



REPORTE DE INFLACIÓN

Setiembre 2017

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

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

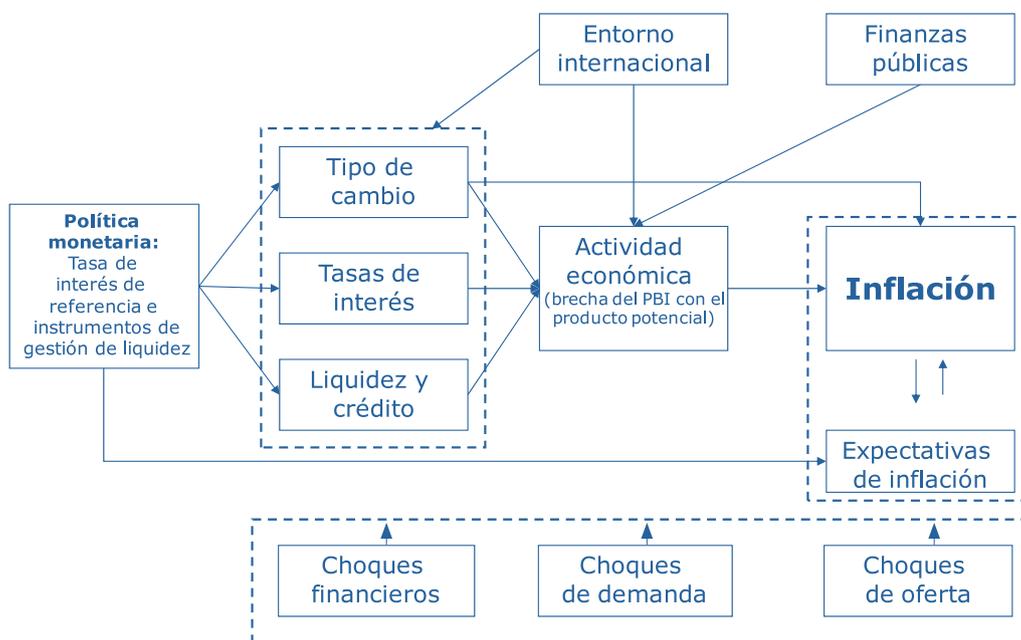


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2019

Setiembre 2017



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

REPORTE DE INFLACIÓN
Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

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

Área de Edición e Imprenta
Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2019

Setiembre 2017

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen	7
I. Escenario internacional.....	11
– Economía global	11
– Mercados financieros	19
– Términos de intercambio.....	23
II. Balanza de pagos	32
– Cuenta corriente.....	32
– Balanza comercial	33
– Financiamiento externo.....	34
III. Actividad económica	38
– PBI gasto.....	39
– PBI sectorial	52
IV. Finanzas públicas.....	58
– Ingresos fiscales	60
– Gasto público	61
– Resultado estructural e impulso fiscal	63
– Deuda pública.....	65
V. Política monetaria y mercados financieros.....	71
– Acciones de política monetaria.....	71
– Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	83
– Mercados financieros	85
VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos	96
– Evolución a agosto de 2017	96
– Proyección 2017-2019	104
– Balance de riesgos en el horizonte 2017-2019	110

RECUADROS

1. Evasión Tributaria	67
2. Re-estimación de la tasa de interés neutral	90
3. Esquemas de metas de inflación y el crecimiento económico	92
4. Evolución reciente del precio de los gasoholes	113
5. Convergencia de tasas de inflación regionales	116

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

Prólogo

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



Resumen

- i. Durante el segundo trimestre de 2017, el **crecimiento mundial** ha sido el mayor en los últimos cinco años, caracterizado por una sincronización en la evolución de las economías desarrolladas y emergentes. Las economías desarrolladas continuaron siendo impulsadas por el dinamismo del mercado laboral, las favorables condiciones financieras y las tenues presiones inflacionarias que descartan un ajuste brusco del estímulo monetario. Las economías emergentes también han mostrado una mejor evolución, en parte favorecidas por la recuperación del precio de los *commodities* y por los estímulos monetarios. En este sentido, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento mundial para 2017 respecto al Reporte previo, de 3,5 a 3,6 por ciento, con las principales correcciones para la Eurozona, Japón y China. Este nivel de crecimiento se mantendría en 2018 y se espera descienda ligeramente, a 3,5 por ciento, en 2019.

La recuperación de los precios de los *commodities* observada viene siendo mayor a la prevista en el Reporte de junio, por lo que se corrige el aumento de los **términos de intercambio** de 5,5 por ciento a 7,0 por ciento en 2017. La recuperación de los términos de intercambio continuaría en 2018 (2,0 por ciento), para luego estabilizarse en el año 2019.

- ii. La reducción del déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** se acentuó durante el primer semestre de este año y reflejó la desaceleración de la demanda interna y los mayores términos de intercambio. En el horizonte de proyección, se prevé que los precios de exportación se mantendrían en niveles promedio cercanos a los alcanzados durante este año.

Consistente con estos desarrollos, el déficit de la cuenta corriente se ubicaría alrededor de 2,0 por ciento para el período 2017-2019. La cuenta financiera de largo plazo seguirá siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos superando de manera holgada los requerimientos de la cuenta corriente.

- iii. La **actividad económica** se ha venido desacelerando desde el último trimestre de 2016 por la moderación de la demanda interna, básicamente por la contracción de la inversión privada y pública, tras el impacto de las medidas de consolidación fiscal, de los casos de corrupción asociados a empresas constructoras brasileñas y del Fenómeno El Niño Costero (sobre todo entre febrero y abril de 2017).

A partir de mayo se ha observado una recuperación de la demanda interna, en línea con la recuperación de la confianza empresarial y de los términos de intercambio, así





como una menor contracción del gasto público, asociada a las medidas del gobierno para destrabar la inversión pública. Asimismo, las exportaciones continuaron siendo la principal fuente de crecimiento del PBI.

Con esta evolución, se ha mantenido la proyección del crecimiento del PBI en 2,8 por ciento para este año y en 4,2 por ciento para 2018. Este nivel de crecimiento se mantendría en 2019, en un contexto de aceleración de la inversión privada y menor crecimiento de la producción minera y la inversión pública.

- iv. Al mes de agosto, el **déficit fiscal** acumulado de los últimos 12 meses se ubicó en 2,9 por ciento del PBI, ligeramente mayor al resultado de fines de diciembre (2,6 por ciento del PBI), resultado que reflejó la tendencia descendente de los ingresos corrientes, en línea con la desaceleración de la actividad, las mayores devoluciones de impuestos y las recientes medidas de recorte tributario. Por su parte, los gastos corrientes han mostrado desde el segundo trimestre un menor ritmo de caída, particularmente los de formación bruta de capital.

En este sentido, tal como se consideró en el Reporte previo, se mantiene las proyecciones de déficit fiscal para 2017 y 2018, de 3,0 y 3,5 por ciento del PBI, niveles que permiten el espacio fiscal para los mayores gastos de reconstrucción de la infraestructura afectada por el Fenómeno El Niño Costero. Para 2019, se espera un descenso del déficit a 2,9 por ciento del PBI, consistente con la consolidación fiscal.

- v. La tendencia descendente de la inflación registrada desde abril se interrumpió brevemente por el alza del precio del limón (julio/agosto) y el alza de las tarifas de agua (agosto), eventos que impulsaron la inflación a 3,17 por ciento anual en agosto, por encima del rango meta. Pese a esta evolución, las expectativas de inflación a doce meses han seguido descendiendo, ubicándose dentro del rango meta en los últimos tres meses, resultado que refleja una correcta lectura por parte de los agentes económicos sobre la temporalidad del reciente choque de oferta. En este contexto, el Directorio del BCRP redujo la **tasa de referencia** a 3,75 por ciento en julio, la mantuvo en dicho nivel en agosto y la redujo a 3,50 por ciento en setiembre.

Con esta disminución de la tasa de interés de referencia, se ha ampliado la posición de política monetaria expansiva. Dicha posición es consistente con una convergencia de la tasa de inflación hacia el 2,0 por ciento con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda.

- vi. El **crédito al sector privado** creció 5,3 por ciento interanual en julio, tasa ligeramente menor a la observada al cierre de 2016 (5,6 por ciento). Esta evolución del crédito responde a la moderación de la demanda interna del sector privado, reflejada en la desaceleración del crédito a medianas empresas y del crédito de consumo vía tarjetas de crédito. Para el horizonte de proyección 2017-2019, se prevé que el crecimiento

del crédito al sector privado evolucione conforme al ritmo de crecimiento de la demanda interna.

- vii. Se proyecta que la **inflación** se ubique dentro del rango meta durante el cuarto trimestre del presente año, para converger sostenidamente hacia 2,0 por ciento durante 2018. Esta proyección incorpora una reversión rápida en los precios de alimentos afectados por factores climáticos adversos asociados con el Fenómeno El Niño Costero (lluvias excesivas) durante el primer trimestre y su impacto en el abastecimiento de estos productos durante el tercer trimestre.

Los **factores de riesgo** considerados en este Reporte –choque de oferta, choques de demanda, mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y caída de los términos de intercambio– presentan un sesgo ligero a la baja en la proyección de la inflación, es decir, que el impacto de factores a la baja de la inflación es mayor al de los factores al alza.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES							
	2015	2016	2017 ^{1/}		2018 ^{1/}		2019 ^{1/}
			RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun.17	RI Set.17	RI Set.17
Var. % real							
1. Producto bruto interno	3,3	4,0	2,8	2,8	4,2	4,2	4,2
2. Demanda interna	2,9	1,0	1,9	2,3	4,0	4,2	4,2
a. Consumo privado	3,4	3,4	2,5	2,6	3,0	3,3	3,8
b. Consumo público	9,8	-0,5	2,3	2,3	3,0	3,6	2,0
c. Inversión privada fija	-4,3	-5,9	-1,8	-1,0	5,3	5,3	7,5
d. Inversión pública	-9,5	0,6	7,0	7,0	15,0	15,0	4,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	4,0	9,5	5,9	5,0	4,4	3,8	4,4
4. Importaciones de bienes y servicios	2,4	-2,2	2,9	3,3	3,5	4,1	4,6
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	3,2	2,8	3,2	3,3	3,3	3,3	3,2
Nota:							
Brecha del producto ^{2/} (%)	-1,0; 0,0	-1,0; 0,1	-1,7; 0,0	-1,5; -0,5	-1,2; 0,0	-1,0; 0,0	-0,5; 0,0
Var. %							
6. Inflación	4,4	3,2	2,0-2,5	2,0-2,5	2,0-2,2	2,0	2,0
7. Inflación esperada ^{3/}	-	-	3,0	2,8	2,8	2,7	2,7
8. Depreciación esperada ^{3/}	-	-	-2,7	-2,5	1,5	1,6	1,3
9. Términos de intercambio ^{4/}	-6,4	-0,7	5,5	7,0	0,0	2,0	0,0
a. Precios de exportación	-15,0	-3,6	10,2	12,0	0,6	2,2	1,0
b. Precios de importación	-9,2	-3,0	4,5	4,7	0,6	0,1	1,0
Var. % nominal							
10. Circulante	3,8	6,5	5,0	5,0	5,9	5,9	5,9
11. Crédito al sector privado ^{5/}	8,0	5,6	5,0	5,5	6,2	7,0	7,0
% PBI							
12. Inversión bruta fija	24,3	22,5	21,6	21,6	22,3	22,2	22,9
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-4,8	-2,7	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1
14. Balanza comercial	-1,5	1,0	2,3	2,3	2,7	2,8	2,7
15. Entrada de capitales externos de largo plazo ^{6/}	6,6	4,6	3,7	5,0	3,8	4,0	4,2
16. Ingresos corrientes del gobierno general	20,0	18,5	18,3	18,1	18,2	18,3	18,4
17. Gastos no financieros del gobierno general	21,3	20,0	20,2	20,0	20,4	20,4	19,9
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,1	-2,6	-3,0	-3,0	-3,5	-3,5	-2,9
19. Saldo de deuda pública total	23,3	23,8	25,8	24,9	26,6	26,9	27,7
20. Saldo de deuda pública neta	6,6	8,0	10,4	10,0	13,4	13,0	15,4
<p>1/ Proyección. 2/ Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje). 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. RI: Reporte de Inflación.</p>							

I. Escenario internacional

Economía global

1. La economía mundial viene mostrando un avance sincronizado en los distintos indicadores de actividad. En el presente Reporte de Inflación se proyecta que la economía global se recupere respecto al año pasado y observe en 2017 una expansión de 3,6 por ciento, tasa ligeramente superior a la estimada en el Reporte de Junio. Se espera un mayor crecimiento tanto en las economías desarrolladas como en las economías emergentes. Revisiones al alza, respecto al Reporte de Inflación de junio, se observan en la Eurozona, Japón y China. Se estima un crecimiento de 3,6 por ciento y de 3,5 por ciento en 2018 y 2019, respectivamente.

Cuadro 1
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

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

1/ 2016

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

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Fuente: Bloomberg, FMI, Consensus Forecast.





Gráfico 1
CRECIMIENTO DEL PBI
(Variación porcentual anual)



2. En **Estados Unidos**, se mantiene la proyección de crecimiento y se estima que la economía crezca 2,2 por ciento en 2017, 2,1 por ciento en 2018 y 2,0 por ciento en 2019. En los últimos meses esta economía ha mostrado un ritmo de crecimiento más acelerado, a la vez que el mercado laboral ha seguido fortaleciéndose. A pesar de ello, la tasa de inflación evidencia cierta desaceleración situándose por debajo de 2 por ciento. Estos resultados han generado opiniones divididas entre los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal (Fed) respecto al ajuste gradual de tasas de interés en 2017 y 2018.

En el segundo trimestre, el PBI creció 3,0 por ciento, acelerándose respecto al primer trimestre de 2017. La mejora del crecimiento respecto al trimestre previo se debió a un mayor crecimiento del consumo privado (3,3 por ciento) y la inversión privada (3,6 por ciento). El mayor consumo explicó 2,3 puntos en contribución al PBI, mientras que la inversión privada contribuyó en 0,6 puntos.

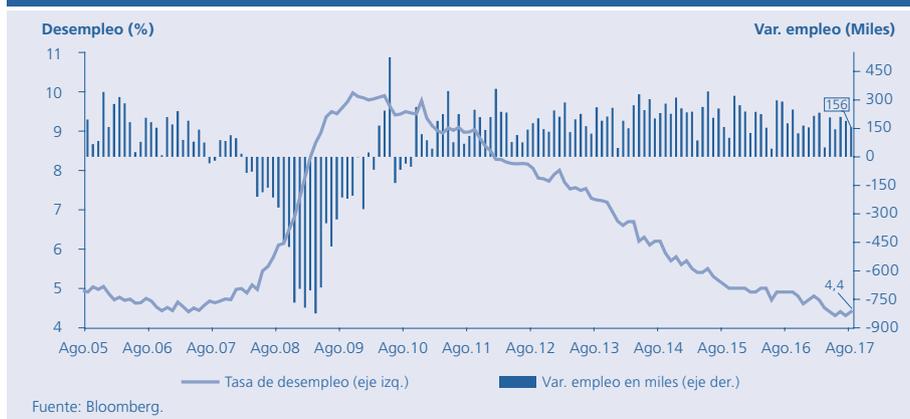
Cuadro 2
ESTADOS UNIDOS: PBI
(Variación porcentual anual)

	2014	2015	2016				Año	2017	
			I	II	III	IV		I	II
Consumo personal	2,9	2,5	1,8	3,8	2,8	2,9	2,7	1,9	3,3
Inversión privada bruta	5,5	0,9	-4,0	-2,7	2,4	8,5	-1,6	-1,2	3,6
Variación de inventarios*	-0,1	0,2	-0,6	-0,7	0,2	1,1	-0,4	-1,5	0,0
Exportaciones	4,3	0,1	-2,6	2,8	6,4	-3,8	-0,3	7,3	3,7
Importaciones	4,5	-0,8	-0,2	0,4	2,7	8,1	1,3	4,3	1,6
Gasto de gobierno	-0,6	0,3	1,8	-0,9	0,5	0,2	0,8	-0,6	-0,3
PBI	2,6	2,9	0,6	2,2	2,8	1,8	1,5	1,2	3,0

* En contribución ponderada.
Fuente: BEA.

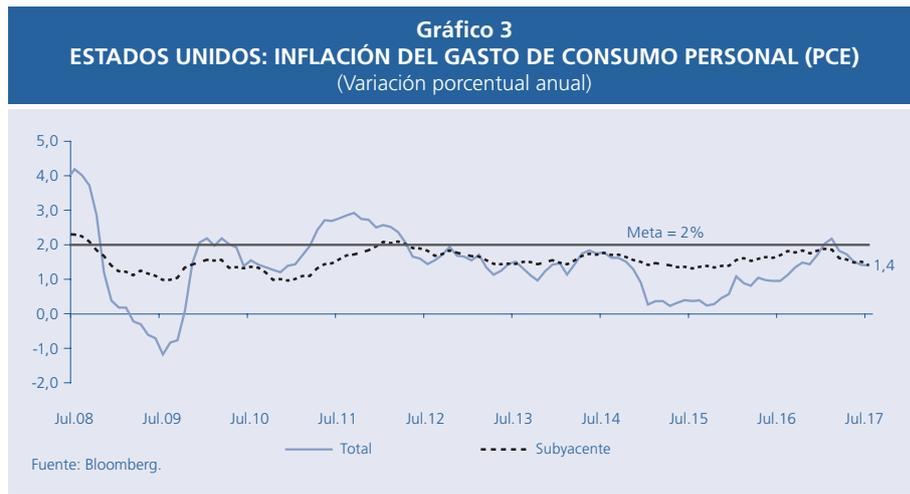
La mejora en la actividad económica se refleja también en la evolución favorable de los indicadores del mercado de trabajo. El último reporte de empleo de agosto mostró que el mercado laboral experimentó un ritmo de contratación positivo y condiciones más favorables. En lo que va del año, el promedio mensual de contratación ascendió a 176 mil, impulsado por la mayor demanda de trabajadores en los sectores de servicios empresariales, cuidado de la salud y asistencia social. Con ello, se mantiene la tendencia favorable observada desde 2010, con una creación acumulada de puestos de 16,9 millones. La tasa de participación (ratio Población Económicamente Activa respecto a la población total) subió a 62,9 por ciento y la tasa de desempleo se ubicó en 4,4 por ciento, tasa similar a los niveles mínimos observados previo a la crisis financiera internacional. El salario promedio por hora de agosto aumentó 2,5 por ciento con respecto a igual mes del año anterior.

Gráfico 2
ESTADOS UNIDOS: NÓMINAS Y TASA DE DESEMPLEO





La inflación total del Gasto de Consumo Personal (PCE) se ubicó en 1,4 por ciento anual, debido a la desaceleración de los precios de la energía. La inflación subyacente del PCE fue 1,4 por ciento anual, menor a la registrada en mayo. La medida total también es menor a la observada en mayo (1,5 por ciento).

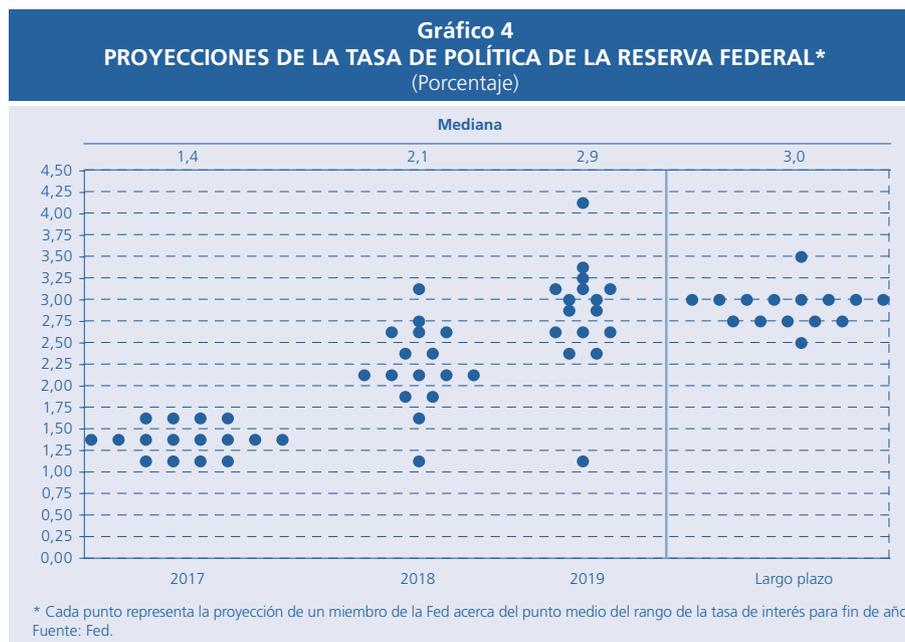


En este contexto, la Fed decidió mantener su rango de tasas de interés en 1,00-1,25 por ciento en su reunión del 25-26 de julio. Las proyecciones de los miembros del comité, publicadas en junio, mostraron una ligera corrección al alza en el crecimiento; mientras se revisaron a la baja la inflación y el desempleo, que continúa en línea con los últimos datos publicados. Los indicadores de julio y agosto refuerzan esta percepción de recuperación económica con bajas presiones inflacionarias. En línea con ello, la probabilidad de un alza adicional de tasas por parte de la Fed en lo que resta del año se ha reducido. Respecto a mayo, la probabilidad de un alza de la tasa de interés en diciembre pasó de 46 por ciento a 37 por ciento.

Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED*

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

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



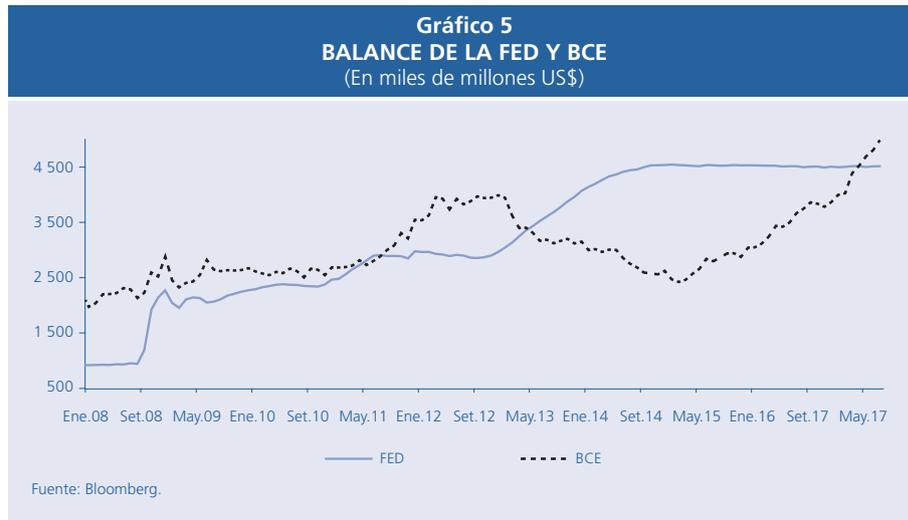
3. La proyección de crecimiento de la **Eurozona** se revisa al alza para 2017 (de 1,7 a 1,9 por ciento) y para 2018 (de 1,6 a 1,7 por ciento). Para 2019 se prevé que el ritmo de expansión aminore ligeramente (1,6 por ciento) en un contexto de inicio de salida del Reino Unido de la Unión Europea.

La región continúa mostrando una sólida recuperación: en el segundo trimestre la actividad se expandió a una tasa de 0,6 por ciento apoyada en el dinamismo de la demanda interna. El consumo privado continúa impulsado por las ganancias de empleo y por la mayor riqueza de los hogares (pago de dividendos), mientras que la inversión se ha visto favorecida por las condiciones financieras y la mejora en las ganancias corporativas. Este escenario positivo se mantendría en el tercer trimestre: los resultados electorales en Francia y el mayor crecimiento global han permitido un incremento en la confianza y han dado un impulso a la manufactura y los servicios.

