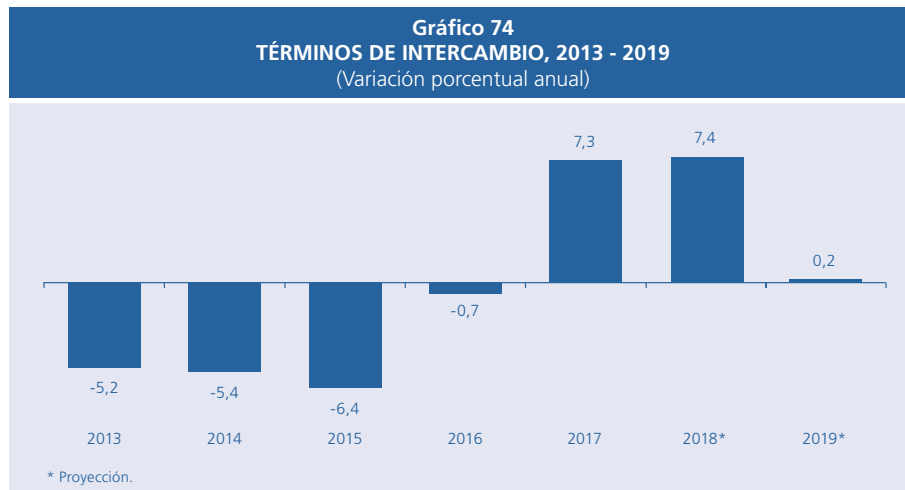
Los principales determinantes de la proyección de la **brecha del producto** son:

- **Confianza empresarial:** se prevé que la confianza se recupere paulatinamente, aunque esta se mantendrá dentro del tramo optimista en el horizonte de proyección.

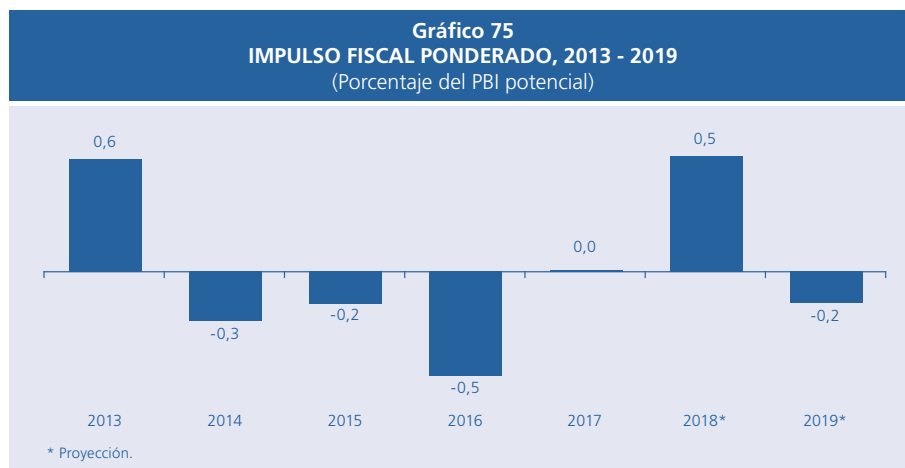


- **Condiciones externas:** se prevé condiciones externas favorables impulsadas por el incremento en los términos de intercambio y por un mayor ritmo de crecimiento de nuestros socios comerciales que el observado durante 2017.

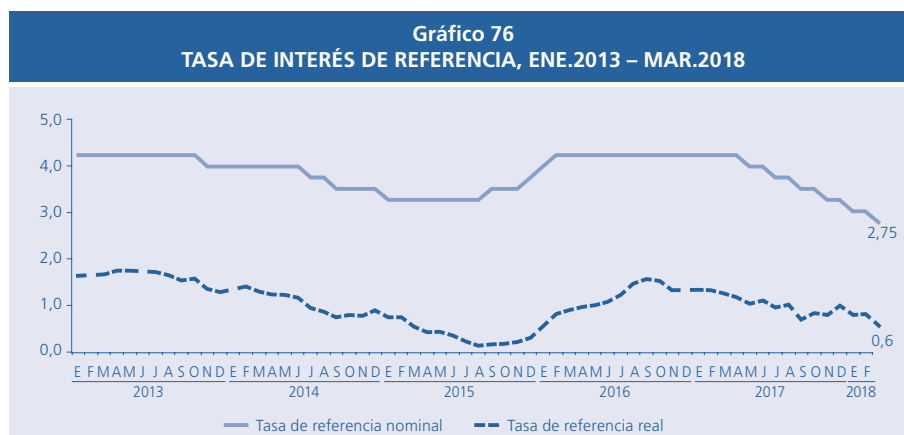




- **Impulso fiscal:** el impulso fiscal ponderado estimado para 2018 sería significativo y estaría asociado al proceso de reconstrucción de la infraestructura afectada por el Fenómeno El Niño Costero y la infraestructura para los Juegos Panamericanos. Para 2019, se espera que el impulso fiscal se torne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



- **Condiciones monetarias:** tomando en cuenta las 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 (tasa real menor a 1,0 por ciento). Por otra parte, si bien se anticipa mayores tasas de interés por parte de la Fed y un aumento en las expectativas de depreciación, las reducciones de encajes en dólares efectuadas por el BCRP compensarán parcialmente este efecto en las condiciones crediticias locales.