Si bien esta tendencia favorable se da en casi todos los países de la región, Alemania y España registran las mayores revisiones al alza en la proyección de crecimiento para el año 2017.

La inflación en la Eurozona aún se mantiene contenida (1,5 por ciento en agosto) aunque la inflación subyacente ha mostrado una ligera tendencia al alza. En ese contexto, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo su tasa de política monetaria pero se espera que en su reunión de octubre próximo otorgue señales al mercado sobre el inicio del retiro de su estímulo. En esta decisión, un elemento a tomar en cuenta es la tendencia apreciativa del euro observada en lo que va del año y que podría afectar la recuperación del sector exportador.





4. En **Japón** se registró una tasa de crecimiento del PBI de 1,4 por ciento en el segundo trimestre de 2017, tasa similar a la del primer trimestre (1,5 por ciento), destacando el dinamismo de la demanda interna. En línea con este desempeño, se ha revisado al alza la proyección de crecimiento para 2017, de 1,2 a 1,3 por ciento. Para 2018, se revisa también la proyección de 0,9 a 1,0 por ciento. La desaceleración en la tasa de crecimiento respecto al 2017 refleja el retiro previsto del estímulo fiscal. Para 2019 se contempla una tasa de crecimiento de 1,0 por ciento.
5. En **China**, la economía creció 6,9 por ciento en el segundo trimestre (la misma tasa del primer trimestre), por encima de lo esperado, manteniéndose en lo que va del año un mayor ritmo de incremento que el del año previo (6,7 por ciento). Este resultado ha estado asociado principalmente a la evolución de la inversión pública y al dinamismo del crédito, el cual continúa creciendo a altas tasas a pesar de las medidas para reducir el apalancamiento corporativo. Tomando en cuenta este comportamiento, se ha revisado la proyección de crecimiento al alza de 6,6 a 6,7 por ciento, previsión que contempla una moderación en el ritmo de crecimiento del segundo semestre. A partir de julio, se han empezado a evidenciar signos de tal moderación en indicadores como la producción industrial, las ventas minoristas y la inversión en activos fijos. Para 2018, se mantiene la previsión de una tasa de crecimiento de 6,2 por ciento, y para el año 2019 se contempla una moderación del ritmo de crecimiento a una tasa de 6,0 por ciento.

Cuadro 4
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

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

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

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

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

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

Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística.





Luego de doce trimestres de contracción, la economía de **Brasil** mostró una ligera recuperación en el segundo trimestre (0,3 por ciento). La recuperación, apoyada principalmente por el comercio exterior, se ve limitada por la inestabilidad política y la incertidumbre sobre la continuidad de las reformas económicas, en especial la del sistema de pensiones.

México ha mostrado una desaceleración leve, aunque su desempeño es mejor que lo esperado a inicios de año. Al igual que Chile, su principal impulso ha provenido del consumo, el cual ha mostrado solidez a pesar del incremento de la inflación y la política monetaria contractiva. Por otro lado, los factores externos también han tenido un impacto favorable debido a la menor probabilidad de que Estados Unidos adopte medidas proteccionistas.

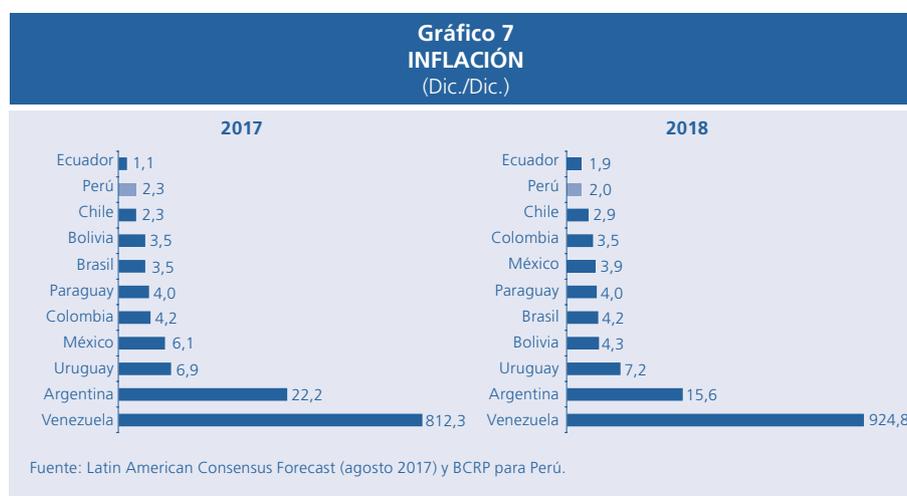
En **Colombia**, la economía estuvo impulsada por el sector comercio, el cual se recuperó luego de haber sido afectado en el trimestre anterior por el incremento del impuesto al valor agregado (IVA). A ello se sumó el ciclo de flexibilización monetaria ante la evidencia de menores presiones inflacionarias.

En **Chile**, los efectos de la huelga en la mina La Escondida se han disipado. La aceleración del producto fue explicada por el buen ritmo del consumo privado apoyado por la recuperación del empleo formal. La continuidad de esta tendencia podría ser un factor positivo para los próximos trimestres: los índices de actividad se han recuperado, mientras que el consumo minorista mantiene un ritmo sólido. Por el lado negativo, la inversión sigue siendo el principal contrapeso para la actividad.



En los últimos meses, las presiones inflacionarias se redujeron debido a la caída del precio de los alimentos. En el caso de Colombia, este factor ha

propiciado la convergencia de la inflación hacia su rango meta. Por su parte, en Chile y Brasil, la inflación ha caído por debajo de sus rangos metas. Este contexto ha propiciado la flexibilización de la política monetaria en la región, la cual se espera que continúe en Chile, Colombia y Brasil. La excepción es México, donde el Banco Central ha elevado sus tasas para contener los choques inflacionarios producidos por el alza del precio de los combustibles y alimentos. No obstante, se percibe que dichos factores se dispararían en la segunda mitad del año.



Mercados financieros

- Los mercados financieros estuvieron influenciados por las expectativas en torno a la posición de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo. Mientras que en EUA, la baja inflación redujo las probabilidades de mayores alzas de las tasas de interés, en la Eurozona aumentaron las expectativas de una política monetaria menos acomodaticia. En este contexto, el dólar se depreció frente a la mayoría de monedas y los rendimientos de los títulos de renta fija del tesoro americano se vieron presionados a la baja.

El yen, en su calidad de activo de refugio, se apreció durante los episodios de mayor volatilidad. En contraste, la libra se depreció debido a la moderación de las presiones de inflación y, consecuentemente, a la menor expectativa de que el Banco de Inglaterra eleve sus tasas en la segunda mitad del año.

El dólar se debilitó también frente a la mayoría de monedas emergentes. En América Latina, las monedas se vieron impulsadas por la recuperación del precio de los *commodities* y por el menor riesgo político.





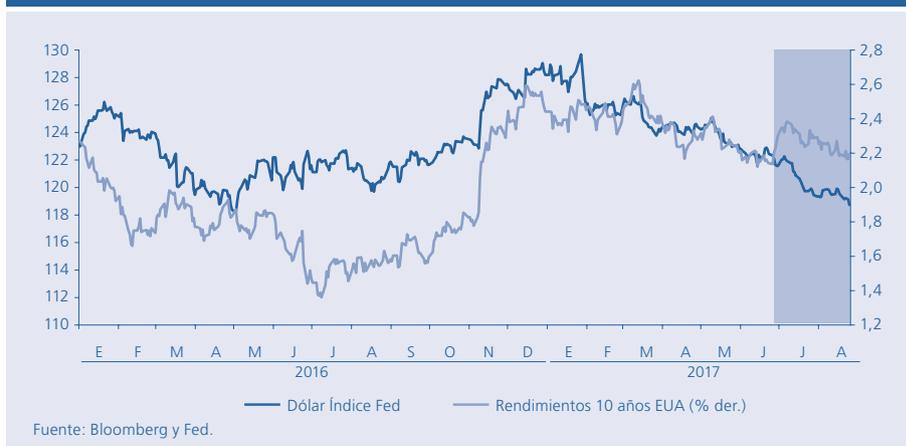
Cuadro 6
TIPOS DE CAMBIO
(Unidades monetarias por US dólar)

		Dic.16	Jun.17	Ago.17	Variación porcentual	
					Ago./Jun.	Ago./Dic.
Índice dólar*	US Dollar Index	102,21	95,63	92,67	-3,1	-9,3
Euro	Euro	0,951	0,875	0,840	-4,1	-11,7
Suiza	Franco Suizo	1,018	0,958	0,959	0,0	-5,8
Japón	Yen	116,92	112,41	109,99	-2,2	-5,9
Reino Unido	Libra	0,811	0,768	0,773	0,7	-4,6
Brasil	Real	3,256	3,308	3,149	-4,8	-3,3
Chile	Peso	670	665	626	-6,0	-6,7
Colombia	Peso	3 003	3 053	2 956	-3,2	-1,6
México	Peso	20,74	18,13	17,89	-1,3	-13,7
Perú	Sol	3,36	3,26	3,25	-0,2	-3,2
Rusia	Rublo	4,49	4,29	4,27	-0,5	-4,8
Sudáfrica	Rand	13,75	13,06	13,02	-0,3	-5,3
Turquía	Lira	3,53	3,52	3,45	-1,9	-2,1
China	Yuan	6,95	6,78	6,59	-2,8	-5,1
Corea Del Sur	Won	15,88	16,64	17,35	4,3	9,3
India	Rupia	61,27	58,93	58,07	-1,5	-5,2
Indonesia	Rupia	13 455	13 330	13 362	0,2	-0,7
Malasia	Ringgit	4,49	4,29	4,27	-0,5	-4,8
Tailandia	Bath	35,86	33,94	33,19	-2,2	-7,4

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

8. Los **mercados de renta fija** se vieron afectados por las expectativas de la política monetaria en Estados Unidos y Europa, señaladas anteriormente. El resurgimiento de los riesgos geopolíticos también fue otro de los principales determinantes. En Estados Unidos los rendimientos de largo plazo también estuvieron afectados por la escasez de avances en la agenda fiscal para impulsar el crecimiento y por una serie de eventos políticos.

Gráfico 8
ÍNDICE DÓLAR FED Y RENDIMIENTOS A 10 AÑOS DE ESTADOS UNIDOS
(Enero 2016 - agosto 2017)



Cuadro 7
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

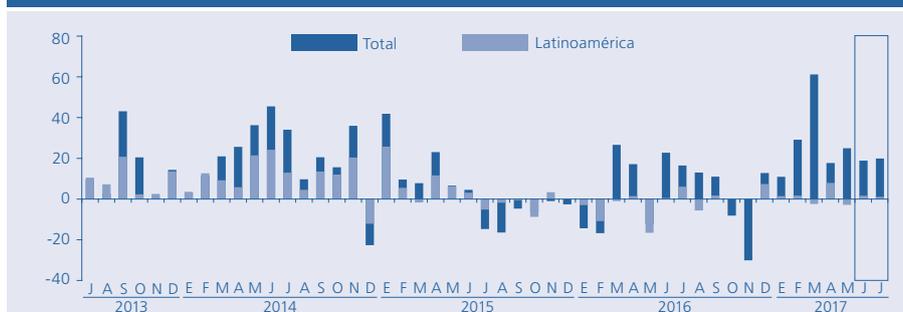
	Dic.16	Jun.17	Ago.17	Variación (puntos básicos)	
				Ago./Jun.	Ago./Dic.
Estados Unidos	2,45	2,31	2,12	-19	-33
Alemania	0,20	0,47	0,36	-11	16
Francia	0,68	0,81	0,66	-15	-2
Italia	1,81	2,15	2,04	-11	23
España	1,38	1,52	1,55	-3	17
Grecia	7,02	5,36	5,48	12	-154
Suiza	-0,19	-0,02	-0,14	-12	5
Japón	0,04	0,08	0,00	-8	-4
Gran Bretaña	1,24	1,26	1,03	-22	-20
Brasil	11,40	10,54	9,98	-56	-143
Colombia	7,11	6,42	6,73	31	-38
Chile	4,29	4,13	4,34	21	5
México	7,42	6,78	6,84	5	-58
Perú	6,36	5,35	5,14	-21	-122
Rusia	4,46	4,28	3,92	-36	-54
Sudáfrica	8,91	8,77	8,56	-21	-35
Turquía	11,08	10,27	10,36	9	-72
China	3,06	3,57	3,66	9	60
Corea Del Sur	2,07	2,22	2,27	5	19
India	6,52	6,51	6,53	1	1
Indonesia	7,91	6,80	6,67	-13	-125
Malasia	4,19	3,92	3,89	-3	-30
Tailandia	2,65	2,48	2,32	-16	-33

Fuente: Bloomberg.

En Europa, los bonos soberanos de Alemania y Reino Unido siguieron un comportamiento similar al de los bonos de Estados Unidos. Cabe añadir que el mercado ha descartado la posibilidad de que el BCE cambie su retórica sobre el curso actual de su política monetaria. Por otro lado, los *spreads* de los países periféricos mayormente cayeron, favorecidos por el buen desempeño económico en el bloque y por la expectativa de que el estímulo monetario continúe.

Por su parte, los flujos de capitales hacia las economías emergentes fueron positivos durante la mayor parte del período. La baja volatilidad en los mercados internacionales y la recuperación del precio de los *commodities* fueron los principales determinantes. En el caso de América Latina, la tendencia regresó al terreno positivo, favorecida por la menor percepción de riesgo político en la región.

Gráfico 9
FLUJO TOTAL DE NO RESIDENTES A MERCADOS EMERGENTES
(Miles de millones de US\$)



Fuente: IIF.





9. Los **mercados de renta variable** tuvieron, en la mayoría de casos, una tendencia al alza determinada por reportes corporativos positivos correspondientes al segundo trimestre. Otro factor relevante fue la recuperación del precio de los *commodities*, lo cual impulsó especialmente a las bolsas emergentes. Los mercados de renta variable se vieron favorecidos, además, por una baja aversión al riesgo que, excepto durante las tensiones geopolíticas entre Estados Unidos y Corea del Norte, se mantuvo cerca de sus mínimos históricos.

A pesar de los resultados del segundo trimestre y el buen ritmo de las economías de la Eurozona, los principales índices bursátiles de esta región cayeron. Esto se debió a la percepción de que el Banco Central Europeo retiraría paulatinamente su política expansiva. Dicho impacto no ha sido completamente revertido por la posterior insistencia de la autoridad monetaria acerca de la necesidad de mantener el estímulo.

Cuadro 8
BOLSAS MUNDIALES

		Dic.16	Jun.17	Ago.17	Variación (%)	
					Ago./Jun.	Ago./Dic.
VIX ^{1/}	S&P 500	14,04	11,18	10,59	-0,6	-3,5
Estados Unidos	Dow Jones	19 763	21 350	21 948	2,8	11,1
Alemania	DAX	11 481	12 325	12 056	-2,2	5,0
Francia	CAC 40	4 862	5 121	5 086	-0,7	4,6
España	IBEX 35	9 352	10 445	10 300	-1,4	10,1
Italia	FTSE MIB	19 235	20 584	21 670	5,3	12,7
Grecia	ASE	644	824	825	0,2	28,3
Suiza	SMI	8 220	8 907	8 925	0,2	8,6
Japón	Nikkei 225	19 114	20 033	19 646	-1,9	2,8
Reino Unido	FTSE 100	7 143	7 313	7 431	1,6	4,0
Brasil	BOVESPA	60 227	62 900	70 835	12,6	17,6
México	IPC	45 643	49 857	51 210	2,7	12,2
Chile	IGP	20 734	23 787	25 727	8,2	24,1
Colombia	IGBC	10 106	10 891	11 049	1,4	9,3
Perú	Ind. Gral.	15 567	16 133	17 616	9,2	13,2
Rusia	RTSI\$	1 152	1 001	1 096	9,5	-4,9
Sudáfrica	JSE	50 654	51 611	56 522	9,5	11,6
Turquía	XU100	78 139	100 440	110 011	9,5	40,8
China	Shangai C.	3 104	3 192	3 361	5,3	8,3
Corea Del Sur	Seul C.	2 026	2 392	2 363	-1,2	16,6
India	CNX Nifty	8 186	9 521	9 918	4,2	21,2
Indonesia	JCI	5 297	5 830	5 864	0,6	10,7
Malasia	KLSE	1 642	1 764	1 773	0,5	8,0
Tailandia	SET	1 543	1 575	1 616	2,6	4,7

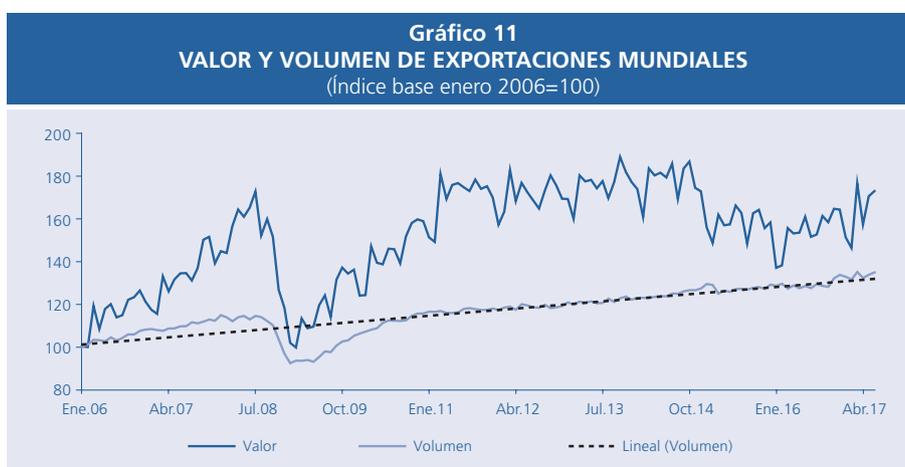
1/ Volatilidad implícita en opciones sobre el S&P 500. Proxy de riesgo de mercado. Variación en puntos básicos.
Fuente: Bloomberg.



Términos de intercambio

10. Para 2017 se espera que los términos de intercambio del comercio exterior de Perú aumenten 7,0 por ciento, incremento superior al previsto en junio. El precio de las exportaciones aumentaría 12,0 por ciento mientras que el de las importaciones lo haría en 4,7 por ciento. Para 2018, los términos de intercambio se han revisado al alza a 2,0 por ciento por la subida en metales. Para 2019, los términos de intercambio se mantendrían.

Las condiciones favorables del crecimiento global se han manifestado en mayores volúmenes de comercio mundial, los cuales se han ubicado por encima de su tendencia de largo plazo en lo que va del año, beneficiando el avance de los precios de los *commodities*.





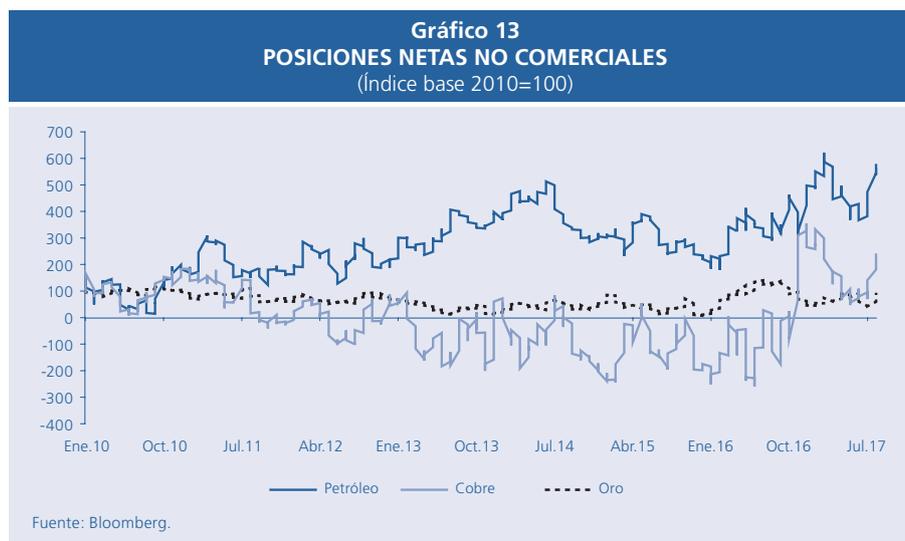
Cuadro 9
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2016-2019

	2016	I Sem. 2017	2017*		2018*		2019*
			Ri Jun.17	Ri Set.17	Ri Jun.17	Ri Set.17	Ri Set.17
Términos de intercambio (var. % anual)	-0,7	8,3	5,5	7,0	0,0	2,0	0,0
Precios de Exportaciones (var. % anual)	-3,6	14,9	10,2	12,0	0,6	2,2	1,0
<i>Cobre (ctv US\$ por libra)</i>	221	261	259	274	262	293	295
<i>Zinc (ctv US\$ por libra)</i>	95	122	121	126	119	129	127
<i>Plomo (ctv US\$ por libra)</i>	85	101	100	103	100	107	108
<i>Oro (US\$ por onza)</i>	1 248	1 238	1 242	1 252	1 258	1 286	1 295
Precios de Importaciones (var. % anual)	-3,0	6,1	4,5	4,7	0,6	0,1	1,0
<i>Petróleo (US\$ por barril)</i>	43	50	51	49	51	49	49
<i>Trigo (US\$ por TM)</i>	143	146	146	150	167	169	183
<i>Maíz (US\$ por TM)</i>	135	136	143	139	158	156	161
<i>Aceite de Soya (US\$ por TM)</i>	696	688	710	712	740	754	755
<i>Leche entera (US\$ por TM)</i>	2 471	3 120	3 118	3 181	3 111	3 189	3 158

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

Las proyecciones de los principales productos de exportación se han revisado al alza en línea con los últimos datos ejecutados. Por el lado de las importaciones, se ha revisado ligeramente a la baja el precio del petróleo ante la mayor producción de EUA.

El impulso a los metales básicos provino de un crecimiento económico global por encima de lo esperado, en particular de China, principal demandante de *commodities*, y por restricciones en la oferta, en especial en el caso del cobre. En el caso del oro, la cotización se elevó por las perspectivas de un dólar más débil y por las tensiones geopolíticas. Destacan el incremento en las posiciones no comerciales del cobre y petróleo y, en menor medida, del oro y zinc.



a. Cobre

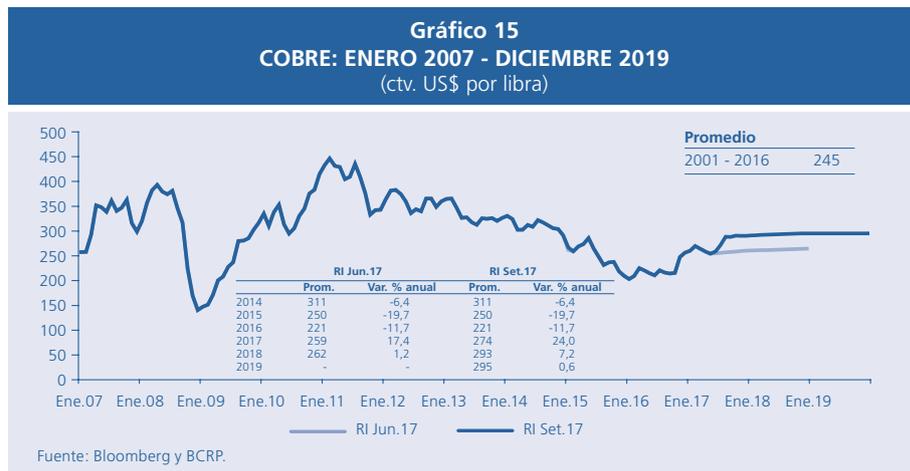
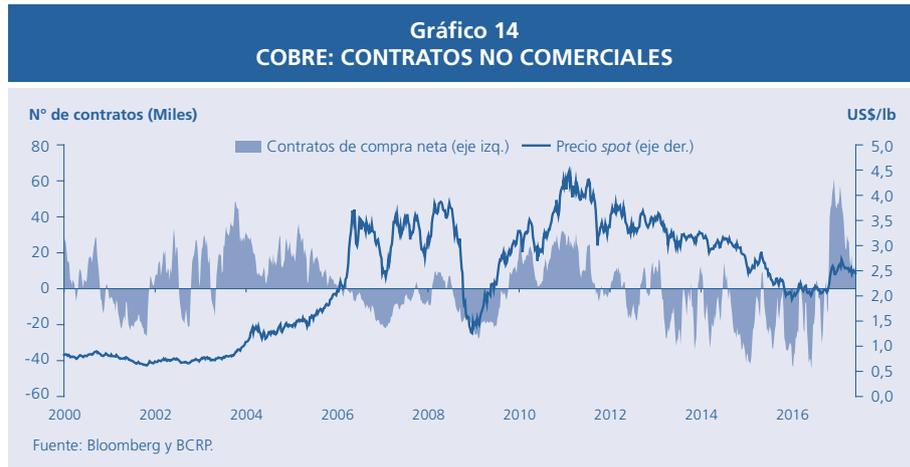
En agosto, la cotización del cobre alcanzó un promedio mensual de US\$ 2,95 por libra, superior en 14 por ciento al nivel de junio. Con ello, acumuló un incremento de 15 por ciento en los primeros ocho meses del año.

Las recientes presiones al alza se explicaron por las condiciones de demanda, particularmente en China. Los datos de actividad han sido más favorables que lo previsto en el Reporte de Inflación previo, en particular de aquellas actividades vinculadas a la demanda por este metal (como electrodomésticos y redes eléctricas).

Las restricciones de oferta también afectaron al mercado. En los últimos meses los recortes de producción continuaron por huelgas en minas de Chile, Indonesia y Perú y por paralizaciones de otra índole (Congo y Zambia). En este entorno, las principales empresas mineras redujeron sus estimados de producción para el año. Otro factor que afectó las perspectivas de la oferta fueron las expectativas de que China limite sus importaciones de cobre reciclado el próximo año.

La percepción de un mercado más ajustado ha estado acompañada del retorno de inversionistas: las posiciones largas netas totales alcanzaron un máximo histórico en Comex y las posiciones largas netas no comerciales han venido aumentando en agosto y se ubican cerca a los niveles máximos históricos observados en diciembre de 2016.





b. Zinc

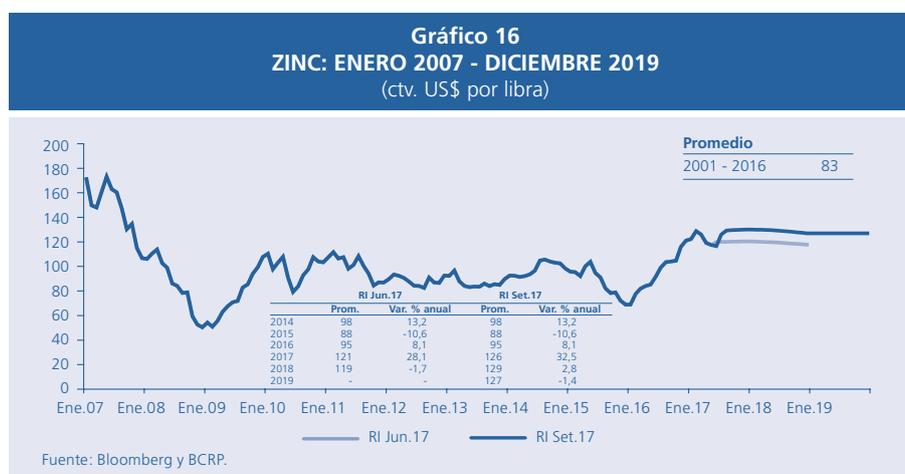
El precio promedio del **zinc** aumentó 12 por ciento en los primeros ocho meses del año, principalmente por el alza registrada en los últimos 2 meses. Luego de alcanzar un mínimo en el año de US\$ 1,17 por libra en junio —principalmente por datos económicos débiles de China— el precio del zinc ha aumentado y alcanza en agosto una cotización promedio mensual de US\$ 1,36 por libra.

El incremento reciente del precio se explica por las señales de un mercado global ajustado: la menor disponibilidad de concentrados está restringiendo la producción de zinc refinado. El cierre de grandes minas en 2016, el recorte de producción de Glencore y las restricciones medioambientales impuestas por China están afectando la disponibilidad de oferta. Incluso, en lo que va del año, el incremento de la producción de mina, en respuesta a los precios más altos, no se está trasladando

inmediatamente a una mayor producción de refinados debido a la dificultad de las refinерías de adaptarse a las nuevas normas medioambientales en China.

De otro lado, la demanda ha continuado inesperadamente elevada en respuesta a los proyectos de infraestructura en marcha impulsados por el gobierno chino. Además, la demanda por zinc proveniente de las refinерías de acero continúa sólida a pesar de las previsiones de una corrección a la baja.

Como consecuencia de estos factores, los inventarios globales de zinc han registrado una dramática caída ubicándose en niveles no vistos en alrededor de diez años. En este contexto, se ha revisado al alza el precio proyectado de zinc debido al menor dinamismo de la oferta, que no está respondiendo lo suficientemente rápido, lo que determina un mercado cada vez más ajustado en el corto plazo. La proyección presenta riesgos asociados a la demanda china y a cambios no previstos en la oferta como el reinicio de operaciones de minas paralizadas, la ampliación de operaciones o la aceleración de la inversión en proyectos actualmente en desarrollo.



c. Oro

En agosto, la cotización promedio mensual del oro alcanzó un nivel máximo en el año de US\$ 1 282 por onza troy, superior en 2 por ciento respecto al nivel alcanzado en junio. Con ello, el precio del oro acumuló un incremento de 12 por ciento en los primeros ocho meses de 2017.

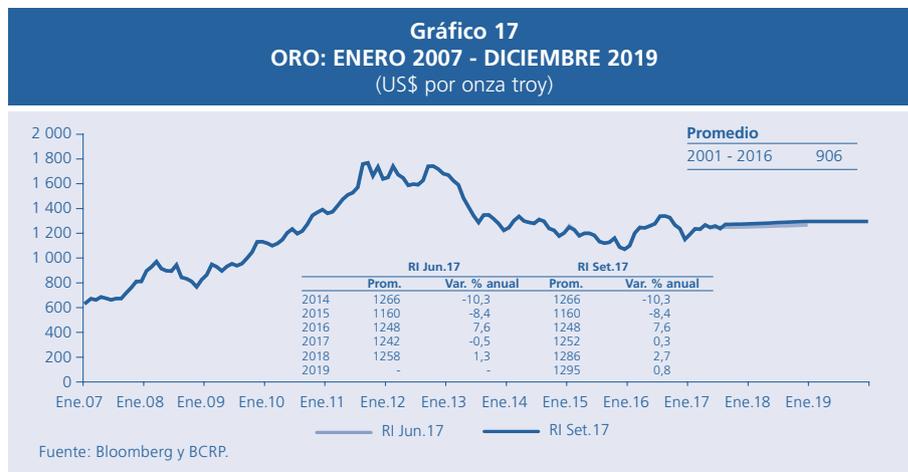
El incremento en el precio del oro se explica por mayores riesgos políticos y geopolíticos que incrementa la demanda por activos seguros, por la depreciación del dólar y por las perspectivas de que las tasas de interés reales continúen bajas. Otro factor que contribuyó al incremento de la cotización del oro fue el





crecimiento de la demanda en los sectores de inversión en barras y monedas, joyería y tecnología.

La proyección del precio del oro se ha revisado al alza debido a la evolución reciente y a las expectativas de un ajuste gradual en las tasas de interés de la FED. Los riesgos en esta proyección se asocian en gran medida a la evolución del dólar y, por lo tanto, a las decisiones futuras de la FED que no sean previstas por el mercado. Respecto a la demanda física, su evolución depende de las perspectivas de China e India.



d. Petróleo

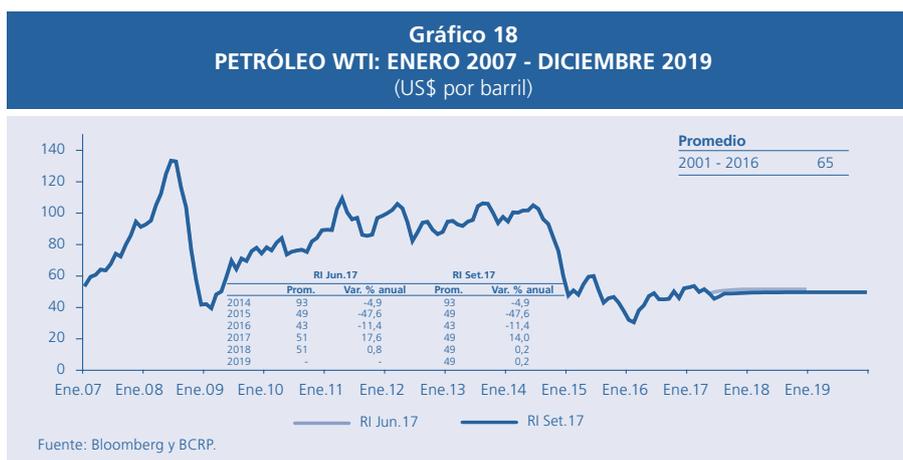
El precio del **petróleo** WTI disminuyó 8 por ciento en los ocho primeros meses de 2017, cerrando con una cotización promedio mensual de US\$ 48 por barril en agosto. De este modo, el precio del petróleo continuó por debajo del nivel máximo de US\$ 53 por barril que alcanzó en febrero.

La caída del precio del petróleo se asoció a las expectativas de que el incremento de la producción de crudo de Estados Unidos contrarreste los esfuerzos de la OPEP por equilibrar el mercado global. La producción de petróleo en Estados Unidos continuó aumentando durante el año y alcanzó a fines de agosto su mayor nivel desde julio de 2015. Ello, sumado a la recuperación de la producción de crudo de Libia y Nigeria, países excluidos del acuerdo de recorte de producción de la OPEP, mantuvo al mercado bien abastecido. En este contexto, los inventarios de crudo no se redujeron a la velocidad esperada a pesar del período de mayor demanda estacional en el verano del hemisferio norte.

En el horizonte de proyección se revisa ligeramente a la baja la proyección del precio del petróleo WTI respecto al Reporte de Inflación previo. Los menores costos de

producción de petróleo esquisto mantienen al alza la producción de crudo en Estados Unidos, a pesar de la caída en la cotización del petróleo.

Sin embargo, se mantienen elevados los factores de riesgo, tanto a la baja como al alza. Los riesgos a la baja se asocian a un crecimiento de la producción que supere lo esperado en países de menores costos como Irán, Iraq, Arabia Saudita, Kuwait y Rusia; así como a una recuperación más rápida de la producción paralizada en especial en Libia y Nigeria. Entre los riesgos al alza, destaca una rápida recuperación de la demanda, en particular de Asia, y un cumplimiento más estricto de los recortes de producción acordados recientemente y que se ha extendido hasta marzo de 2018.



e. Maíz

En agosto, la cotización internacional promedio del **maíz** disminuyó 6 por ciento respecto a junio, y alcanzó una cotización promedio mensual de US\$ 129 por tonelada métrica. Con ello, el precio del maíz registra una caída de 2 por ciento respecto a diciembre de 2016.

Los precios del maíz disminuyeron por las perspectivas de que la producción global continúe por encima del promedio de los últimos cinco años y por elevados inventarios globales que garantizan un mercado mundial con excedentes. Un cambio fundamental fue el clima más favorable en los meses de julio y agosto (período crítico para el rendimiento de la cosecha en Estados Unidos y China)¹. A ello se suma los elevados inventarios de la temporada anterior. Estos desarrollos en la oferta compensaron el crecimiento del consumo global que alcanzó niveles récord en la temporada 2016-17. Sin embargo, para la temporada 2017/2018, las

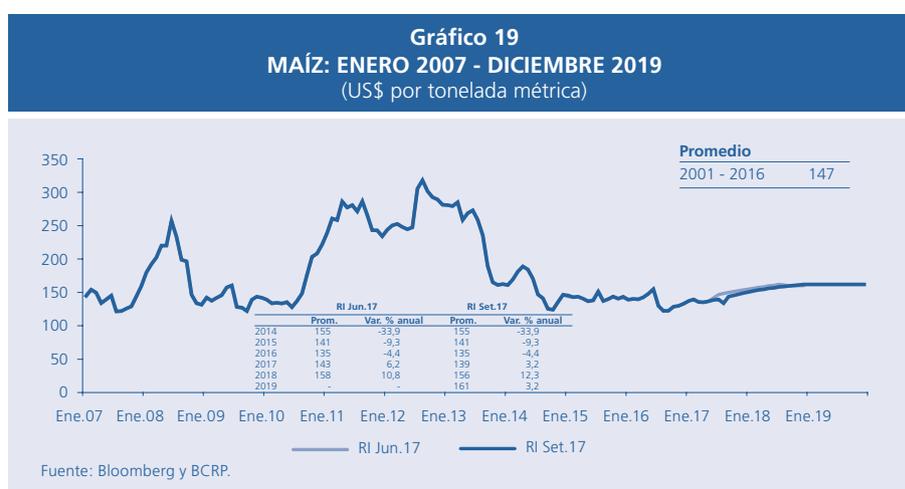
1 Ello se reflejó en reportes de rendimiento menos adversos que los estimados por el USDA en el reporte de mayo.





condiciones favorables para la oferta se revertirían (se espera una menor producción en Estados Unidos) y la demanda continuaría creciendo.

En línea con estos desarrollos, se proyecta que el precio promedio del maíz se incremente en el horizonte de proyección, aunque a una tasa menor que la prevista en el Reporte de Inflación de junio. El riesgo principal es la incertidumbre sobre la nueva política que adoptará la administración de Donald Trump, en especial en relación al Acuerdo Comercial con Canadá y México (principal importador de maíz de Estados Unidos).

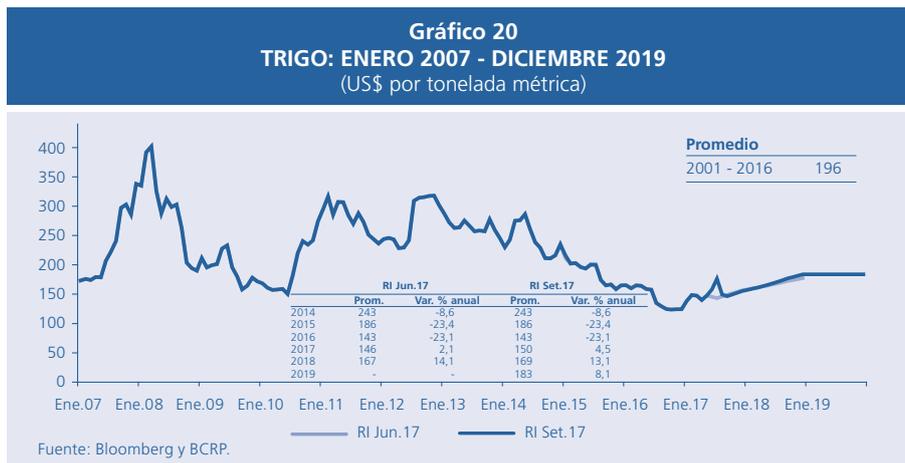


f. Trigo

El precio internacional del **trigo** disminuyó durante los últimos tres meses. La cotización promedio de agosto fue inferior en 11 por ciento al nivel registrado en junio, alcanzando un nivel promedio de US\$ 139 por tonelada métrica. Sin embargo, el precio promedio mensual del trigo todavía acumula un incremento de 13 por ciento en los primeros ocho meses del año.

La cotización del trigo disminuyó por la mejora significativa en las perspectivas de producción de los países del Mar Negro, en respuesta a los rendimientos elevados en la cosecha de trigo de invierno. Este incremento excede los recortes esperados en la producción de Estados Unidos, Canadá y la Unión Europea. Sin embargo, para la temporada 2017/2018 se espera una reducción en el exceso de oferta global por la menor producción de Estados Unidos: el Departamento de Agricultura de ese país estima una caída de la producción de trigo estadounidense de 25 por ciento para la temporada 2017/18.

En el horizonte de proyección, se estima que el precio del trigo se recupere. Los inventarios globales alcanzarían su nivel máximo en la temporada 2016/17, y comenzarían a reducirse en la temporada 2017/18. El principal factor de incertidumbre se asocia a cambios no previstos en la oferta, en parte por factores climáticos.

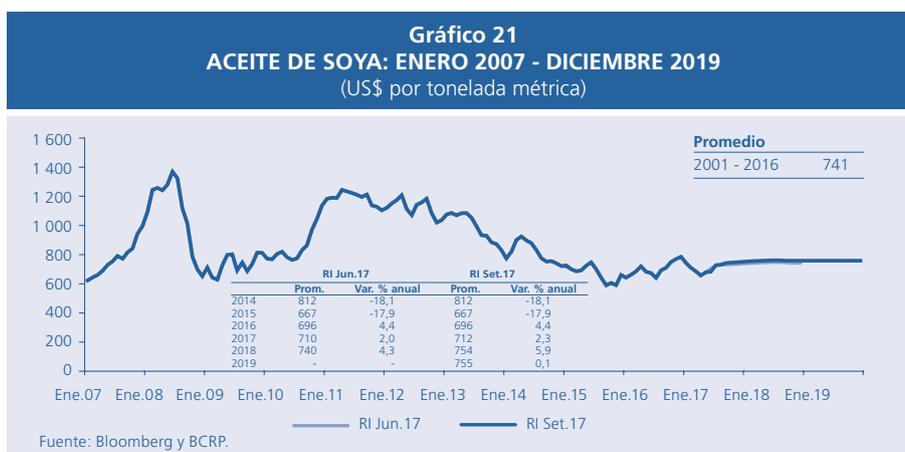


g. Aceite de Soya

En agosto, la cotización promedio del aceite de soya fue US\$ 730 por tonelada métrica, nivel superior en 8 por ciento a la registrada en junio. A pesar del alza del precio de los últimos tres meses, la cotización del aceite de soya acumula una caída de 7 por ciento respecto al nivel promedio de diciembre de 2016.

La recuperación reciente de la cotización del aceite de soya se apoyó en la sólida demanda de aceites vegetales en India y las perspectivas de crecimiento del consumo de biocombustibles en China (ante medidas del gobierno para estimular su consumo).

En el horizonte de proyección se espera que los precios se coticen por encima de la estimación del Reporte de Inflación de junio. Los factores que pueden modificar esta tendencia se asocian a cambios no esperados en la producción de aceite de palma, una mayor producción de soya en Sudamérica y modificaciones en la política del consumo de biodiesel en Estados Unidos.





II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

11. El déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** siguió reduciéndose durante el primer semestre de este año, lo que reflejó principalmente la recuperación de los términos de intercambio y la caída de la demanda interna. En este sentido, la balanza comercial acumuló cuatro trimestres consecutivos de superávit.

En el presente Reporte, la proyección de déficit de cuenta corriente se reduce de 2,1 a 2,0 por ciento del PBI para el presente año y se mantiene el déficit de 2,0 por ciento del PBI para el año 2018, porcentaje que aumentaría para 2019. Este resultado refleja básicamente la evolución de las exportaciones durante el horizonte de proyección en un contexto de altos precios de nuestros minerales y de recuperación de la demanda doméstica.

Cuadro 10
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2015	2016	I Sem. 2017	2017*		2018*		2019*
				RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun.17	RI Set.17	RI Set.17
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-9 169	-5 303	-1 470	-4 527	-4 389	-4 491	-4 558	-5 076
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-4,8</i>	<i>-2,7</i>	<i>-1,4</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,0</i>	<i>-2,0</i>	<i>-2,0</i>	<i>-2,1</i>
1. Balanza comercial	-2 916	1 888	2 437	4 876	5 051	6 199	6 400	6 434
a. Exportaciones	34 414	37 020	20 666	42 611	43 173	45 409	45 940	48 457
b. Importaciones	-37 331	-35 132	-18 229	-37 736	-38 122	-39 209	-39 540	-42 024
2. Servicios	-2 040	-1 974	-476	-1 674	-1 515	-2 377	-2 209	-2 266
3. Renta de factores	-7 544	-9 184	-5 293	-11 394	-11 636	-12 031	-12 516	-13 091
4. Transferencias corrientes	3 331	3 967	1 862	3 665	3 712	3 717	3 768	3 848
Del cual: Remesas del exterior	2 725	2 884	1 476	2 979	3 042	3 134	3 194	3 238
II. CUENTA FINANCIERA	9 242	5 472	2 171	6 354	7 059	6 491	6 558	7 076
1. Sector privado	6 132	2 815	-1 189	959	3 220	3 617	3 749	4 895
a. Largo plazo	8 792	3 709	-557	1 479	3 569	3 617	3 749	4 895
b. Corto plazo	-2 660	-894	-632	-520	-349	0	0	0
2. Sector público	3 110	2 657	3 360	5 395	3 840	2 874	2 809	2 181
III. RESULTADO (=I+II)	73	168	701	1 827	2 671	2 000	2 000	2 000
Nota:								
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado (% del PBI)	6,6	4,6	3,7	3,7	5,0	3,8	4,0	4,2

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Balanza comercial

12. Luego de registrar un déficit de más de US\$ 0,6 mil millones en el primer semestre de 2016, la balanza comercial tuvo, en similar período del año 2017, un superávit de US\$ 2,4 mil millones. Esta reversión del déficit se explica principalmente por las mayores exportaciones de productos tradicionales. Para el año 2017, la proyección de superávit de balanza comercial se eleva respecto al Reporte previo, por las mayores exportaciones mineras y no tradicionales sidero-metalúrgicas, agropecuarias y pesqueras. Para los años 2018 y 2019, la proyección de superávit de balanza comercial se proyecta en US\$ 6,4 mil millones.

Cuadro 11								
BALANZA COMERCIAL								
(Millones de US\$)								
	2015	2016	I Sem.	2017*		2018*		2019*
			2017	RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun.17	RI Set.17	RI Set.17
EXPORTACIONES	34 414	37 020	20 666	42 611	43 173	45 409	45 940	48 457
<i>De las cuales:</i>								
Productos tradicionales	23 432	26 137	15 251	31 015	31 338	33 297	33 497	35 184
Productos no tradicionales	10 895	10 782	5 353	11 483	11 718	11 993	12 326	13 138
IMPORTACIONES	37 331	35 132	18 229	37 736	38 122	39 209	39 540	42 024
<i>De las cuales:</i>								
Bienes de consumo	8 754	8 614	4 331	9 185	9 185	9 414	9 522	9 972
Insumos	15 911	15 140	8 615	17 082	17 216	17 700	17 723	18 480
Bienes de capital	12 002	11 113	5 196	11 271	11 235	11 889	11 777	12 825
BALANZA COMERCIAL	-2 916	1 888	2 437	4 876	5 051	6 199	6 400	6 434

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

En el horizonte de proyección, las exportaciones se verían favorecidas por mayores precios de nuestros principales minerales, así como por los mayores volúmenes de productos no tradicionales en un contexto de recuperación de la actividad mundial. Para las importaciones, se prevé un crecimiento ligeramente mayor para el presente año en relación al considerado en el Reporte previo, y menor para los siguientes años. Esta revisión es consistente con la evolución de la demanda interna durante el horizonte de proyección.

El crecimiento del valor de las exportaciones en 2017 (16,6 por ciento) estaría dominado por el aumento de sus precios (12,0 por ciento) y en 2018 y 2019 (6,4 y 5,5 por ciento, respectivamente) por el crecimiento de su volumen (4,1 y 4,4 por ciento, respectivamente).