Cuadro 43
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(Puntos porcentuales)

	RI Mar.17	RI Jun. 17	RI Set. 17	RI Dic. 17	RI Mar.18*
Sistema Financiero					
2018	4,25	4,00	3,50	3,50	3,25
2019		4,00	4,00	3,75	3,25
Analistas Económicos					
2018	4,25	4,00	3,50	3,50	3,00
2019		4,25	3,75	3,75	3,25

* Encuesta realizada el 28 de febrero.
RI: Reporte de Inflación.

- 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 diciembre, debido principalmente a las previsiones de mayores precios de importación ante un debilitamiento esperado del dólar frente a otras monedas de países desarrollados.

Cuadro 44
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(Soles por US Dólar)

	RI Mar.17	RI Jun. 17	RI Set. 17	RI Dic. 17	RI Mar.18*
Sistema Financiero					
2018	3,45	3,40	3,30	3,29	3,25
2019	3,42	3,48	3,44	3,28	3,25
Analistas Económicos					
2018	3,40	3,40	3,35	3,30	3,28
2019	3,44	3,44	3,40	3,35	3,35
Empresas No Financieras					
2018	3,50	3,40	3,40	3,34	3,30
2019	3,50	3,50	3,43	3,40	3,35

* Encuesta realizada el 28 de febrero.
RI: Reporte de Inflación.





- d) Como se mencionó previamente, se espera que la variación anual de los precios de alimentos y energía se mantengan por debajo del 2,0 por ciento a inicios 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.

Balance de riesgos en el horizonte 2018 - 2019

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

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

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

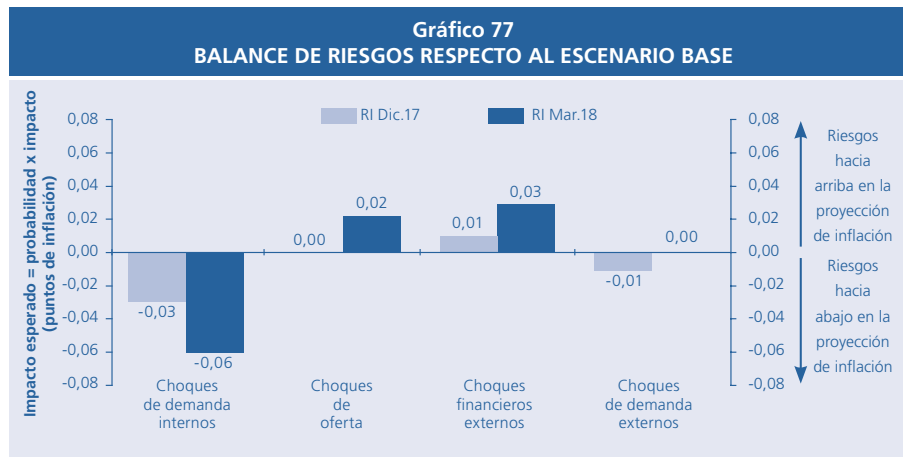
b. **Choques de oferta**

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.

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

Ajustes bruscos en las tasas de interés por parte de la Fed y mayores flujos de capitales hacia los EUA 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. Medidas proteccionistas adicionales por parte de Estados Unidos y represalias comerciales de los países afectados podrían también generar incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros internacionales.

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



Conclusiones

- Se espera que la inflación se ubique por debajo de su valor de largo plazo 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 2,0 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 INFLACIÓN ACUMULADA Y CAMBIO DE PRECIOS RELATIVOS

Introducción

Desde 2002, año en el que se implementó el régimen de política monetaria de metas explícitas de inflación, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana acumuló una variación de 56,3 por ciento hasta diciembre de 2017.

Debido a que el IPC refleja el nivel promedio de los índices de precios de los 174 rubros que lo componen, la inflación total acumulada no muestra los cambios en precios relativos de diferentes bienes y servicios, los cuales se registran cuando el precio de algún rubro acumula una variación diferente a la inflación total. La teoría económica afirma que son los cambios en los precios relativos los que modifican las decisiones de inversión y consumo. Por lo tanto, es importante conocer cómo han evolucionado en el tiempo.