Cuadro 12
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2015	2016	I Sem. 2017	2017*		2018*		2019*
				RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun.17	RI Set.17	RI Set.17
1. Valor:								
Exportaciones	-12,9	7,6	28,2	15,1	16,6	6,6	6,4	5,5
Productos tradicionales	-15,4	11,5	36,3	18,7	19,9	7,4	6,9	5,0
Productos no tradicionales	-6,7	-1,0	9,5	6,5	8,7	4,4	5,2	6,6
Importaciones	-9,0	-5,9	8,6	7,4	8,5	3,9	3,7	6,3
2. Volumen:								
Exportaciones	2,4	11,6	11,6	4,4	4,1	5,9	4,1	4,4
Productos tradicionales	6,5	16,7	14,6	4,7	4,6	7,2	3,8	4,4
Productos no tradicionales	-4,9	0,9	3,4	3,6	2,9	2,7	4,9	4,5
Importaciones	0,2	-2,8	2,3	2,8	3,6	3,3	3,6	5,2
3. Precio:								
Exportaciones	-15,0	-3,6	14,9	10,2	12,0	0,6	2,2	1,0
Productos tradicionales	-20,5	-4,3	18,9	13,3	14,6	0,2	3,0	0,6
Productos no tradicionales	-1,9	-1,9	6,0	2,8	5,7	1,7	0,3	2,0
Importaciones	-9,2	-3,0	6,1	4,5	4,7	0,6	0,1	1,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Financiamiento externo

13. Durante el primer semestre de 2017, el flujo neto de capitales del sector privado fue negativo en US\$ 1,2 mil millones, principalmente por los menores desembolsos del exterior y la menor inversión directa extranjera en el país. Este menor financiamiento es consistente con la evolución de la inversión doméstica durante el primer semestre. Asimismo, se registraron mayores activos externos de cartera de parte de las AFPs y de depósitos de parte de empresas mineras y petroleras.

Para el horizonte de proyección, la inversión directa extranjera se mantendría como la principal fuente de financiamiento, por mayor reinversión de utilidades consistente con la recuperación de la actividad y el mantenimiento de los altos precios de nuestros minerales. También se contempla un mayor flujo de capitales de portafolio mediante la emisión de bonos por parte del sector privado en el mercado internacional. Asimismo, se espera una mayor inversión en activos externos de cartera y depósitos, consistente con la evolución registrada en el primer semestre de este año.

Los capitales externos de largo plazo del sector privado seguirán siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos y se espera que éstos asciendan

a 5,0, 4,0 y 4,2 por ciento del PBI en 2017, 2018 y 2019, respectivamente, superando de manera holgada los requerimientos de la cuenta corriente para ese período.

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

	2015	2016	I Sem. 2017	2017*		2018*		2019*
				RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun17	RI Set.17	RI Set.17
SECTOR PRIVADO (A + B)	6 132	2 815	-1 189	959	3 220	3 617	3 749	4 895
<i>Porcentaje del PBI</i>	3,2	1,4	-1,2	0,4	1,5	1,6	1,6	2,0
A. LARGO PLAZO	8 792	3 709	-557	1 479	3 569	3 617	3 749	4 895
1. ACTIVOS	-247	-966	-2 209	-1 730	-2 553	-1 998	-1 867	-1 702
2. PASIVOS	9 039	4 675	1 652	3 209	6 122	5 616	5 616	6 596
Inversión directa extranjera en el país	8 272	6 863	2 565	6 100	6 577	6 109	6 109	6 851
Préstamos de Largo Plazo	1 363	-1 693	-1 483	-2 864	-2 403	-918	-918	-769
Inversión de cartera	-596	-495	570	-27	1 949	425	425	515
B. CORTO PLAZO^{1/}	-2 660	-894	-632	-520	-349	0	0	0

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

Gráfico 22
CUENTA CORRIENTE Y ENTRADA DE CAPITALES EXTERNOS DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO: 2009-2019^{1/}
(Porcentaje del PBI)



14. La **cuenta financiera del sector público** registró un incremento de US\$ 2,2 mil millones en el primer semestre de 2017 en comparación a lo registrado en el período similar de 2016, lo que reflejó principalmente la colocación de bonos de Petroperú

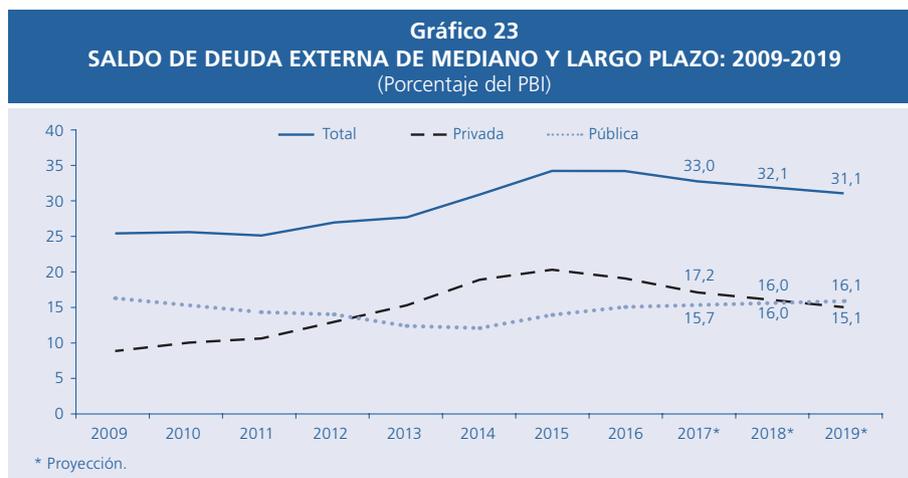




(US\$ 2 000 millones) y la mayor adquisición de deuda local por parte de no residentes, cuya participación ascendió a 42,7 por ciento.

Para el horizonte de proyección, se ha revisado a la baja el monto de financiamiento del sector público hasta un nivel de US\$ 2,2 mil millones en 2019. El ajuste de este año, de US\$ 5,4 a 3,8 mil millones, refleja principalmente la operación de administración de deuda de julio (emisión de bonos soberanos con vencimiento al 2032 por S/ 10 mil millones). Esta operación fue diseñada para la amortización de deuda externa elevando la participación de deuda en moneda local. La colocación registró una alta participación de inversionistas no residentes.

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



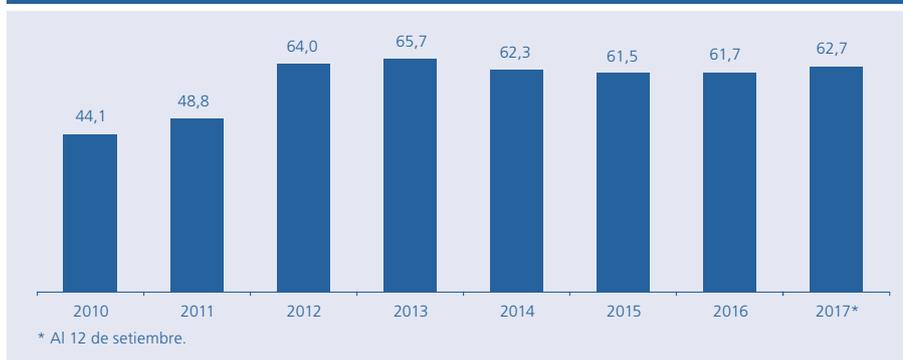
La solidez de la balanza de pagos ante eventos negativos provenientes de la economía mundial se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos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

Cuadro 14
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2006	2011	2016
RIN como porcentaje de:			
a. PBI	19,6	28,9	31,5
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	166	470	360
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	230	365	275
Deuda externa de mediano y largo plazo (% PBI):	28,6	24,7	34,5
a. Privada	4,0	10,4	19,3
b. Pública	24,5	14,3	15,1

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

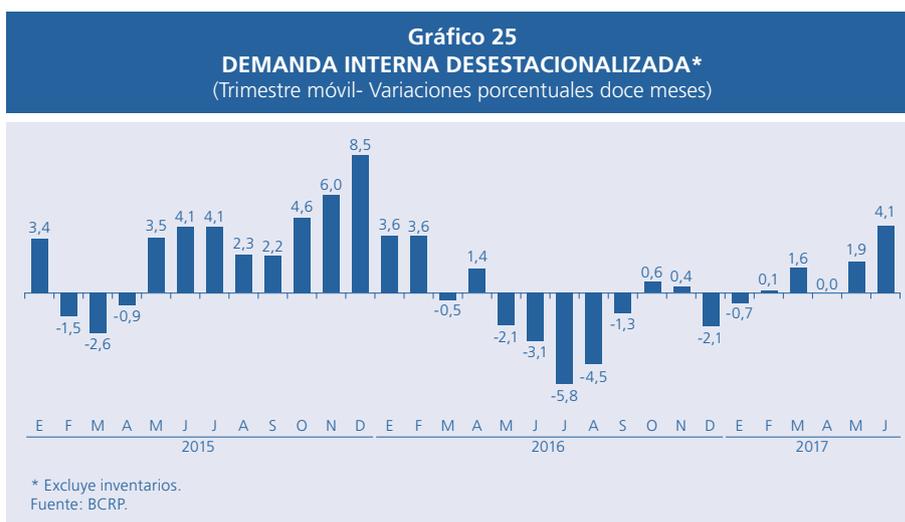
Gráfico 24
RESERVAS INTERNACIONALES
(Miles de millones de US\$)



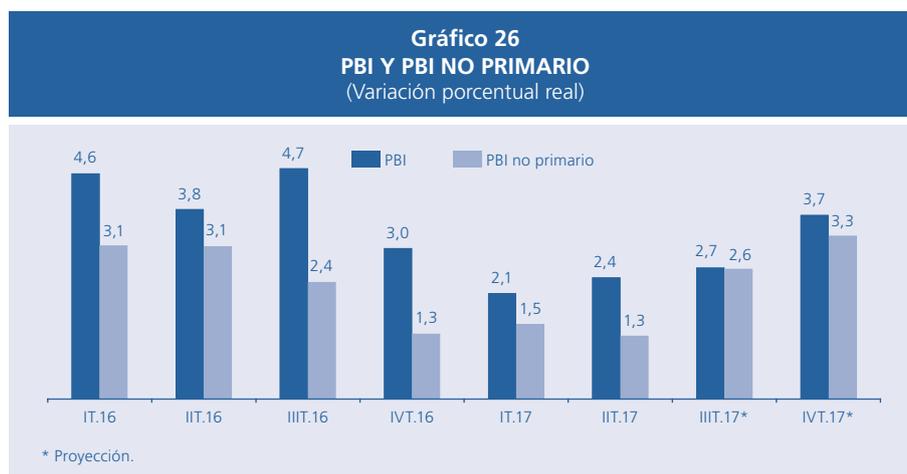


III. Actividad económica

16. La actividad económica se ha venido desacelerando por la moderación de la demanda interna, básicamente por la contracción de inversión privada y pública. Esta evolución se acentuó durante el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, tras el impacto de las medidas de consolidación fiscal, de los casos de corrupción asociados a empresas constructoras brasileñas y del Fenómeno El Niño Costero. En este contexto, el PBI no primario, el más afectado por la evolución de la demanda doméstica, registró una moderación significativa, donde los sectores más afectados fueron construcción y manufactura no primaria.



Esta evolución ha comenzado a revertirse desde el segundo trimestre de 2017 (desde mayo en particular). Durante dicho período, el PBI creció 2,4 por ciento, luego de haber crecido 2,1 por ciento en el primer trimestre. Este mayor dinamismo del PBI se explica principalmente por la mayor producción primaria agrícola y pesquera. El menor crecimiento de los sectores no primarios se debe a una mayor caída de la manufactura, atenuada por la recuperación de los sectores comercio y servicios, que revirtieron los efectos del Fenómeno El Niño Costero, y el sector construcción moderó su ritmo de caída, en línea con la mejor evolución de la inversión pública y privada.



PBI gasto

17. Luego de la desaceleración del crecimiento del primer trimestre de 2017, el PBI registró una recuperación en el segundo trimestre al crecer 2,4 por ciento. Este resultado muestra el inicio de la reversión de los choques que la economía enfrentó en los últimos trimestres como el ajuste fiscal, la ralentización de la inversión asociada a los escándalos de corrupción y los estragos del Fenómeno El Niño Costero.

La expansión en el segundo trimestre del año reflejó la recuperación de la demanda interna, la cual registró un crecimiento de 0,4 por ciento, tasa superior a las observadas en los dos trimestres previos. En este sentido, se observó un menor ritmo de caída de la inversión privada, en línea con la recuperación de la confianza empresarial y los términos de intercambio, así como una menor contracción del gasto público, asociada a las medidas del gobierno para destrabar la inversión pública. En cuanto al consumo privado, si bien mantuvo tasas de crecimiento moderadas, indicadores recientes muestran signos de recuperación. Finalmente, las exportaciones crecieron 12,8 por ciento en el primer semestre de 2017.

18. La evolución de indicadores del gasto es consistente con lo previsto en el Reporte de junio, por lo que se mantiene la proyección de crecimiento del PBI de 2,8 por ciento para el año 2017. Este escenario considera una ligera recomposición a favor de la demanda interna. El consumo privado aceleraría su dinamismo en el segundo semestre en línea con la mejora del mercado laboral y las condiciones de acceso al crédito; la inversión privada mostraría una recuperación gradual, y finalmente, el gasto público, revertiría su tendencia negativa en el segundo semestre, considerando el estímulo fiscal anunciado. Los envíos al exterior se moderarían luego de culminada la primera temporada de pesca de anchoveta.





Para 2018, se mantiene la proyección de crecimiento del PBI de 4,2 por ciento con una recomposición a favor de la demanda interna, principalmente por la revisión al alza del crecimiento del consumo privado (3,3 por ciento en comparación al 3,0 por ciento del Reporte previo), el cual estaría asociado a una mayor recuperación del empleo e ingresos, como consecuencia de la expansión del sector construcción; la mejora de los términos de intercambio y el ingreso disponible; y la reversión del efecto riqueza negativo ocasionado por el Fenómeno El Niño Costero. Como en el Reporte previo, se espera un crecimiento de la inversión privada, ante el mejor desempeño de la inversión minera en exploración (por la recuperación de los precios de los minerales), y de infraestructura (debido al proceso de reconstrucción y el destrabe de algunos proyectos como la Línea 2 del Metro de Lima). Se espera una menor inversión en los sectores de energía (por el actual exceso de capacidad de producción eléctrica) e hidrocarburos (debido al bajo precio del petróleo). Asimismo, se espera una aceleración del gasto público respecto al año previo, debido a la ejecución del Plan de Reconstrucción y el estímulo fiscal.

Para 2019, se espera un crecimiento del PBI de 4,2 por ciento en un contexto de retiro gradual del impulso fiscal, mayor dinamismo del sector privado y condiciones externas favorables.

Cuadro 15
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

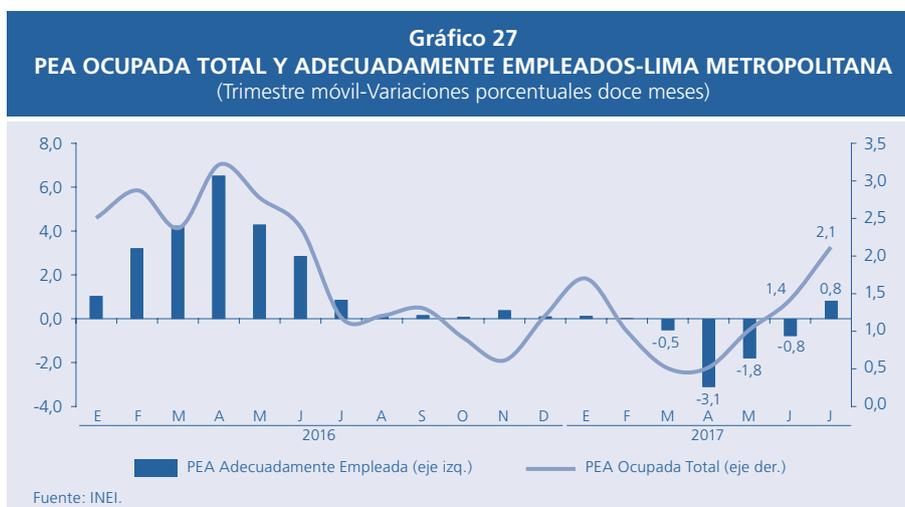
	2015	2016	I Sem. 2017	2017*		2018*		2019*
				RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun.17	RI Set.17	RI Set.17
I. Demanda interna	2,9	1,0	-0,3	1,9	2,3	4,0	4,2	4,2
1. Gasto privado	2,7	1,3	0,8	1,6	2,0	3,5	3,7	4,6
Consumo	3,4	3,4	2,2	2,5	2,6	3,0	3,3	3,8
Inversión privada fija	-4,3	-5,9	-4,2	-1,8	-1,0	5,3	5,3	7,5
Variación de existencias (contribución)	1,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
2. Gasto público	3,6	-0,2	-6,7	3,6	3,6	6,5	6,9	2,6
Consumo	9,8	-0,5	-5,4	2,3	2,3	3,0	3,6	2,0
Inversión	-9,5	0,6	-10,4	7,0	7,0	15,0	15,0	4,0
<i>Gobierno General</i>	-14,6	-3,3	-9,2	11,1	11,1	16,3	16,4	3,4
<i>Empresas Públicas</i>	62,6	30,0	-16,0	-15,7	-15,3	5,4	4,6	8,8
II. Demanda Externa Neta								
1. Exportaciones	4,0	9,5	12,8	5,9	5,0	4,4	3,8	4,4
2. Importaciones	2,4	-2,2	2,5	2,9	3,3	3,5	4,1	4,6
III. PBI	3,3	4,0	2,3	2,8	2,8	4,2	4,2	4,2
<i>Nota:</i>								
<i>Gasto público (contribución)</i>	0,6	0,0	-1,0	0,6	0,6	1,1	1,1	0,4
<i>Demanda interna sin inventarios</i>	1,8	1,0	-0,3	1,9	2,1	4,0	4,3	4,3

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

19. Los indicadores recientes del **consumo privado** mostraron una recuperación respecto al primer trimestre del año. De un lado, el ingreso real se estabilizó en julio, luego de caer durante el primer semestre de 2017 y algunos indicadores de empleo, como la PEA adecuadamente empleada, mejoraron respecto a los primeros meses de 2017. Por otro lado, el crédito a las familias mantuvo un mayor crecimiento respecto al primer trimestre y la confianza del consumidor continuó en el tramo optimista, superando los niveles observados en los meses post-Niño y en línea con el crecimiento estable de las importaciones de bienes de consumo en el segundo trimestre.

- a) La recuperación de la actividad se vio reflejada en ciertos indicadores del mercado laboral. La Población Económicamente Activa (PEA) ocupada de Lima Metropolitana registró un crecimiento de 2,1 por ciento en el trimestre móvil mayo-julio, el mayor en lo que va del año, mientras que la población adecuadamente empleada creció 0,8 por ciento luego de cuatro meses de caída.

Asimismo, el número de anuncios de empleo a través de páginas web² se incrementó tras alcanzar un piso durante las primeras semanas de mayo. Esta evolución se viene registrando tanto en Lima como en el resto del país. El gráfico muestra la evolución reciente del número de anuncios de empleo correspondientes tanto a Lima y Callao como al resto del país.



2 Desde setiembre de 2016, el BCRP sigue diariamente 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 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.





Gráfico 28
NÚMERO DE ANUNCIOS LABORALES
(Media-móvil cuatro semanas)

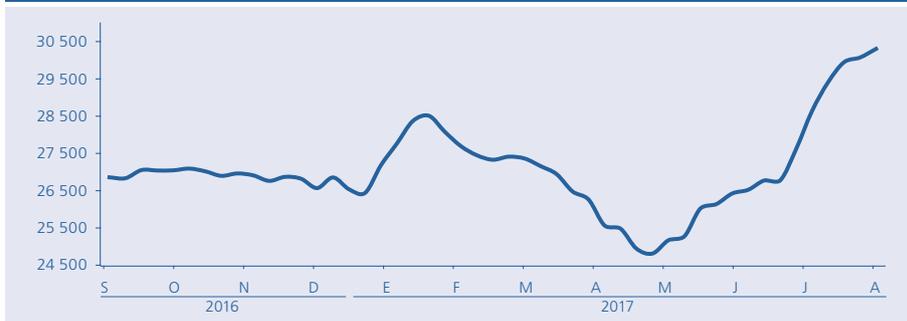
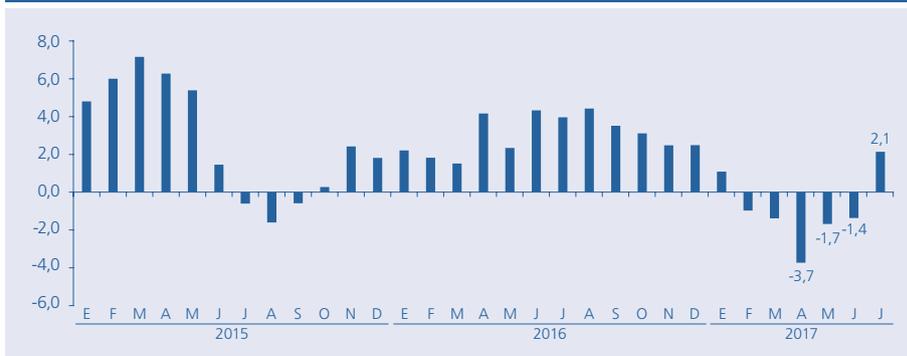


Gráfico 29
NÚMERO DE ANUNCIOS LABORALES POR ÁREA GEOGRÁFICA
(Media-móvil cuatro semanas)

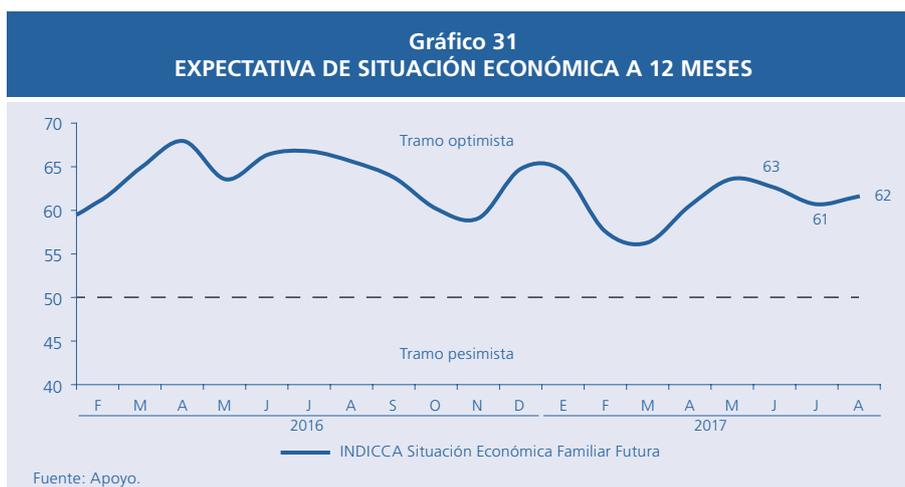


- b) El ingreso real de la Población Económicamente Activa (PEA) ocupada creció ligeramente, 0,1 por ciento en julio de 2017, luego de seis meses de caídas consecutivas. De igual manera, el indicador de masa salarial se incrementó en 2,1 por ciento, luego de 5 meses consecutivos de caídas.

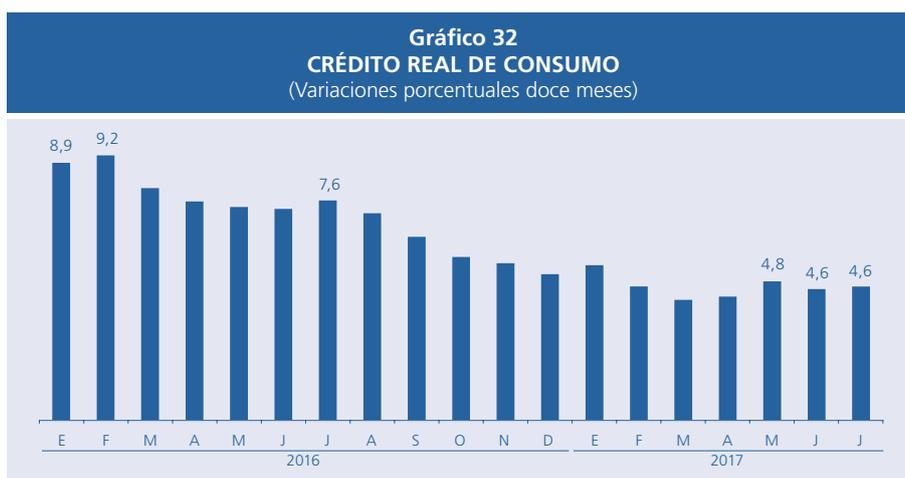
Gráfico 30
MASA SALARIAL - LIMA METROPOLITANA
(Trimestre móvil-Variaciones porcentuales reales doce meses)



- c) En agosto de 2017, el índice de confianza del consumidor, medido como la expectativa de la situación económica familiar a 1 año, se ubicó en 62 puntos, manteniéndose en área optimista y mostrando una recuperación tras los efectos causados por el Fenómeno El Niño Costero, así como la reversión del choque de precios de alimentos.



- d) A pesar de mostrar tasas de crecimiento menores respecto a 2016, el crédito de consumo ha venido mostrando mayor dinamismo en el último trimestre.



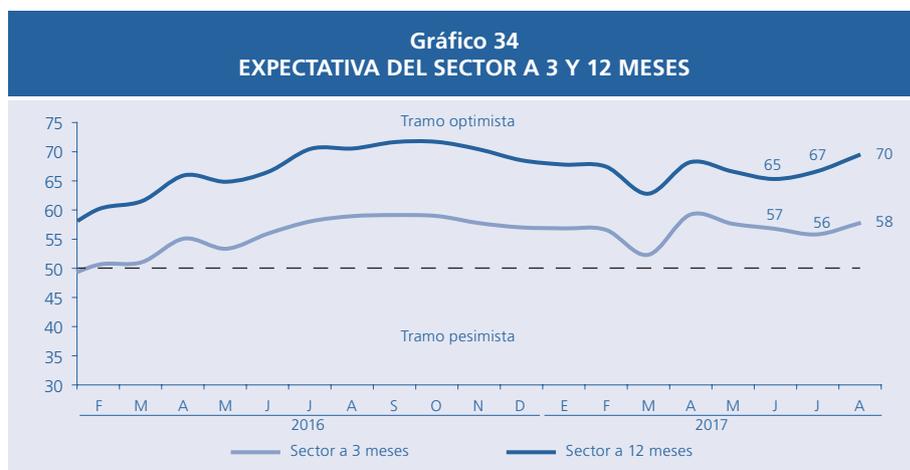
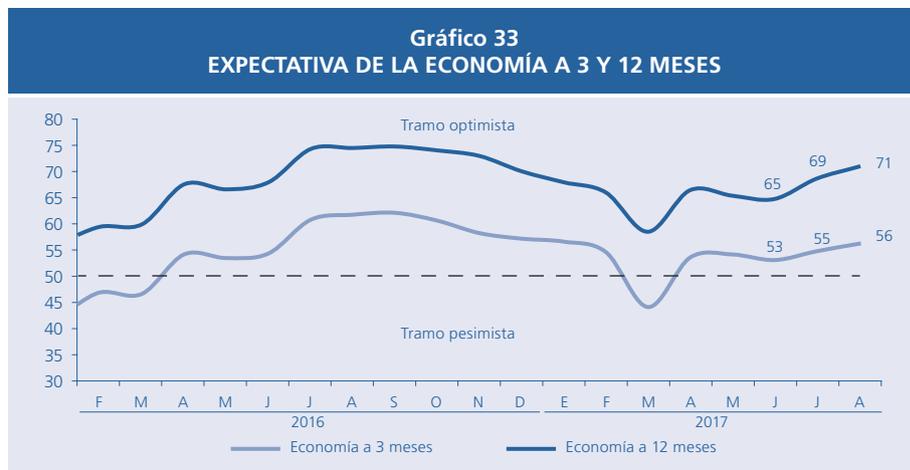
20. En el caso de la **inversión privada**, indicadores de expectativas con una alta correlación con la inversión como las órdenes de compra, mostraron en agosto niveles superiores a los del primer trimestre del año, así como las expectativas

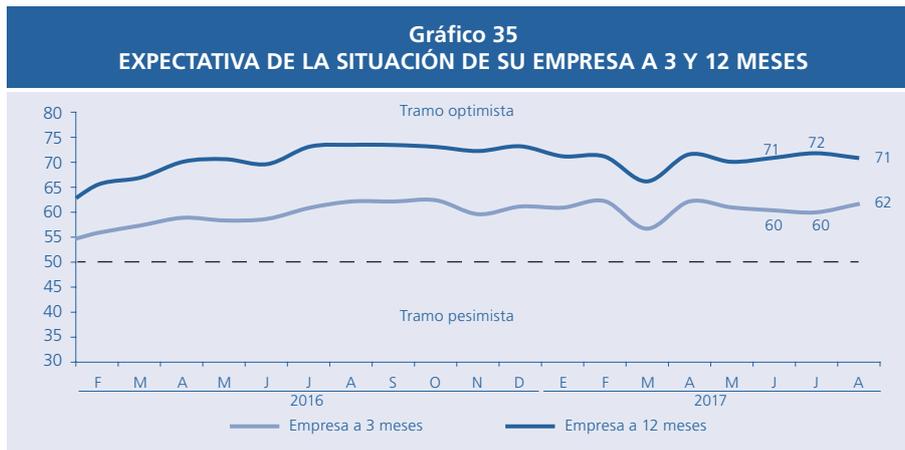




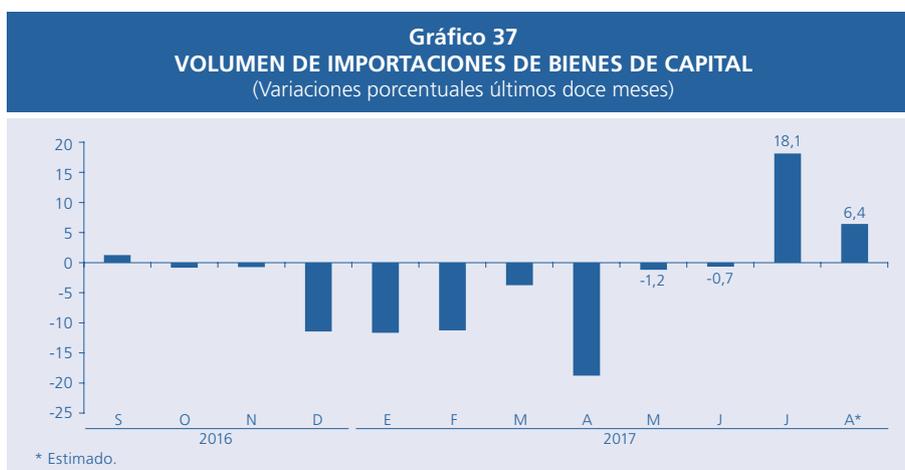
sobre la economía; en tanto, el indicador contemporáneo de importaciones de bienes de capital mostró una recuperación significativa en el mes de julio.

- a) Las expectativas de la economía a 3 y 12 meses se mantuvieron en el tramo optimista y alcanzaron 56 y 71 puntos, respectivamente, niveles superiores al promedio del primer semestre de 2017 (53 y 65 puntos, respectivamente). Asimismo, la expectativa del sector a 3 y 12 meses mejoraron respecto a los niveles registrados previos al Fenómeno El Niño Costero (58 y 70 puntos, respectivamente). Por su parte, las expectativas de los empresarios sobre la situación de sus empresas a 3 y 12 meses alcanzaron 62 y 71 puntos, respectivamente, y las expectativas sobre las órdenes de compra a 3 meses alcanzaron los 67 puntos en agosto, manteniendo la recuperación iniciada en marzo de 2017.





- b) El volumen de importaciones de bienes de capital, descontando materiales de construcción, indicador de la demanda de inversión, aumentó 18,1 por ciento anual en julio de 2017 luego de nueve meses de caídas consecutivas.

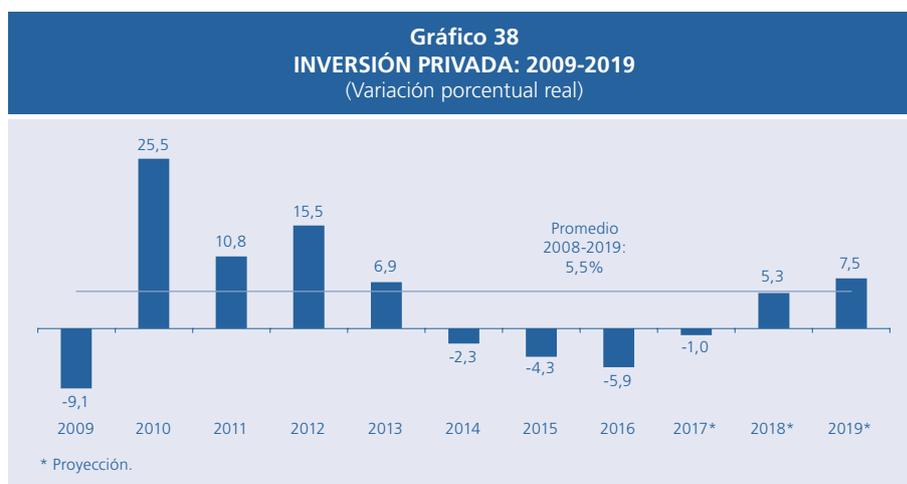




21. Las expectativas de crecimiento del PBI para 2017 no muestran cambios significativos en comparación al Reporte de Inflación de junio. Así, en el caso del sistema financiero y analistas económicos se registra una ligera revisión de 2,6 a 2,5 por ciento; mientras que en el caso de las empresas no financieras se mantiene el pronóstico de crecimiento en 3,0 por ciento. Para 2018, los agentes económicos esperan un crecimiento del PBI, en promedio, de 3,6 por ciento.

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

22. En el horizonte de proyección, la **inversión del sector privado** caería 1,0 por ciento en 2017 y se recuperaría a 5,3 y a 7,5 por ciento en 2018 y 2019, respectivamente, tasas sustentadas en los proyectos de inversión anunciados.



Los anuncios de proyectos de inversión privada para el período 2017-2019 alcanzan US\$ 25,7 mil millones. Los retrasos en diferentes megaproyectos por los problemas asociados a los casos de corrupción y a la viabilidad habrían afectado el dinamismo esperado en 2017, proyectando que estos empiecen a recuperarse en 2018-2019.

Cuadro 17
ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA
(Millones de US\$)

	2017-2018		2017-2019
	RI Jun.17	RI Set.17	
Minería	5 125	5 473	9 228
Hidrocarburos	2 098	1 315	2 633
Energía	1 415	1 014	1 607
Industria	895	844	1 236
Infraestructura	2 698	2 948	4 956
Otros Sectores	4 418	4 844	6 082
TOTAL	16 649	16 438	25 742

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

Cuadro 18
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2017-2019

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Southern Perú Cooper Corp.	Ampliación de Mina Toquepala
	Aluminium Corp. Of China Ltd.(Chinalco)	Mejoras y ampliación en el sistema productivo de Toromocho
	Shougang Corporation	Ampliación de Mina Marcona
	Angloamerican	Quellaveco
	Grupo Breca	Mina Justa
HIDROCARBUROS	Repsol YPF S.A.	Lote 57 - Kinteroni
	China National Petroleum Corporation	Exploración Lote 58
	Calidda Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
ENERGÍA	Luz del Sur	Central Termoeléctrica Pacífico Sur
	Termochilca	Central Térmica Domingo Olleros-Ciclo Combinado
	Interconexión Eléctrica	Línea de Transmisión 500kV
INDUSTRIA	Corporación Lindley	Almacenes, centros de distribución y mejoras en infraestructura
	Repsol YPF	Ampliación de Refinería La Pampilla
	Grupo Celepsa	Ampliación de planta en Pisco
INFRAESTRUCTURA	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay
	ADP	Mejoras y nuevas pistas de aterrizaje
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
OTROS SECTORES	Grupo Telefónica	Infraestructura e implementación del servicio 4G
	Entel	Desarrollo de servicios y redes 4G
	América Móvil	Implementación y expansión de redes 4G
	Grupo Falabella	Expansión y nuevos centros comerciales
	Inversiones Centenario	Inversiones Inmobiliarias y ampliación de centros comerciales
	Grupo Interbank	Expansión y nuevos centros comerciales
	Grupo Breca	Expansión y nuevos hoteles, clínicas y centros comerciales
	Cencosud	Centro Comercial

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

A julio de 2017, se adjudicaron proyectos en concesión que implican una inversión de US\$ 132 millones. Por otro lado, Proinversión ha anunciado proyectos por adjudicar en el período 2017-2019 que involucran una inversión de US\$ 11,1 mil millones.





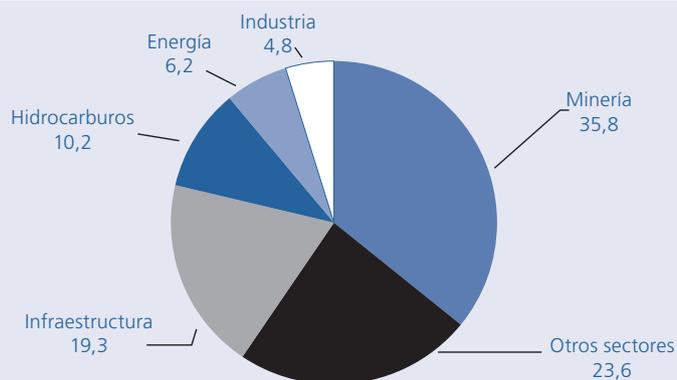
Cuadro 19
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2017-2019
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
A. Adjudicados	132
Hidrovia Amazónica	95
Línea de Transmisión Aguaytía-Pucallpa 138 kV	37
B. Por Adjudicar	11 074
B.1 Convocados	4 136
Proyecto Minero Michiquillay	1 950
Obras de Cabecera y Conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima	600
Enlaces Mantaro - Nueva Yanango - Carapongo y Nueva Yanango - Nueva Huánuco y Subestaciones Asociadas	509
Longitudinal de la Sierra Tramo 4	464
Masificación de Uso de Gas Natural - Distribución de Gas Natural por Red de Ductos en las Regiones de Apurímac, Ayacucho, Huancavelica, Junín y Cusco, Puno y Ucayali	350
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	204
Línea de Transmisión 220 kV Tintaya - Azángaro	59
B.2 Por Convocar	6 938
Línea 3 del Metro de Lima	5 600
Parque Industrial de Ancón	500
Centros Hospitalarios de Alta Complejidad	424
Instalación de Banda Ancha: Amazonas, Ica, Lima, Puno, Junín, Moquegua y Tacna.	315
Repotenciación de Línea de Transmisión Carabayllo - Chimbote -Trujillo	64
Compensador Reactivo Variable en la Subestación La Planicie	25
Subestación Nueva Carhuaquero 220 kV	10

Fuente: Proinversión.

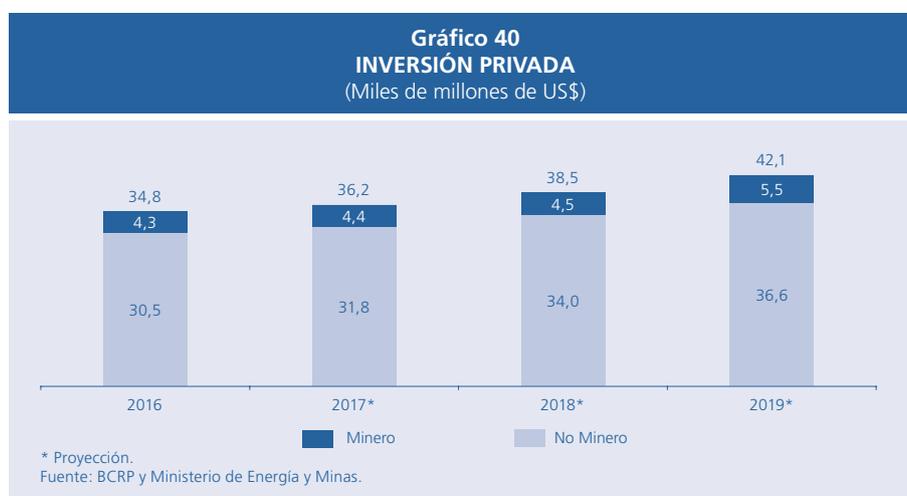
Se estima que la inversión en los sectores minería e infraestructura concentrará más del 50 por ciento de los grandes proyectos de inversión anunciados.

Gráfico 39
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2017-2019
(En porcentaje de participación)



Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

En el **sector minero**, se considera la construcción de la Ampliación de la mina Toquepala de Southern, proyecto que cuenta con un avance de ejecución de 70 por ciento y que culminaría en el segundo trimestre de 2018. La decisión de construcción del proyecto de cobre Quellaveco de Anglo American se tomaría a mediados de 2018. Por el momento, la empresa está avanzando obras tempranas como el túnel para la derivación del río Asana, accesos viales y actividades de minado en un túnel cercano a una cantera del yacimiento. Por otro lado, se proyecta que Mina Justa terminará su estudio de factibilidad el cuarto trimestre de 2017 e iniciaría su construcción en 2018.



En el **sector energía**, el exceso de oferta en la generación de energía eléctrica postergaría inversiones en nuevas centrales en el mediano plazo. Con un crecimiento del PBI de 4 por ciento en promedio para los próximos años, se alcanzaría el equilibrio entre oferta y demanda por energía eléctrica recién hacia el 2020. Los proyectos mineros en cartera podrían ampliar la demanda de energía eléctrica. La licitación para cubrirla sería a precios bajos por la alta competencia entre generadoras por clientes libres.

En el **sector hidrocarburos**, se observa un retraso en los proyectos de exploración y explotación asociados parcialmente al creciente número de áreas declaradas naturales protegidas y los problemas sociales que dificultan realizar actividades de exploración.

En el **sector de infraestructura**, el Gobierno firmó una adenda para que las obras de la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez comiencen en 2018, con una inversión de US\$ 1 500 millones en un período de cinco años. Este proyecto incluye una segunda pista de aterrizaje y la construcción del terminal de pasajeros, entre otras obras.

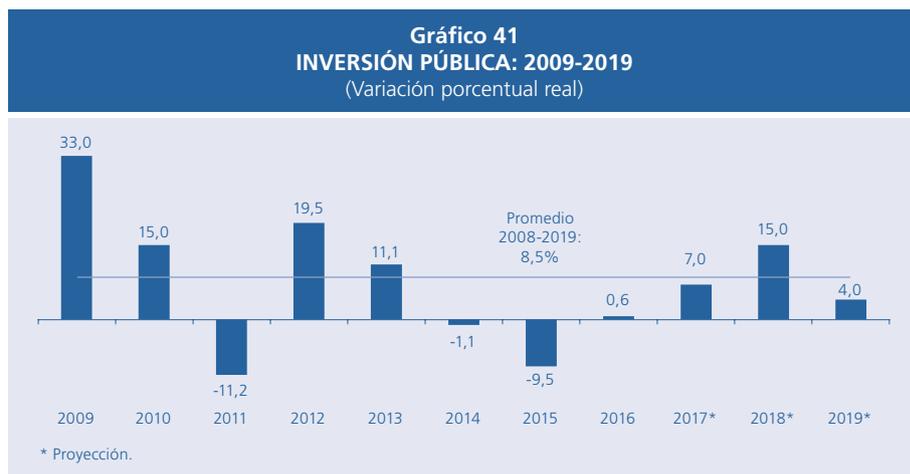
Por su parte, se espera que el proyecto Línea 2 del Metro de Lima supere la liberación de terrenos y la aprobación de los estudios definitivos de ingeniería, así como las





interferencias (conexiones de servicios públicos), con lo cual se dinamizaría la inversión hacia fines de 2018.

23. Para el año 2017, se mantiene la proyección de crecimiento de la **inversión del sector público** de 7,0 por ciento. El desempeño de la inversión pública observado durante la primera mitad del año estuvo en línea con lo previsto, destacando las tasas de crecimiento positivas registradas desde junio. Teniendo en cuenta la política fiscal expansiva orientada a la reconstrucción de infraestructura (luego del impacto negativo del Fenómeno El Niño Costero) y a los Juegos Panamericanos, se mantiene la proyección de crecimiento de 15,0 por ciento para el año 2018, y se espera una tasa de 4,0 por ciento para 2019. Esta última variación toma en cuenta la menor inversión pública de los gobiernos subnacionales que se da cada primer año de una nueva administración.



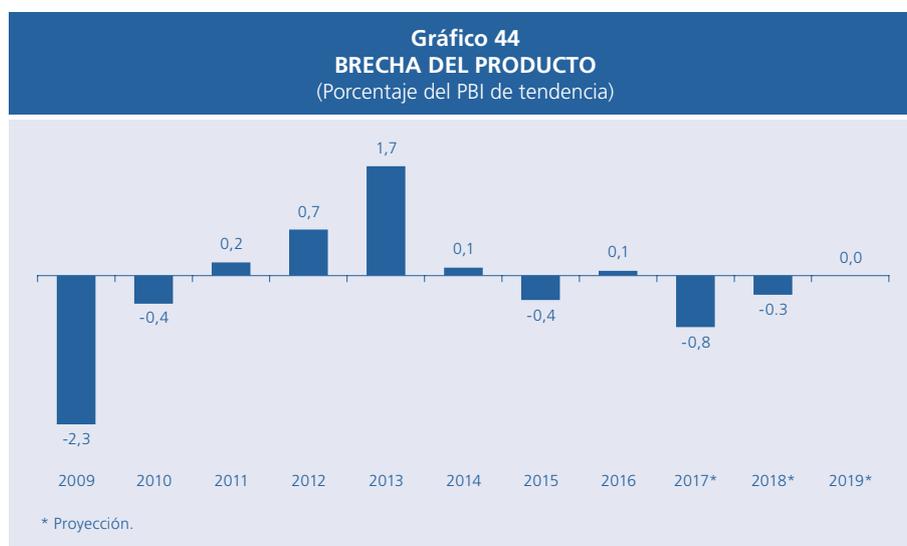
Considerando la evolución de la inversión privada y de la inversión pública, el ratio de inversión bruta fija a PBI alcanzaría 23,6 por ciento en el año 2019.



24. Las menores tasas de crecimiento del PBI desde 2014 responden a una menor tasa de crecimiento del PBI potencial y a la transición de un ciclo expansivo a uno de desaceleración. Para el horizonte de proyección, se espera un mayor crecimiento que supone una recuperación del PBI potencial por el impacto del plan de reconstrucción sobre la inversión y una mejora gradual de la productividad total de factores.