Rubros con mayores variaciones acumuladas positivas y negativas

El IPC es el promedio ponderado de los índices de precios de los rubros que lo componen. Estos ítems y sus respectivas ponderaciones fueron definidos en la Encuesta Nacional de Presupuestos Familiares (ENAPREF) realizada por el INEI entre mayo de 2008 y abril de 2009. Existe una gran dispersión entre las variaciones acumuladas de estos rubros; por ejemplo, la mayor variación acumulada es 431 por ciento, mientras que la menor es -43 por ciento. Asimismo, el índice de alimentos y energía tiene una variación acumulada de 73 por ciento y el índice sin alimentos y energía tiene una variación acumulada de 41 por ciento.

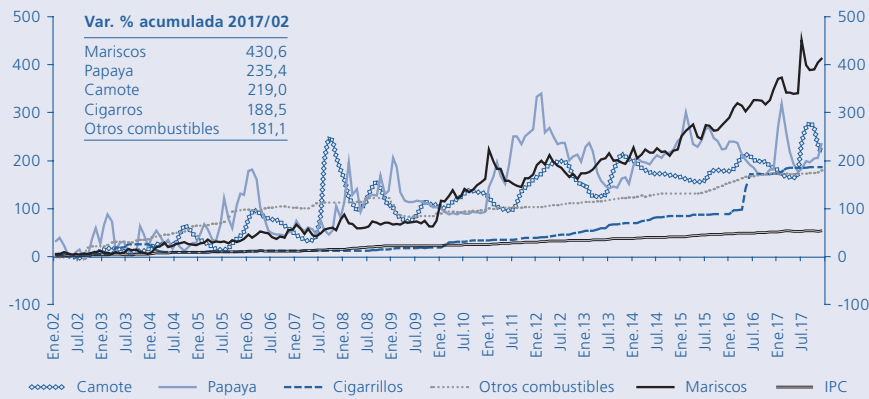
Entre los rubros de mayor variación acumulada se encuentran algunos alimentos como mariscos, papaya, camote, otros combustibles (leña y carbón) y cigarrillos. Los índices de precios de estos rubros han aumentado más que el nivel general de precios, por lo que puede decirse que sus precios relativos han aumentado desde 2002. Por el otro lado, dentro de las variaciones acumuladas más bajas se encuentran aquellos bienes relacionados al avance tecnológico.

El precio de los mariscos muestra un incremento sostenido a lo largo de los años debido a la disminución de la oferta de algunas especies. La variación acumulada del precio de los cigarrillos refleja, en gran parte, el incremento de mayo de 2016, por el alza del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) al tabaco rubio y negro, según el Decreto Supremo N° 112-2016-EF. Debido a esto, entre abril y junio de 2016, el precio de los cigarrillos aumentó 38,1 por ciento. En el caso de papaya y camote, según datos del Sistema de Abastecimiento y Precios del Ministerio de Agricultura (SISAP), el alza en su precio se debería a que el abastecimiento de estos productos no habría aumentado a lo largo de los años. En el caso de la papaya, la desaceleración de la oferta se debería a que los agricultores de la selva optan por cultivos más rentables como cacao, café y palma; mientras que en el caso de camote, se debería a la preferencia de los agricultores en

el norte del país por uvas y mangos (en la segunda mitad del año, el norte del país suele ser la segunda principal región abastecedora de este alimento).

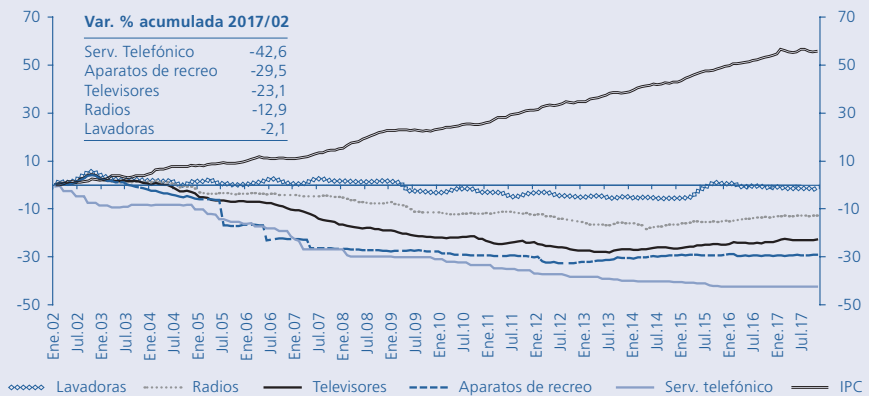
RUBROS CON MAYOR VARIACIÓN ACUMULADA

Variación porcentual acumulada 2017/2002



RUBROS CON MENOR VARIACIÓN ACUMULADA

Variación porcentual acumulada 2017/2002



Entre los rubros de menor variación acumulada se encuentran el servicio telefónico, bienes ligados a la innovación tecnológica directamente (televisores, radios, aparatos de recreo como computadoras y celulares) e indirectamente (refrigeradoras, lavadoras y bombas de luz). Este es un fenómeno que se presenta no solo en Perú, sino en otros países como es documentado en Reinsdorf y Schreyer (2017)²⁰.