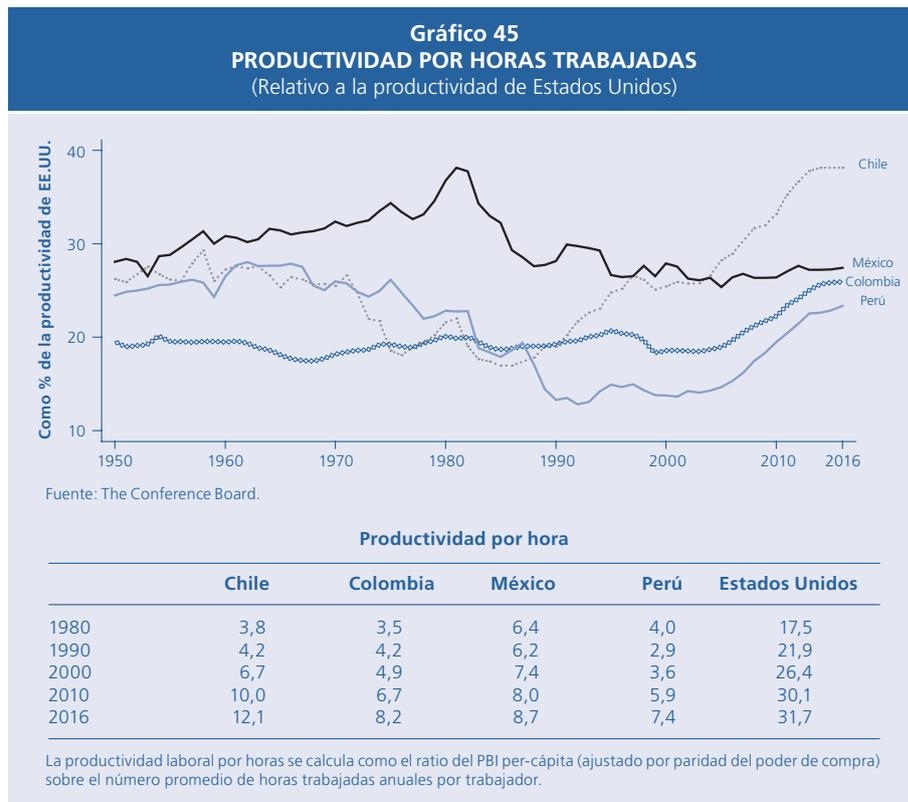


Con esta recuperación del crecimiento y PBI potencial, se proyecta que la brecha del producto se cerraría en el horizonte de proyección, consistente con la recuperación de la inversión pública y privada en un entorno de mayores términos de intercambio y crecimiento más sólido de nuestros socios comerciales.





Sin embargo, adicionalmente al impulso de la inversión pública, se requiere mayores avances en las reformas estructurales para elevar la productividad y competitividad. Si bien la productividad del trabajador promedio registró una recuperación en los últimos años, ésta se mantiene aún por debajo de otros países de la región.



PBI sectorial

25. Respecto a la actividad sectorial, se mantiene la proyección de crecimiento de 2017 en 2,8 por ciento. Las principales revisiones al alza se dieron en los sectores construcción y agropecuario, y las principales revisiones a la baja, en los sectores minería e hidrocarburos y manufactura no primaria.

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 consumo privados. En este escenario, se proyecta que el PBI crezca 4,2 por ciento en 2018 y 2019.

Cuadro 20
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2015	2016	I Sem. 2017	2017*		2018*		2019*
				RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun.17	RI Set.17	RI Set.17
Agropecuario	3,5	2,3	0,3	2,2	2,5	4,6	4,5	4,4
Agrícola	2,3	1,2	-0,5	1,3	2,9	4,8	4,6	4,5
Pecuario	5,2	4,0	1,8	3,5	1,9	4,2	4,2	4,4
Pesca	15,9	-10,1	82,9	34,0	30,2	5,5	7,2	2,9
Minería e hidrocarburos	9,5	16,3	2,9	4,3	3,5	7,1	5,3	2,0
Minería metálica	15,7	21,2	3,7	4,5	4,1	6,5	4,6	2,4
Hidrocarburos	-11,5	-5,1	-1,3	3,5	0,5	9,8	10,6	0,0
Manufactura	-1,5	-1,4	2,7	2,3	1,6	3,2	3,6	4,1
Recursos primarios	1,8	-0,6	21,0	11,8	11,2	4,0	4,6	4,7
Manufactura no primaria	-2,6	-1,7	-3,0	-0,9	-1,5	3,0	3,3	3,7
Electricidad y agua	5,9	7,3	1,3	3,1	2,2	4,5	4,5	4,5
Construcción	-5,8	-3,1	-4,1	-0,7	0,9	8,0	8,0	9,5
Comercio	3,9	1,8	0,5	1,7	1,8	3,5	3,5	3,8
Servicios	4,1	4,0	2,9	2,9	3,1	3,4	3,6	4,3
PRODUCTO BRUTO INTERNO	3,3	4,0	2,3	2,8	2,8	4,2	4,2	4,2
Nota:								
PBI primario	6,9	9,9	5,4	5,3	4,7	6,1	5,1	2,9
PBI no primario	2,4	2,4	1,4	2,0	2,2	3,7	3,9	4,6

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

- a) El sector **agropecuario** creció 1,1 por ciento durante el segundo trimestre del año, gracias a la mayor oferta agrícola de regiones no afectadas por el Fenómeno El Niño Costero, como papa procedente de la sierra y café y cacao de la selva, y de los productos orientados a la agroexportación como uva, aceituna, alcachofa y arándanos. Por el contrario, disminuyó la producción de arroz, por efectos del Fenómeno El Niño Costero en la costa norte, y se observó un volumen de carne de ave menor al esperado por menores colocaciones de pollo BB y menor peso promedio del pollo.

Para el resto del año, se esperan mayores rendimientos en la producción de papa y arroz con la normalización de las condiciones climáticas y por la mayor producción de productos rentables de alta demanda externa como los arándanos, además de mayores áreas cosechadas de café y cacao. Con ello, se revisa al alza el crecimiento de 2017 de 2,2 a 2,5 por ciento.

Para 2018, se proyecta un crecimiento de 4,5 por ciento por el ingreso de áreas productivas procedentes del Proyecto Olmos (caña de azúcar y frutas de agroexportación), de la Alianza Cacao (cacao), del Programa de Renovación de





Cafetales (café), así como de mayores áreas comerciales de agroexportación de arándanos, uvas y paltas. A ello se sumaría la recuperación de la producción afectada por el Fenómeno El Niño Costero 2017 de arroz, plátano y limón. Para 2019 se espera que se mantenga el ingreso de áreas productivas y el aumento de la oferta exportable, proyectándose un crecimiento de 4,4 por ciento.

- b) Durante el segundo trimestre de 2017, el sector **pescas** creció 128,8 por ciento debido a mayores desembarques de anchoveta en la primera temporada de pesca en la zona norte-centro del litoral, asociados a una mayor biomasa de esta especie respecto al año anterior por la normalización de la temperatura superficial del mar. En este contexto, también aumentó la captura de especies como pota y langostino para congelado.

Sin embargo, la primera temporada de pesca de anchoveta alcanzó un 85 por ciento de la cuota asignada debido a condiciones estacionales y anomalías en el mar. En cambio, se espera que la segunda temporada de pesca de esta especie en la zona Norte-Centro para 2017 se desarrolle con normalidad. Con ello, se revisa a la baja la proyección de crecimiento del sector para este año de 34,0 a 30,2 por ciento.

Para 2018, se revisa al alza el crecimiento del sector de 5,5 a 7,2 por ciento pues no se esperan condiciones oceanográficas atípicas. Con ello, la captura de anchoveta en la zona Norte-Centro se desarrollará en condiciones óptimas y se favorecerá el desembarque de especies para consumo humano directo. Para 2019, se espera un crecimiento del sector de 2,9 por ciento.

- c) La **minería metálica** creció 3,5 por ciento durante el segundo trimestre de 2017. La moderación del crecimiento respecto al mismo trimestre del año anterior responde a una reducción en la producción de oro, por menores leyes en Yanacocha y Barrick, y a un menor ritmo de crecimiento en la producción de cobre, pues las tasas altas observadas en 2016 corresponden al inicio de operación de Las Bambas y de la ampliación de Cerro Verde.

El crecimiento de la minería metálica para 2017 se revisa a la baja, de 4,5 a 4,1 por ciento, debido principalmente a: (i) la menor producción de cobre de Cerro Verde y Southern por problemas logísticos y laborales durante el primer semestre del año; y (ii) la menor producción de oro por leyes menores a las esperadas en Barrick y Yanacocha, y por una menor producción artesanal en Madre de Dios debido a las interdicciones a mineros informales. Para 2018, se revisa a la baja el crecimiento del subsector, de 6,5 a 4,6 por ciento, principalmente por menor producción de oro (ante la continuación de la caída de leyes de Barrick y Yanacocha) y un crecimiento menor al esperado en la producción de cobre, zinc y molibdeno. Para 2019 se espera un aumento de

producción de oro por nuevos proyectos y una moderación del crecimiento de la producción de cobre y zinc.

Cuadro 21 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)					
	2015	2016	2017*	2018*	2019*
Cobre	25,8	40,1	5,2	6,5	2,2
Oro	4,8	4,2	-1,7	-1,4	1,3
Zinc	8,0	-6,1	7,9	4,3	0,2

* Proyección.

Durante el segundo trimestre de 2017, la **producción de cobre** se desaceleró a 1,1 por ciento debido a problemas logísticos causados por el Fenómeno El Niño Costero. El ritmo de producción de 2017 se moderaría debido al fin del efecto base de Las Bambas y al menor crecimiento esperado de Cerro Verde y Southern. En 2018, la producción de cobre crecería a un ritmo mayor por la expansión de Toquepala de Southern a partir del segundo semestre y por la recuperación en la producción de Cerro Verde. En 2019, se registraría un menor ritmo de crecimiento tras alcanzarse los niveles máximos de producción comercial.

Cuadro 22 PRODUCCIÓN DE COBRE (Miles de Toneladas Métricas Finas)					
	2015	2016	2017*	2018*	2019*
Antamina	412	444	448	450	450
Southern	298	288	289	359	400
Cerro Verde	208	473	474	500	500
Antapaccay	203	221	210	230	230
Toromocho	182	168	185	195	200
Constancia	106	133	115	130	130
Las Bambas	7	329	451	460	460
Resto de empresas	212	223	227	231	242
TOTAL	1 628	2 280	2 399	2 555	2 612

* Proyección.

La **producción de oro** bajó 4,4 por ciento en el segundo trimestre de 2017, debido a menores leyes de Yanacocha y Barrick y a menor producción artesanal en Madre de Dios ocasionada por la mayor frecuencia de interdicciones. Esta tendencia se mantendría en el horizonte de proyección por lo que se espera una caída de 1,4 por ciento de la producción de oro en 2018. En contraste, para 2019 se espera un aumento de 1,3 por ciento en la producción de oro debido a un incremento de producción en nuevos proyectos como Tambomayo de Buenaventura.





Cuadro 23
PRODUCCIÓN DE ORO
(Miles de onzas finas)

	2015	2016	2017*	2018*	2019*
Yanacocha	918	668	549	500	480
Barrick Misquichilca	614	547	504	482	460
Madre de Dios ^{1/}	391	549	443	464	464
Buenaventura	218	190	194	195	195
Inmaculada	59	163	162	162	162
Anama	74	85	90	89	89
Shahuindo	0	48	81	85	90
Tambomayo	0	0	76	130	150
Resto de empresas	2 446	2 669	2 739	2 663	2 745
TOTAL	4 720	4 919	4 838	4 769	4 833

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

La **producción de zinc** creció 21,5 por ciento durante el segundo trimestre de 2017 por la mayor actividad de Antamina en un contexto de mayor cotización internacional de este mineral. Además, se espera que la empresa supere su plan de producción del año, en línea con la política de la empresa de aumentar su extracción en zonas con alta ley de zinc. Con ello, en 2017, la producción de zinc crecería 7,9 por ciento. Para 2018 se espera se mantenga el aumento de la producción de zinc en un contexto de altos precios, y que estos niveles de producción no varíen significativamente en 2019.

Cuadro 24
PRODUCCIÓN DE ZINC
(Miles de toneladas métricas finas)

	2015	2016	2017*	2018*	2019*
Antamina	298	261	387	387	390
Volcan	180	169	165	186	186
Los Quenuales	103	29	28	31	31
Milpo	247	245	222	258	258
El Brocal	56	59	64	65	65
Administradora Chungar	100	109	106	105	105
Resto de empresas	437	462	468	470	470
TOTAL	1 421	1 334	1 440	1 501	1 504

* Proyección.

- d) La producción del **subsector hidrocarburos** cayó 7,1 por ciento en el segundo trimestre de 2017. Ello se debe a la menor extracción de líquidos de gas natural (-10,6 por ciento) y gas natural (-12,9 por ciento), por menores exportaciones de los Lotes 56 (Pluspetrol) y 57 (Repsol) y por menor demanda de gas por parte de las generadoras termoeléctricas, lo que afecta principalmente al Lote 88 (Pluspetrol). En contraste, la producción trimestral de petróleo creció 7,2 por

ciento ante la recuperación de la producción del lote 192 por operaciones de mantenimiento y reparación del Oleoducto Norperuano.

Con esta evolución se revisa a la baja el crecimiento del subsector de 3,5 a 0,5 por ciento por menor producción de gas y líquidos de gas natural, a pesar del reinicio de producción del Lote 192. En 2018, se espera que el Oleoducto Norperuano esté operativo en su totalidad, lo cual elevaría el crecimiento del sector a 10,6 por ciento. En 2019, no se espera un crecimiento dada la expansión del período anterior.

- e) La **manufactura no primaria** se contrajo 5,0 por ciento en el segundo trimestre de 2017. Ello fue resultado esencialmente del deterioro de la producción de bienes orientados a insumos, consumo masivo y exportaciones. En contraste, en los últimos meses se recuperaron las ramas industriales vinculadas a inversión.

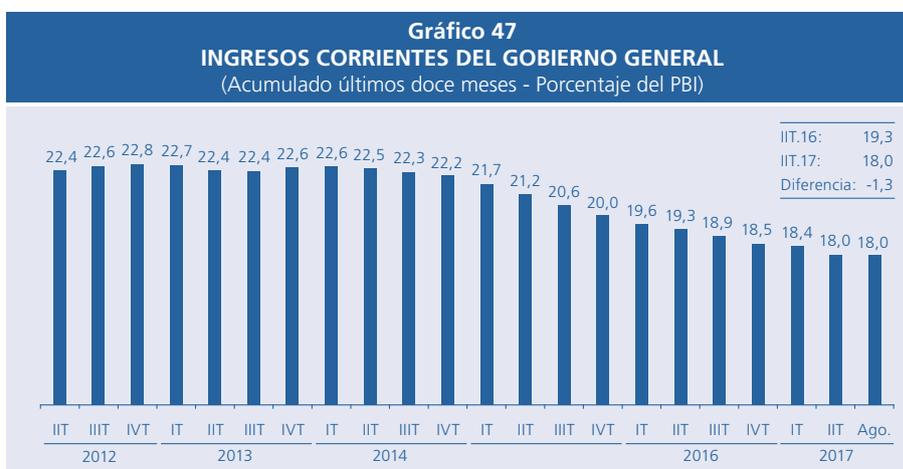
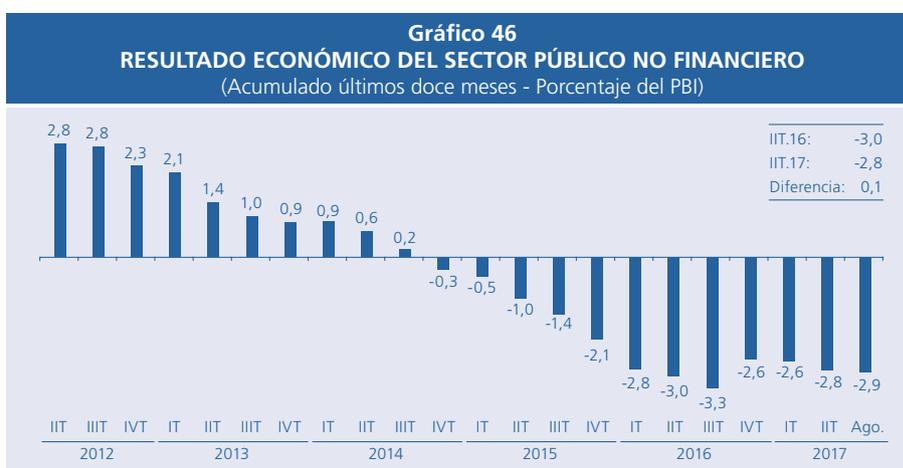
El crecimiento de la manufactura en 2017 se revisó a la baja, de 2,3 a 1,6 por ciento, debido a la evolución de la manufactura no primaria, a menores rendimientos de azúcar por el Fenómeno El Niño Costero, y menor producción de harina y aceite de pescado por capturas de anchoveta debajo de la cuota total asignada. En 2018 y 2019, se proyecta que el sector se recupere y crezca 3,6 y 4,1 por ciento, respectivamente, debido al mayor dinamismo del lado primario y la reversión del declive del no primario, en línea con la recuperación esperada de la demanda doméstica.

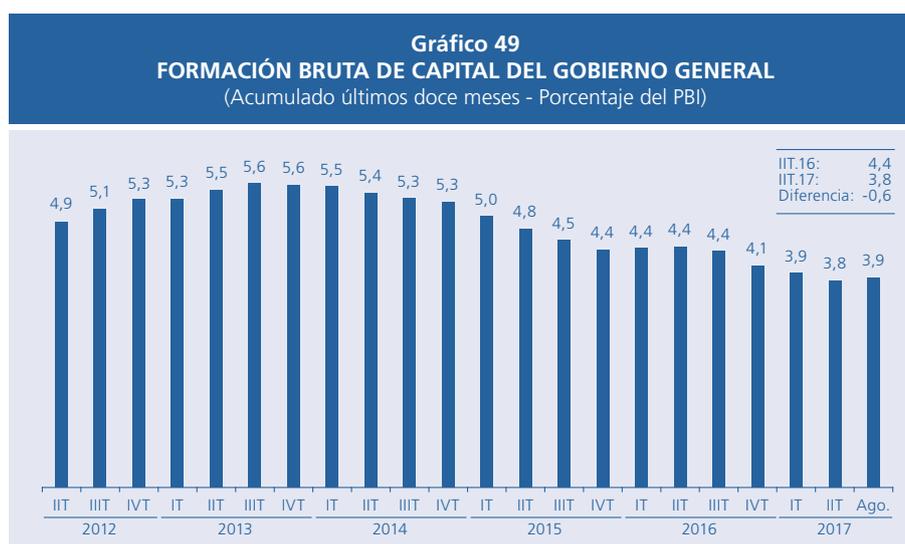




IV. Finanzas públicas

26. El déficit del sector público no financiero acumulado en doce meses fue equivalente a 2,9 por ciento del PBI a agosto de 2017, superior al déficit de 2,6 por ciento del PBI de diciembre de 2016. Esto se explicó fundamentalmente por la reducción de ingresos corrientes, que llegaron a 18,0 por ciento del producto. Por su parte, los gastos corrientes se redujeron hasta llegar a 15,0 por ciento del PBI y la formación bruta de capital llegó a 3,9 por ciento del PBI, con lo que se revirtió un descenso continuo iniciado desde 2013 en esta última variable.





27. En el presente Reporte de Inflación, el escenario asume un fuerte estímulo fiscal desde el segundo semestre de 2017 y a lo largo de 2018. Esto es consistente con el Marco Macroeconómico Multianual 2018-2021, difundido el 25 de agosto de 2017, y las nuevas metas de déficit, aprobadas en la Ley N° 30637, de 3,0 por ciento del PBI en 2017, de 3,5 por ciento del PBI en 2018, tal como se informó en el Reporte de junio. En 2019, el déficit descendería a 2,9 por ciento del PBI, en línea con la convergencia hacia un déficit de 1,0 por ciento en 2021.





Cuadro 25
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2015	2016	2017 I Sem.	2017*		2018*		2019*
				RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun.17	RI Set.17	RI Set.17
1. Ingresos corrientes del gobierno general^{1/}	20,0	18,5	18,8	18,3	18,1	18,2	18,3	18,4
Variación % real	-7,1%	-4,1%	-2,3%	2,1%	1,3%	3,7%	5,4%	4,9%
2. Gastos no financieros del gobierno general^{2/}	21,3	19,9	17,6	20,2	20,0	20,4	20,4	19,9
Variación % real	1,4%	-2,4%	-0,4%	4,7%	4,2%	5,3%	6,4%	1,5%
Del cual:								
Gasto corriente	15,8	15,3	14,1	15,2	15,0	15,0	15,0	14,6
Variación % real	4,7%	0,3%	-0,3%	2,5%	2,3%	2,8%	4,1%	1,4%
Formación bruta de capital	4,4	4,1	2,8	4,3	4,3	4,8	4,8	4,8
Variación % real	-14,7%	-3,1%	-10,1%	9,4%	9,6%	16,4%	16,4%	3,4%
3. Otros	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
4. Resultado primario (1-2+3)	-1,0	-1,5	1,0	-1,8	-1,8	-2,1	-2,1	-1,5
5. Intereses	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4
6. Resultado económico	-2,1	-2,6	-0,2	-3,0	-3,0	-3,5	-3,5	-2,9
Nota:								
Resultado Económico Estructural	-2,0	-2,7	0,0	-3,1	-3,2	-3,4	-3,5	-2,8
Impulso Fiscal Ponderado	-0,2	-0,5	0,0	0,3	0,1	0,5	0,6	-0,5
Brecha del Producto	-0,4	0,1	-1,5	-1,3	-0,8	-0,8	-0,3	0,0

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

Ingresos fiscales

28. Los ingresos corrientes del gobierno general, medidos en términos del PBI, han mostrado una evolución decreciente, en línea con la desaceleración de la actividad económica, las mayores devoluciones de impuestos por exportaciones, y en el último año, como consecuencia de las medidas de recorte tributario dirigidas a las micro y pequeñas empresas.

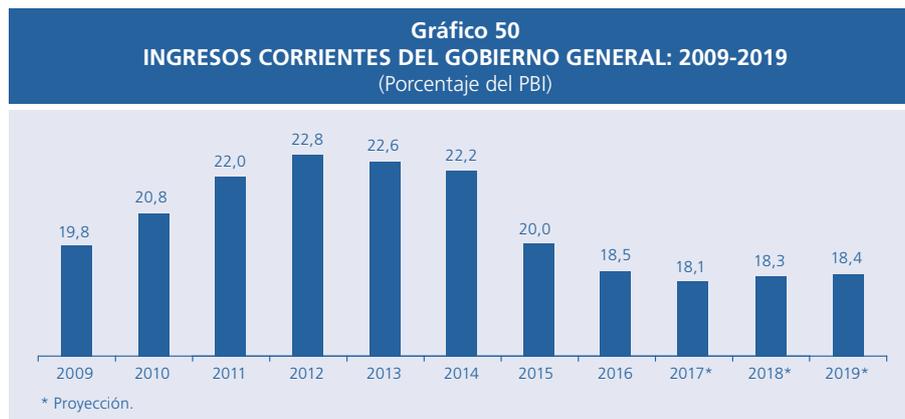
En el período enero-agosto de 2017, los ingresos corrientes se redujeron en 0,8 puntos porcentuales del producto respecto al nivel observado en el mismo período de 2016. Dicho deterioro se concentra principalmente en el impuesto a la renta (caída de 0,7 puntos porcentuales del PBI), que además de recoger el impacto de la menor dinámica de la economía, también se ha visto afectado negativamente por la aplicación del Régimen MYPE Tributario, que implica un menor pago a cuenta de las empresas bajo dicho régimen. Adicionalmente, el IGV se contrajo (caída de 0,2 puntos porcentuales del PBI), debido al menor crecimiento de la demanda interna y la aplicación del IGV Justo, que permite la prórroga por tres meses del pago de este

impuesto para las micro y pequeñas empresas. Finalmente, en la caída de ingresos influyó también el aplazamiento de pagos tributarios en zonas de emergencia por el Fenómeno El Niño Costero.

De acuerdo con esta evolución de los ingresos tributarios, se ha revisado a la baja la proyección de los ingresos corrientes, de 18,3 por ciento a 18,1 por ciento del producto para el año 2017. Se espera una recuperación de los ingresos en 2018 y 2019 para llegar a los niveles de 18,3 y 18,4, respectivamente, consistente con aceleración de la demanda interna. Este escenario fiscal no considera medidas fiscales adicionales a las dadas entre diciembre de 2016 e inicios de 2017.

Cuadro 26 INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL (Porcentaje del PBI)								
	2015	2016	2017 I Sem.	2017*		2018*		2019*
				RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun.17	RI Set.17	RI Set.17
INGRESOS TRIBUTARIOS	15,1	14,0	13,6	13,6	13,3	13,7	13,7	13,9
Impuesto a la Renta	5,7	5,6	5,9	5,1	5,0	5,2	5,3	5,3
Impuesto General a las Ventas	8,4	8,0	7,8	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Impuesto a las Importaciones	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,8	1,7	1,6	2,0	2,0	1,8	1,7	1,7
Devoluciones de impuestos	-1,9	-2,5	-2,8	-2,5	-2,5	-2,3	-2,3	-2,0
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,9	4,5	5,2	4,8	4,7	4,6	4,6	4,5
TOTAL	20,0	18,5	18,8	18,3	18,1	18,2	18,3	18,4

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.



Gasto público

29. El gasto público como porcentaje del producto ha continuado descendiendo en los tres niveles de gobierno. En el período enero – agosto, la caída fue equivalente a 0,5



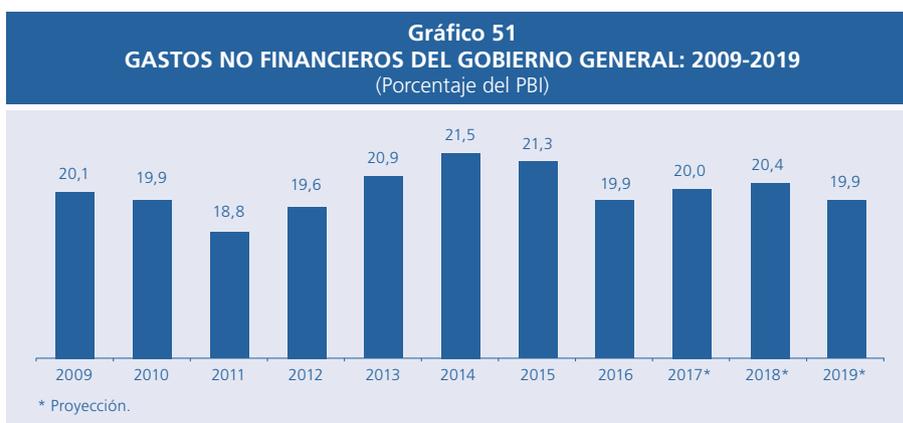


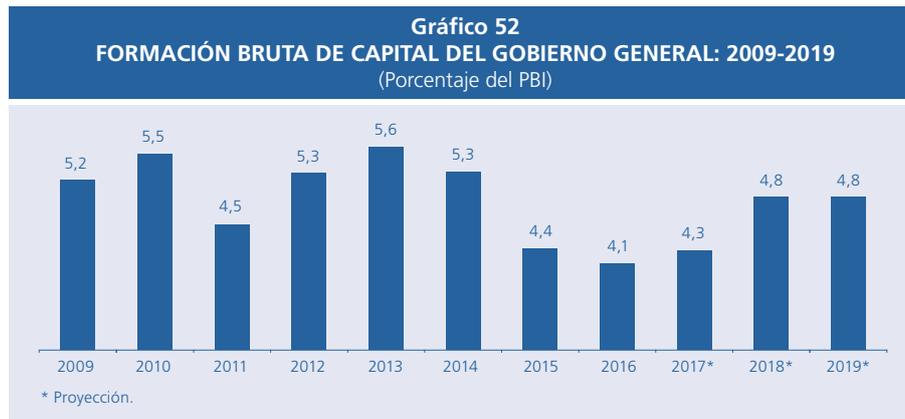
puntos porcentuales del PBI respecto al mismo período de 2016, particularmente por el gasto corriente y de formación bruta de capital a nivel del gobierno nacional. En general, los proyectos de inversión pública han sido afectados por anomalías climáticas mayores que las usuales por el Fenómeno El Niño Costero y por distintas trabas como el tiempo en la evaluación y solución de adendas, problemas con expedientes técnicos, observaciones en procesos de selección y problemas contractuales.

Para el resto del año, se espera una reversión gradual de esta evolución del gasto al materializarse la recuperación de la inversión pública (como se ha venido observando desde junio). El Presupuesto Institucional Modificado (PIM) de inversión del gobierno general asciende a S/ 45 mil millones (al 14 de setiembre). Los principales proyectos del gobierno nacional (40 por ciento del total) se encuentran en el sector Transportes (S/ 8,6 mil millones), donde se destaca la Línea 2 del Metro de Lima, la carretera Puerto Bermúdez-San Alejandro y la Integración Vial Tacna-La Paz. Por su parte, el sector Vivienda, Construcción y Saneamiento tiene proyectos del gobierno nacional por S/ 1,2 mil millones, donde resalta el proyecto de otorgamiento de servicios de agua y saneamiento para la nueva ciudad de Olmos.

La proyección de crecimiento de formación bruta de capital para este año se ha mantenido en 4,3 puntos porcentuales del producto, lo que toma en cuenta el inicio de obras de los Juegos Panamericanos, los mayores recursos para obras de prevención y rehabilitación en el marco del Plan de Reconstrucción y medidas de reasignaciones presupuestales para acelerar la inversión y gasto en mantenimiento aprobadas en julio de este año.

Se proyecta un aumento del gasto total de 0,4 puntos porcentuales del PBI en 2018 con respecto al 2017, y un posterior descenso a 19,9 por ciento en 2019. Esta proyección mantiene fundamentalmente la recomposición del gasto hacia una mayor inversión pública orientada al proceso de reconstrucción y a la culminación de obras para los Juegos Panamericanos, gastos concentrados principalmente en el año 2018.





Cuadro 27
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

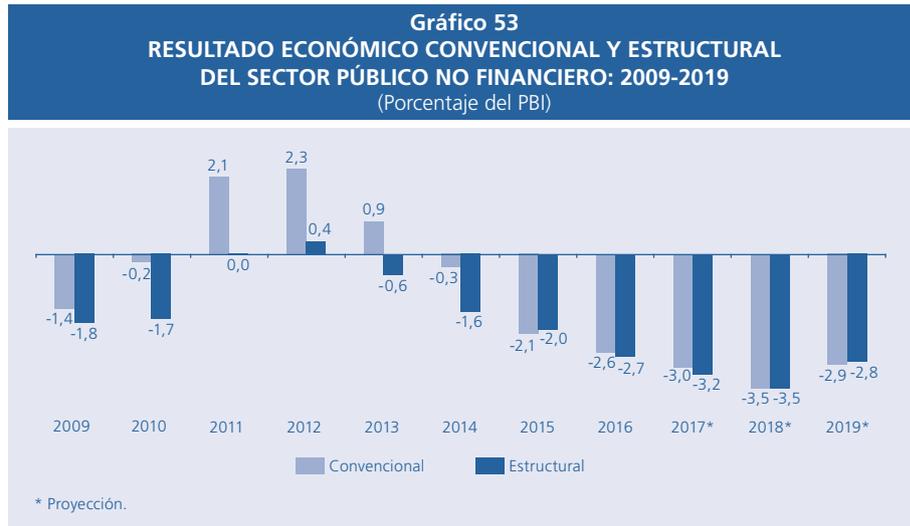
	2015	2016	2017 I Sem.	2017*		2018*		2019*
				RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun.17	RI Set.17	RI Set.17
GASTO CORRIENTE	15,8	15,3	14,1	15,2	15,0	15,0	15,0	14,6
Gobierno Nacional	11,1	10,5	9,6	10,4	10,3	10,3	10,3	10,0
Gobiernos Regionales	3,0	3,1	2,9	3,1	3,1	3,0	3,1	3,0
Gobiernos Locales	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
GASTO DE CAPITAL	5,4	4,7	3,6	5,1	5,0	5,5	5,4	5,3
Formación Bruta de Capital	4,4	4,1	2,8	4,3	4,3	4,8	4,8	4,8
Gobierno Nacional	1,7	1,4	0,9	1,5	1,5	1,7	1,7	1,8
Gobiernos Regionales	0,9	0,9	0,6	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9
Gobiernos Locales	1,7	1,8	1,3	1,9	1,9	2,1	2,1	2,0
Otros	1,0	0,6	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
TOTAL	21,3	19,9	17,6	20,2	20,0	20,4	20,4	19,9
Gobierno Nacional	13,8	12,5	11,3	12,6	12,4	12,7	12,6	12,3
Gobiernos Regionales	4,0	4,0	3,5	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0
Gobiernos Locales	3,4	3,5	2,8	3,6	3,6	3,7	3,7	3,6

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

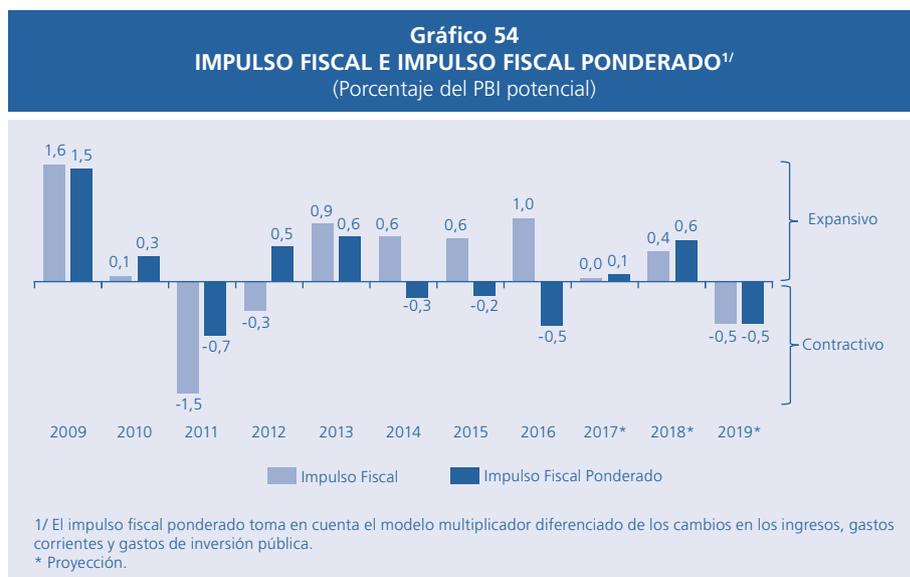
Resultado Estructural e Impulso Fiscal

30. El **resultado económico estructural** es un indicador que se diferencia del resultado económico convencional porque deduce de este último los efectos transitorios tales como los vinculados al ciclo económico y los efectos de los precios de *commodities* relevantes para nuestra economía. El resultado económico estructural fue deficitario en 2,7 por ciento del PBI en 2016, en tanto que para 2017 y 2018 se proyecta un déficit estructural creciente de 3,2 y 3,5 por ciento, respectivamente, que luego descendería a 2,8 en 2019.





31. Para determinar el efecto de cambios en los ingresos y gastos del fisco en el ciclo económico se pondera de acuerdo con el efecto multiplicador de estos. Con ello, el impulso fiscal ponderado de 2016 fue contractivo, mientras que para 2017 se espera que la posición fiscal sea, por el contrario, ligeramente expansiva (0,1 por ciento del PBI potencial) y concentrada en el segundo semestre. Este resultado obedecería al mayor efecto multiplicador de la inversión pública. Por ese mismo motivo, el crecimiento proyectado de la inversión pública de 15,0 por ciento en términos reales para 2018 conlleva un impulso fiscal ponderado de 0,6 puntos porcentuales del PBI potencial. Para 2019, el impulso fiscal ponderado sería contractivo.



Cuadro 28
IMPULSO FISCAL

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

* Proyección.

1/ Incluye Empresas Públicas

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

Deuda pública

32. El financiamiento requerido para cubrir el déficit fiscal y la amortización de la deuda pasa de S/ 32 mil millones en 2016 a S/ 40 mil millones en 2017, para luego descender a S/ 32 mil millones en 2018 y a S/ 29 mil millones en 2019. En términos de PBI, este requerimiento financiero pasa de 4,8 por ciento del PBI en 2016 a 5,6 por ciento del producto en 2017, para luego descender a 4,3 y a 3,6 por ciento del PBI en 2018 y 2019, respectivamente.

Cuadro 29
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	2015	2016	I Sem. 2017	2017*		2018*		2019*
				RI Jun.17	RI Set.17	RI Jun.17	RI Set.17	RI Set.17
I. USOS	20 607	31 749	4 306	27 449	39 658	32 746	32 182	29 013
1. Amortización	7 963	14 829	3 701	6 122	18 349	6 338	6 305	5 969
a. Externa	3 859	5 634	2 723	4 216	13 916	4 091	4 060	2 706
b. Interna	4 103	9 195	979	1 905	4 432	2 247	2 246	3 263
<i>Del cual: bonos</i>								
<i>de reconocimiento</i>	666	629	448	818	859	859	858	658
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	12 644	16 920	605	21 327	21 310	26 408	25 877	23 044
II. FUENTES	20 607	31 749	4 306	27 449	39 658	32 746	32 182	29 013
1. Desembolsos y otros	21 178	30 045	16 726	29 076	36 480	22 060	30 537	23 323
2. Variación de Depósitos y Otros ^{1/}	-571	1 704	-12 420	-1 627	3 179	10 686	1 645	5 690

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta

Saldo de deuda pública neta^{2/}

* Proyección.

1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

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

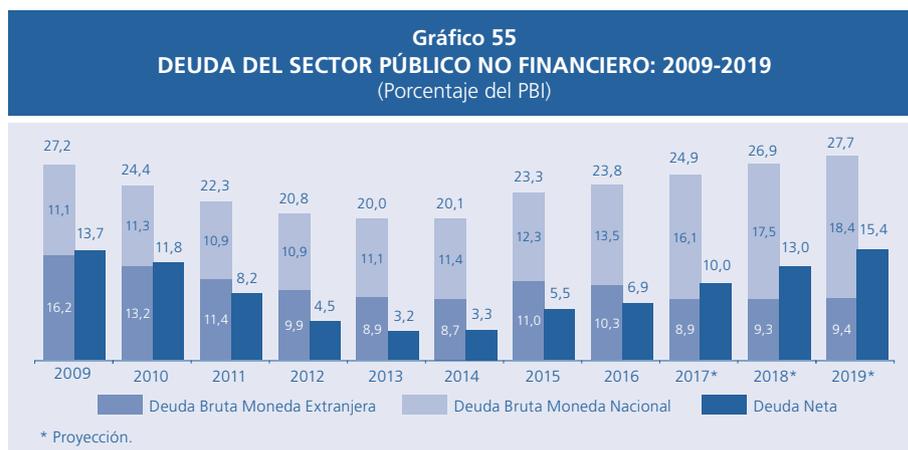
RI: Reporte de Inflación.





Cabe destacar la revisión al alza de los desembolsos programados para 2017, con respecto al Reporte de junio. Dicho aumento se debe principalmente a la colocación de Bonos Corporativos de Petroperú por US\$ 2 000 millones en junio para financiar el Proyecto de Modernización de la Refinería de Talara y la transacción de administración de deuda realizada en julio por un monto aproximado de S/ 10 mil millones, a una tasa cupón de 6,15 por ciento. Esta última transacción permitió financiar, con mayor participación de la moneda local en el portafolio de deuda, la amortización de créditos con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, el Banco Interamericano de Desarrollo, la Corporación Andina de Fomento y el Club de París.

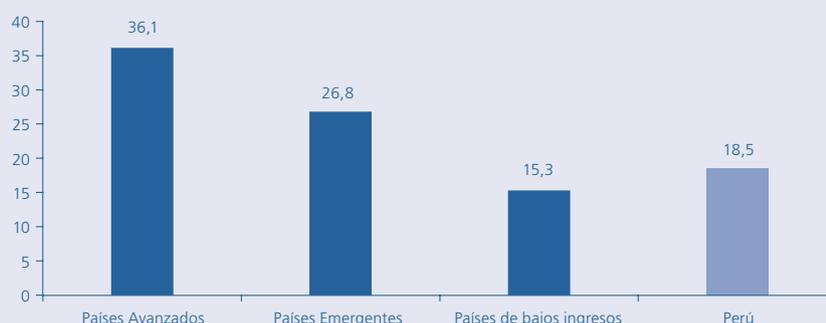
La deuda bruta del Sector Público No Financiero se ubicaría en 27,7 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, en tanto que la deuda neta aumentaría a 15,4 por ciento del producto hacia 2019.



Recuadro 1 EVASIÓN TRIBUTARIA

La presión fiscal en el Perú en 2016 (medida como el ratio de ingresos corrientes del gobierno general al PBI) resulta menor al promedio de países emergentes y avanzados, siendo más cercana al promedio observado en países de bajos ingresos, de acuerdo a la información del Fiscal Monitor del Fondo Monetario Internacional.

INGRESOS DEL GOBIERNO GENERAL 2016 (Porcentaje del PBI)



Este desempeño está ligado en gran medida al nivel alto de incumplimiento tributario, así como a un nivel importante de gasto tributario³. Los estimados de SUNAT indican que el incumplimiento en el pago oportuno del Impuesto General a las Ventas (IGV) es de una magnitud importante, alrededor de 3,6 por ciento del PBI en promedio para el periodo 2003-2016.

INCUMPLIMIENTO DEL IGV (Porcentaje del PBI)



Fuente: SUNAT.

En el caso del impuesto a la renta empresarial, estimaciones de SUNAT indican que el incumplimiento en el período 2007-2016 es aún mayor, pues representó en promedio 5,7 por ciento del PBI.

3 El MMM 2018-2021 estima que los gastos tributarios (el costo fiscal de las exoneraciones y beneficios tributarios existentes) asciende en 2017 a un nivel potencial de S/ 15 493 millones o 2,2 por ciento del PBI.





En el caso del impuesto a la renta personal, los estudios existentes⁴ indican que la tasa de incumplimiento es elevada (32,6 por ciento de la recaudación potencial hacia el año 2006), lo que implica un costo en recaudación de alrededor de 0,6 por ciento del PBI.

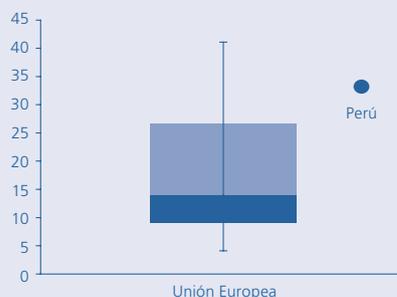
De esta forma, en términos potenciales, el fisco perdería alrededor de 10 puntos del PBI en la recaudación de los dos principales impuestos del sistema tributario⁵. Esto significa que, en términos comparativos, el sistema tributario peruano podría generar recursos de un orden de magnitud similar al observado en las economías emergentes si el pago oportuno de los impuestos y otras contribuciones fiscales fuera una característica del comportamiento de empresas e individuos en nuestro país.

En el caso del IGV, el crecimiento y las medidas administrativas implementadas en la primera década de este siglo permitieron reducir significativamente la tasa de incumplimiento, la que se estabilizó alrededor de 30 por ciento hacia el año 2014, para aumentar los dos últimos años hasta 35,9 por ciento, el nivel más alto desde el 2009.

Si se compara la experiencia peruana con la internacional encontramos que el incumplimiento en el Perú es elevado. Información del año 2013⁶ muestra que la tasa media de evasión entre países avanzados como los de la Unión Europea se encontraba en 15,2 por ciento, alrededor de la mitad de la observada en el Perú en el mismo año (30,3 por ciento). La experiencia europea muestra además gran heterogeneidad: 75 por ciento de los países de la Unión Europea se encuentran en el intervalo entre 9,1 y 26,6 por ciento, mientras que la tasa de incumplimiento mínima es de 4,1 por ciento y la máxima fue 44,1 por ciento.

Adicionalmente, información presentada por el MEF en su Marco Macroeconómico Multianual 2018-2021, indica que la tasa de incumplimiento en el IGV en el Perú es también superior a la observada en países de la Alianza del Pacífico (como Chile y Colombia).

**Tasa de incumplimiento del IGV 2013:
Unión Europea y Perú**



**Tasa de Incumplimiento del IGV
(% recaudación potencial)**

Perú (2016)	36
Chile (2009)	20
Colombia (2012)	23

Fuente: MEF.

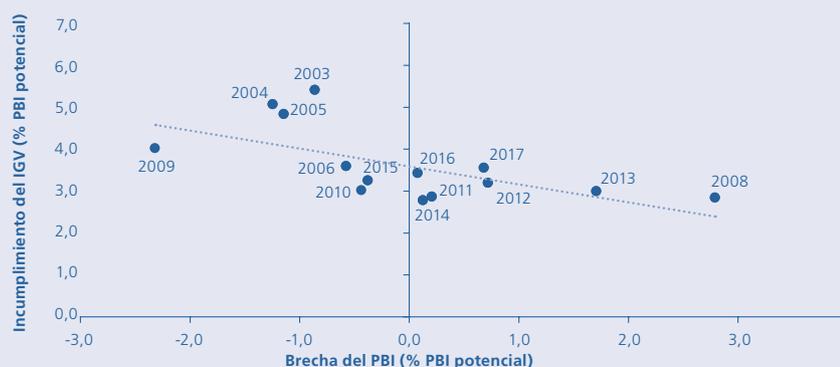
4 Arias, L.A. (2009). "La Tributación Directa en América Latina: Equidad y Desafíos. El caso del Perú". Serie Macroeconomía del Desarrollo, N° 95. CEPAL. Santiago de Chile.

5 En el 2016 el IGV y el Impuesto a la Renta dieron cuenta de 74 por ciento de los ingresos corrientes del gobierno general.

6 Center for Social and Economic Research (2015) "Study to Quantify and Analyze the VAT Gap in EU Member States" 2015 Report. Warsaw.

Por otro lado, los niveles de incumplimiento del IGV se encuentran relacionados con la posición de la economía en el ciclo económico. El siguiente gráfico ilustra la relación entre el incumplimiento del IGV y la brecha del PBI, que es una medida del ciclo de los negocios.

BRECHA DEL PBI E INCUMPLIMIENTO DEL IGV: 2003-2016

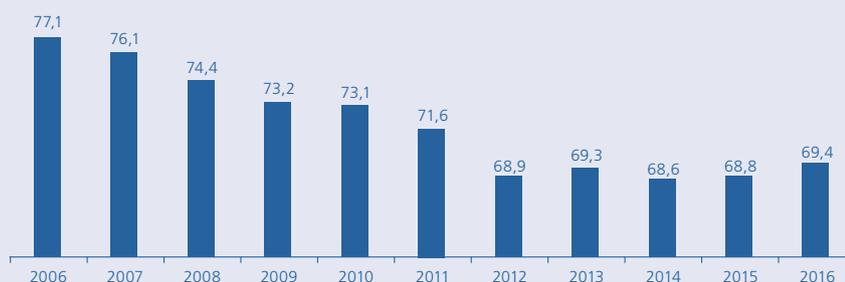


Como puede apreciarse, cuando la economía se encuentra en niveles productivos debajo de su potencial, el incumplimiento tributario aumenta. Cabe indicar que esto es distinto al efecto normal que cambios en la actividad tienen sobre la recaudación fiscal. Ciertamente, menos actividad reduce la base gravable y la obligación de pago, pero lo que muestra este gráfico es que el incumplimiento (que involucra la no declaración o no pago oportuno de los impuestos ocasionados por la actividad económica) aumenta cuando el nivel de actividad es bajo respecto al potencial. Se estima que cada punto porcentual en la brecha del PBI aumentaría el incumplimiento del IGV en alrededor de 0,2 puntos porcentuales del PBI.

Esto indica que en la medida que se revierta el ciclo económico débil, se reducirían los incentivos adicionales al incumplimiento tributario, y se observaría una recuperación en los ingresos tributarios.