En el caso del servicio telefónico, la disminución de su precio se debe a la regulación en el servicio telefónico residencial y a la mayor competencia en el sector de telefonía móvil. En el caso de los

20 Reinsdorf, M. y Schreyer, P. (2017). *Measuring Consumer Inflation in a Digital Economy*. IMF, OECD.



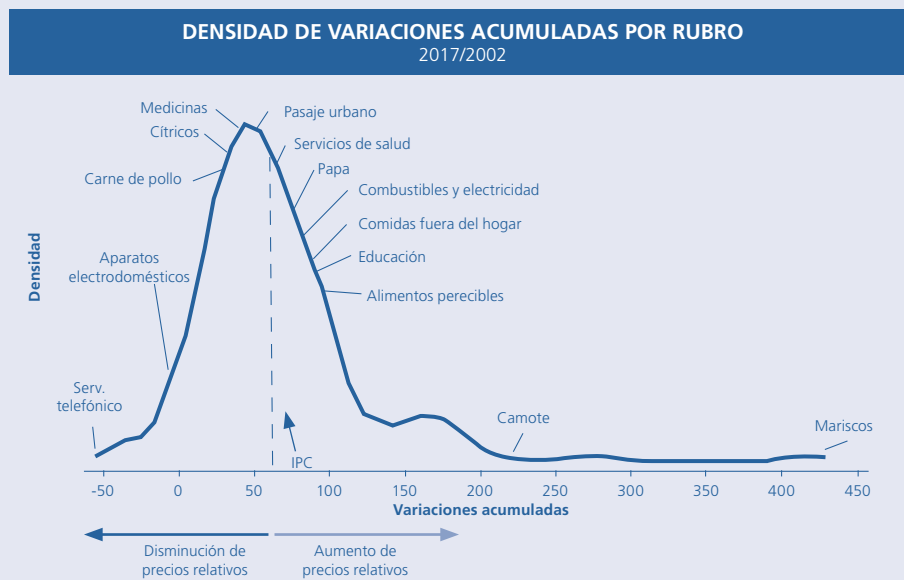


rubros ligados a la tecnología, los bienes de vinculación directa han tenido una gran reducción en su precio; mientras que los bienes de vinculación indirecta han tenido un pequeño aumento acumulado, pero menor a la inflación total acumulada.

Una manera alternativa de presentar las variaciones acumuladas de precios de todos los rubros del IPC y mostrar, además, los aumentos o disminuciones de precios relativos es graficando la distribución²¹ de las variaciones acumuladas de precios de todos los rubros del IPC. Sabiendo que la inflación total acumulada en el período es de 56,3 por ciento, una variación acumulada de precios mayor a este nivel implica un aumento de precios relativos, mientras que el caso contrario, supone una caída de precios relativos.

Se destaca el crecimiento de los precios relativos de los alimentos perecibles (papa entre ellos), educación y comidas fuera del hogar. Por el contrario, el servicio telefónico, los aparatos electrodomésticos y la carne de pollo se encuentran en la sección de disminución de precios relativos de la distribución. Asimismo, otros servicios como salud han tenido variaciones acumuladas muy cercanas a la inflación total acumulada. Respecto a este último, el aumento en los precios de los servicios de salud, por encima de la inflación total, se da a partir de 2013, pero se registra una desaceleración a partir de julio de 2017 vinculada a la desaceleración de los costos de consultas médicas y hospitalización, los rubros de mayor contribución dentro de los servicios de salud.

El aumento del precio del servicio de educación se debe a un mayor crecimiento de la demanda de educación, tanto escolar como universitaria, con relación a la oferta. Asimismo, se observa un incremento de los costos asociados al servicio de educación. Específicamente, se ha dado un aumento en los salarios de profesores, así como un aumento de los costos por el aumento de regulación del sector.



21 El suavizamiento fue realizado a través de la estimación de la distribución de Kernel de las variaciones acumuladas de los 174 rubros.

BANCO DE RESERVA DEL PERU
PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

[Handwritten signatures and names]
E. J. Romello