Sin embargo, eso no sería suficiente para reducir los niveles de evasión tributaria a los niveles promedio de economías emergentes, pues la evasión tributaria en el Perú está relacionada con el tamaño de la economía informal.

INFORMALIDAD LABORAL^{1/} (Como porcentaje del total de ocupados)



^{1/} La tasa de informalidad urbana privada no agropecuaria total nacional. Se considera que un trabajador es formal si cuenta con seguro de Essalud. Fuente: INEI-ENAH0.





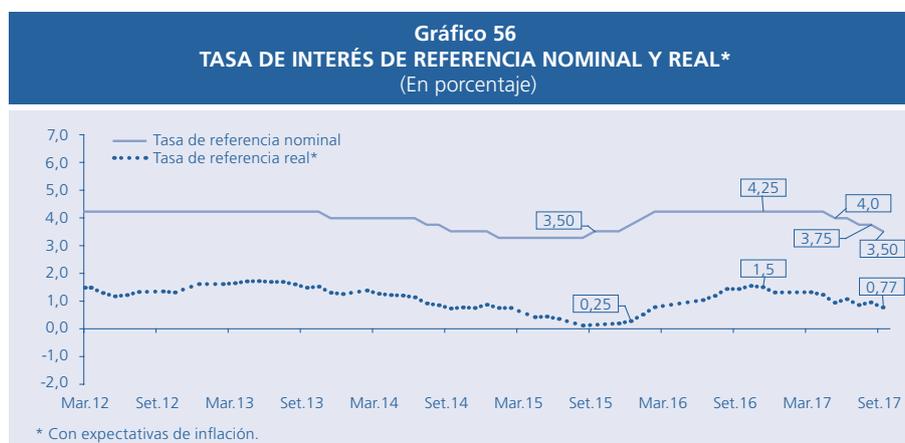
Un nivel alto de informalidad implica un flujo importante de transacciones y rentas que se generan fuera del ámbito de control de la autoridad tributaria. Por ello, para reducir los niveles altos de evasión será necesario, además de mantener niveles adecuados de fiscalización del pago de las obligaciones tributarias, realizar reformas estructurales que permitan generar más empleos formales, ampliando sustancialmente la base de contribuyentes.

V. Política monetaria y mercados financieros

Acciones de política monetaria

33. Entre junio y setiembre, las acciones de política del BCRP se orientaron a mantener condiciones monetarias moderadamente expansivas, en un contexto en el que las expectativas de inflación y la inflación sin alimentos y energía continuaron dentro del rango meta, luego de la reversión de los choques de oferta que afectaron a la inflación en el primer trimestre y el crecimiento de la actividad económica se mantuvo por debajo de su potencial.

En este contexto, el Directorio del BCRP redujo la tasa de referencia a 3,75 por ciento en julio, la mantuvo en dicho nivel en agosto y la redujo a 3,50 por ciento en setiembre. La reducción de dicha tasa en setiembre estuvo en línea con el comunicado de política monetaria de agosto, en donde se dio una señal clara de mayor flexibilización de la posición de política monetaria en un futuro cercano. Asimismo, luego de la decisión de setiembre se precisó que el Directorio se encontraba *“especialmente atento a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, modificaciones adicionales en la posición de política monetaria”*. Como resultado de estas medidas, las tasas de interés a plazos en el mercado monetario mostraron una tendencia decreciente durante el trimestre.





Durante los meses de julio, agosto y setiembre, el BCRP continuó reduciendo el tope de la tasa media de encaje y la tasa marginal de encaje en dólares, las que pasaron de 44 por ciento en junio a 41 por ciento en setiembre. Ello con el objetivo de reducir el impacto en las condiciones financieras y crediticias domésticas de los aumentos futuros de las tasas de interés internacionales.



Así, estas medidas de flexibilización del encaje también están contribuyendo en el trimestre a propiciar condiciones monetarias expansivas.

Operaciones Monetarias

34. Entre junio y agosto, las operaciones monetarias del Banco Central se orientaron a mantener niveles adecuados de liquidez en moneda nacional, en un período caracterizado por una mayor demanda estacional por circulante debido a las fiestas patrias (S/ 1 212 millones) y una mayor demanda por fondos de encaje (S/ 687 millones), debido al mayor crecimiento de los depósitos en soles en el trimestre (5,7 por ciento). Por su parte, el sector público colocó en neto Bonos Soberanos por S/ 9 199 millones, destacando la colocación de los Bonos 2032 en julio, que esterilizó liquidez en moneda nacional por S/ 2 778 millones⁷. Adicionalmente, en el trimestre vencieron en neto S/ 3 679 millones de operaciones Repo de Monedas colocadas durante los años 2014 y 2015 como parte del programa de desdolarización del crédito. En este contexto, el Banco Central atendió la mayor demanda de moneda nacional mediante la colocación neta de Repo de Valores por S/ 1 360 millones y a través de las compras de moneda extranjera por parte del Banco Central por un monto equivalente a S/ 7 857 millones (US\$ 2 426 millones).

⁷ La colocación del Bono 2032 fue por un total de S/ 10 000 millones.

Como resultado de estas operaciones, el saldo de operaciones de reporte pasó de 11,1 a 10,5 por ciento de los activos netos del BCRP, reflejando la renovación parcial de las operaciones Repo de Monedas. Además, los depósitos del sector público se mantuvieron como el pasivo más importante del BCRP, a pesar de disminuir su participación con respecto a los activos netos del BCRP de 34,6 por ciento a 33,6 por ciento en el mismo período. Por último, la participación de los instrumentos del BCRP pasó de 13,3 a 15,9 por ciento, debido principalmente al incremento del saldo de depósitos a plazo, de CDBCRP y de depósitos *overnight*, como resultado de las operaciones de esterilización de la liquidez que se generó por la reciente intervención del Banco Central en el mercado cambiario.

Cuadro 30 BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP (Como porcentaje de los Activos Netos)			
	Dic.15	Dic.16	Ago.17
I. Activos netos	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	87,4%	87,8%	89,5%
	(US\$ 61 485 millones)	(US\$ 61 686 millones)	(US\$ 62 005 millones)
Repos	12,6%	12,2%	10,5%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	32,7%	34,0%	33,6%
En moneda nacional	13,0%	12,2%	13,9%
En moneda extranjera	19,7%	21,8%	19,6%
2. Depósitos totales del sistema financiero	37,1%	33,4%	28,6%
En moneda nacional	4,5%	4,6%	4,4%
En moneda extranjera	32,6%	28,8%	24,2%
3. Instrumentos del BCRP	10,0%	11,1%	15,9%
CD BCRP	6,5%	9,9%	12,6%
CDLD BCRP	0,0%	0,0%	0,5%
CDR BCRP	3,0%	0,3%	0,0%
Depósitos a Plazo	0,4%	0,0%	2,6%
Depósitos <i>overnight</i>	0,1%	0,9%	0,2%
4. Circulante	15,7%	17,2%	18,1%
5. Otros	4,5%	4,3%	3,8%

* Incluye intereses, descuentos y ganancias netas.

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



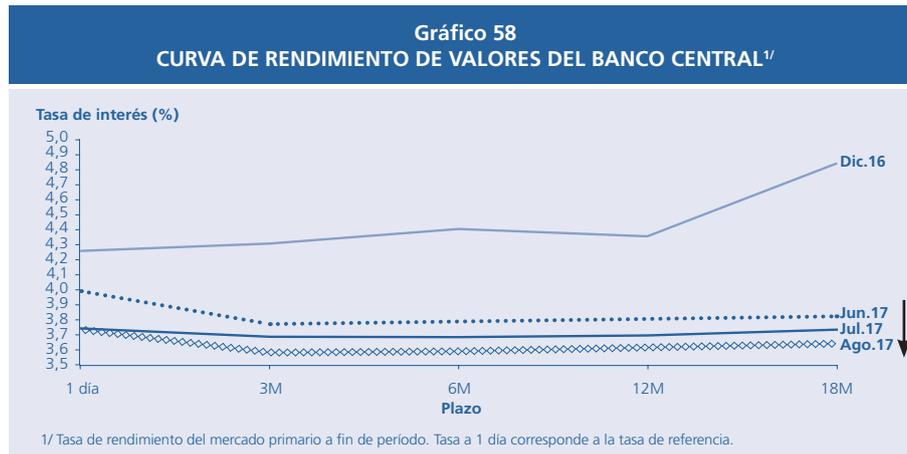


Cuadro 31
TASA DE INTERÉS DE SUBASTA DE CDBCRP POR PLAZOS
(Porcentaje)

	Meses				
	1	3	6	12	18
1-Jun-17				3,85	
5-Jun-17			3,81		
7-Jun-17					3,85
8-Jun-17				3,81	
12-Jun-17			3,79	3,80	
13-Jun-17			3,77	3,79	
14-Jun-17			3,79	3,82	3,82
15-Jun-17				3,80	
19-Jun-17			3,78		
21-Jun-17					3,81
22-Jun-17				3,79	
26-Jun-17			3,78		
28-Jun-17					3,80
3-Jul-17			3,76		
5-Jul-17					3,79
6-Jul-17				3,73	
10-Jul-17			3,73		
12-Jul-17				3,71	3,75
17-Jul-17			3,68		
19-Jul-17					3,72
20-Jul-17				3,64	
24-Jul-17			3,63		
26-Jul-17					3,70
31-Jul-17			3,60		
2-Ago-17					3,67
3-Ago-17				3,61	
7-Ago-17			3,56		
8-Ago-17			3,52		
9-Ago-17		3,48	3,51		3,60
10-Ago-17		3,53	3,51	3,52	
11-Ago-17		3,55	3,53		
14-Ago-17			3,56		
15-Ago-17		3,61			
16-Ago-17		3,60			3,54
17-Ago-17		3,60		3,50	
18-Ago-17		3,63			
21-Ago-17		3,64	3,58	3,62	
22-Ago-17			3,61		
23-Ago-17		3,64	3,64		3,64
24-Ago-17			3,63	3,59	
25-Ago-17		3,62	3,63		
28-Ago-17		3,65	3,61	3,59	
29-Ago-17		3,63	3,64		
31-Ago-17	3,56	3,57	3,58	3,61	

Fuente: BCRP.

La curva de rendimiento de emisiones de CDBCRP acumula una reducción promedio de 18 puntos básicos en el tercer trimestre de 2017. El comportamiento descendente en las tasas de interés se asocia a la reducción de 25 puntos básicos en la tasa de referencia en el mes de julio. La reducción en la pendiente de la curva de rendimientos a plazos entre 3 y 18 meses refleja la expectativa del mercado de futuras reducciones en la tasa de referencia.



Tasas de interés

35. Las tasas de interés en soles disminuyeron en línea con la reducción de 25 puntos básicos en la tasa de referencia en el mes de julio. En el mercado monetario, la tasa interbancaria descendió de 4,00 a 3,75 por ciento entre junio y agosto; y la tasa preferencial activa corporativa lo hizo de 4,53 a 4,15 por ciento, reflejando la mayor flexibilidad en las condiciones monetarias.

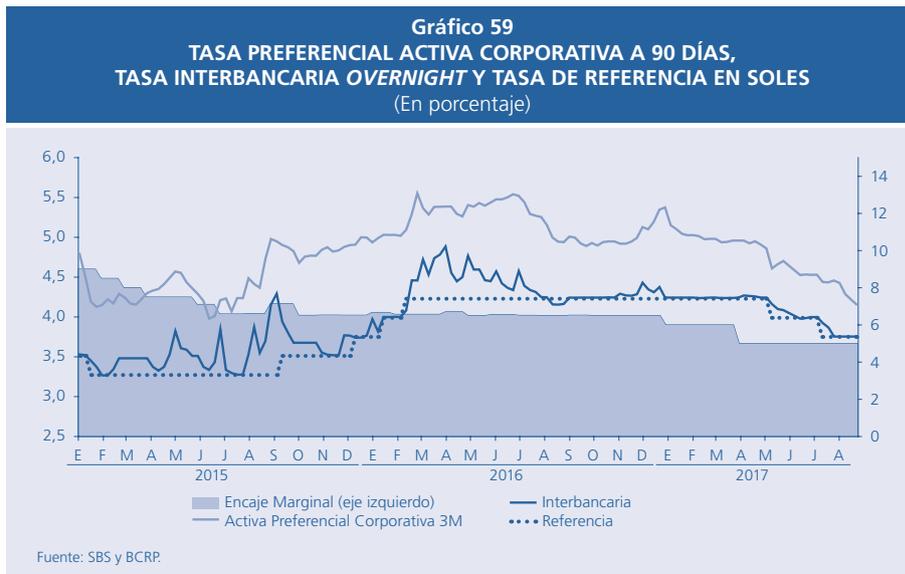
En el caso de las tasas activas de las empresas bancarias, éstas descendieron en la mayoría de segmentos, a excepción de las tasas de las pequeñas empresas y del sector consumo. El sector corporativo destaca con la mayor reducción de tasa (49 puntos básicos). La tendencia de las tasas pasivas también fue descendente, disminuyendo en promedio 26 puntos básicos a plazos entre 30 y 360 días.

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

	Dic.15	Set.16	Dic.16	Mar.17	Jun.17	Jul.17	Ago.17
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	3,88	3,95	4,31	4,05	3,89	3,50
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,53	4,47	4,73	4,42	4,18	3,95
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,59	4,70	4,91	4,67	4,35	4,18
Activas	Corporativos	6,18	6,07	5,88	5,78	5,31	4,87
	Grandes Empresas	7,12	7,23	7,12	7,52	7,04	7,03
	Medianas Empresas	10,23	10,74	10,39	10,47	10,56	10,27
	Pequeñas Empresas	20,45	21,59	21,65	21,54	20,78	20,79
	Consumo	44,03	44,01	46,77	45,24	45,64	47,53
	Hipotecario	8,95	8,82	8,52	8,73	8,53	8,42

Fuente: BCRP y SBS.



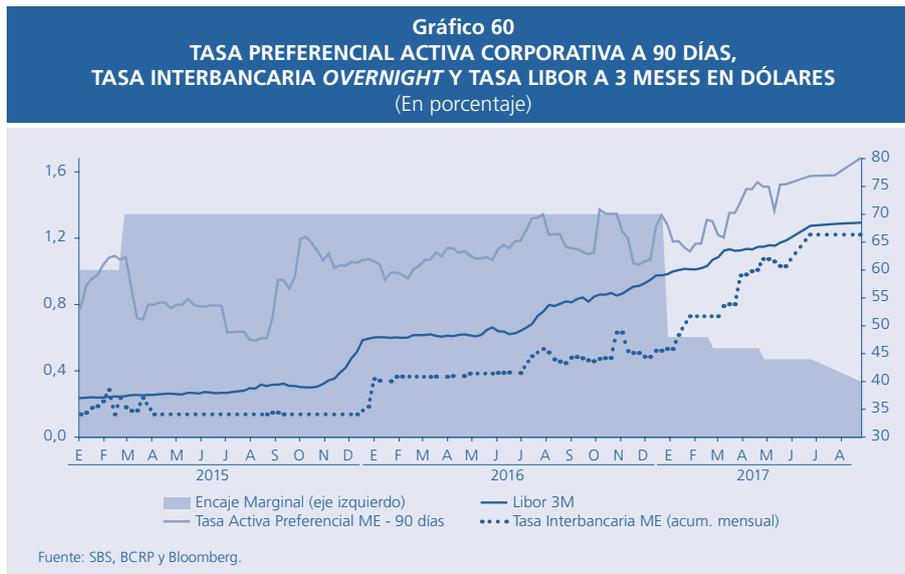


En el caso de las tasas de interés en dólares, las medidas de encaje en moneda extranjera, implementadas desde enero de 2017, han permitido que las tasas de interés del mercado monetario se incrementen a un ritmo más moderado que el incremento observado en las tasas de interés internacionales. Así, la tasa interbancaria *overnight* ha permanecido en 1,25 por ciento entre junio y agosto; mientras que las tasas *libor* en dólares a 1 y 3 meses se han incrementado en 1 y 2 puntos básicos, respectivamente. En el mercado de créditos, dos sectores presentaron mayores tasas, entre las que destaca el incremento en 54 puntos básicos del segmento corporativo. De otro lado, en los segmentos de pequeñas, grandes empresas, hipotecario y medianas empresas, las tasas descendieron en 64, 18, 16 y 10 puntos básicos, respectivamente.

Cuadro 33
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA
(En porcentaje)

	Dic.15	Set.16	Dic.16	Mar.17	Jun.17	Jul.17	Ago.17
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	0,16	0,22	0,23	0,50	0,70	0,76
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	0,38	0,49	0,51	0,69	0,88	0,90
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	0,56	0,53	0,60	0,80	0,73	1,08
Activas	Corporativos	2,33	3,00	2,47	3,03	2,42	2,96
	Grandes Empresas	5,54	5,18	5,02	5,12	5,29	5,11
	Medianas Empresas	8,06	7,37	6,91	7,07	6,98	6,64
	Pequeñas Empresas	11,26	10,00	10,67	9,83	10,56	10,13
	Consumo	32,07	32,38	32,08	32,54	33,53	33,77
	Hipotecario	6,71	6,46	6,14	6,35	6,13	5,99

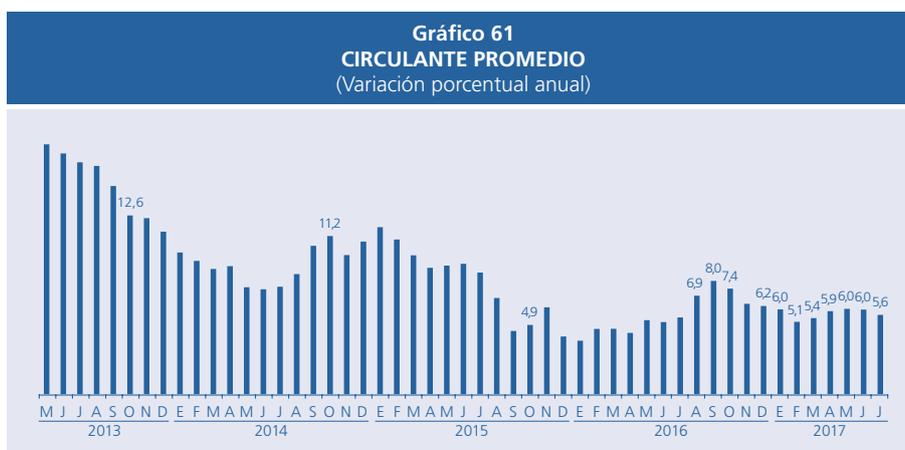
Fuente: BCRP y SBS.



Las menores tasas de interés en moneda nacional y de encaje en moneda nacional y extranjera se han reflejado en condiciones crediticias expansivas, compensando en parte los efectos del aumento de las tasas de interés internacional en las condiciones crediticias domésticas. En el caso particular de las tasas de interés del mercado interbancario y corporativo de muy corto plazo en dólares, se registraron alzas en la primera quincena de setiembre asociadas a la menor disponibilidad de liquidez por ventas de moneda extranjera por parte de la banca.

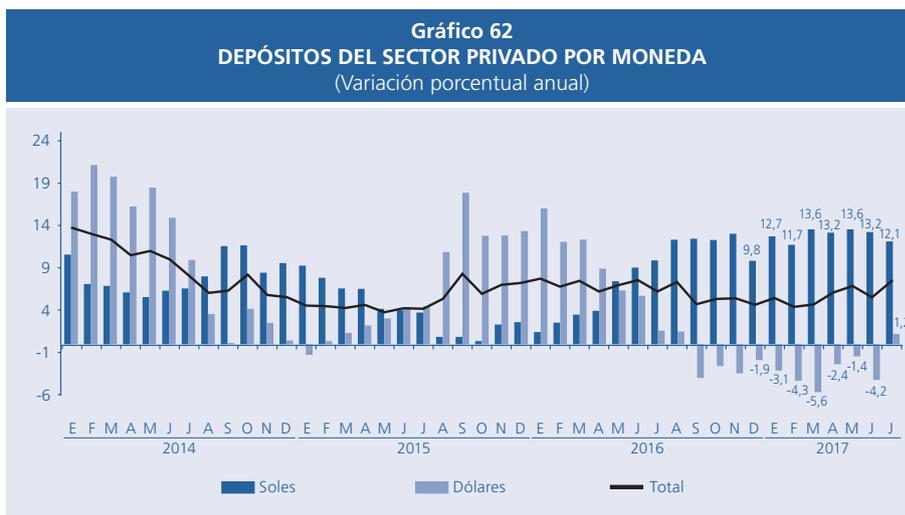
Liquidez

- 36. El circulante promedio, agregado monetario más asociado a transacciones, creció 5,6 por ciento en julio de 2017 respecto a los últimos doce meses, nivel menor al observado durante el año.





La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado pasó de 5,5 por ciento en junio a 7,4 por ciento en julio. Por monedas, el crecimiento de los depósitos en soles fue 12,1 por ciento mayor al crecimiento de los depósitos en dólares (1,2 por ciento). Con ello se mantiene una mayor preferencia por ahorrar en soles en respuesta a menores expectativas de depreciación, que hacen más atractivo el ahorro en moneda doméstica.



Cuadro 34
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO (FIN DE PERIODO)
(Variaciones porcentuales anuales)

	Dic.15	Mar.16	Jun.16	Set.16	Dic.16	Mar.17	Jun.17	Jul.17
1 Circulante (promedio)	4,1	4,6	5,1	8,0	6,2	5,4	6,0	5,6
2 Depósitos en moneda nacional	2,6	3,5	9,0	12,4	9,8	13,6	13,2	12,1
3 Depósitos totales ^{1/}	7,2	7,4	7,5	4,6	4,6	4,6	5,5	7,4
4 Liquidez en moneda nacional	3,0	4,1	8,4	11,1	9,0	11,5	10,6	9,0
5 Liquidez total ^{1/}	6,5	7,1	7,5	5,1	5,0	4,7	4,9	6,2
6 Crédito al sector privado en moneda nacional	28,0	23,1	17,0	9,5	7,2	5,8	3,5	4,0
7 Crédito al sector privado total ^{1/}	8,0	7,7	7,1	5,0	5,6	5,6	4,5	5,0

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

El coeficiente de dolarización de los depósitos se mantuvo en 49 por ciento en julio. Por tipo de depósitos, se ha observado una menor dolarización de los depósitos de personas (principalmente de ahorro y a plazo). Por su parte, la dolarización de los depósitos de empresas disminuyó de 54,3 por ciento en diciembre de 2016 a 50,2 por ciento en julio del presente año.

Cuadro 35
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO
(Porcentajes)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	May.17	Jun.17	Jul.17
Empresas	50,7	55,5	54,3	51,2	48,8	50,2
Vista	47,1	50,6	52,2	49,7	47,7	48,4
Ahorro	63,6	68,9	57,6	59,2	52,8	53,1
Plazo	61,8	71,7	62,7	54,2	51,9	56,0
Personas	33,7	40,3	36,3	36,4	36,2	36,1
Vista	48,0	50,6	52,2	49,7	47,6	48,4
Ahorro	35,2	40,7	40,0	40,3	40,1	39,3
Plazo	30,8	38,5	30,7	29,5	29,1	29,0
CTS	33,9	33,6	30,1	28,4	28,3	28,2
Otros a plazo	29,5	40,3	31,0	29,1	29,2	28,1
Fondo de pensiones	62,0	68,3	56,9	58,1	57,2	56,8
Fondos Mutuos	60,5	67,4	63,4	64,1	63,8	64,9
TOTAL	49,2	54,9	49,1	49,2	48,4	48,6

Para el período 2017-2018, se prevé que el proceso de desdolarización de la liquidez continúe dadas las menores expectativas de depreciación, lo que juntamente con tasas en soles mayores que en dólares se espera contribuyan a hacer más atractivo el ahorro en moneda doméstica. En consecuencia, se prevé tasas de crecimiento de los depósitos en moneda nacional superiores al 10,0 por ciento para los siguientes dos años.

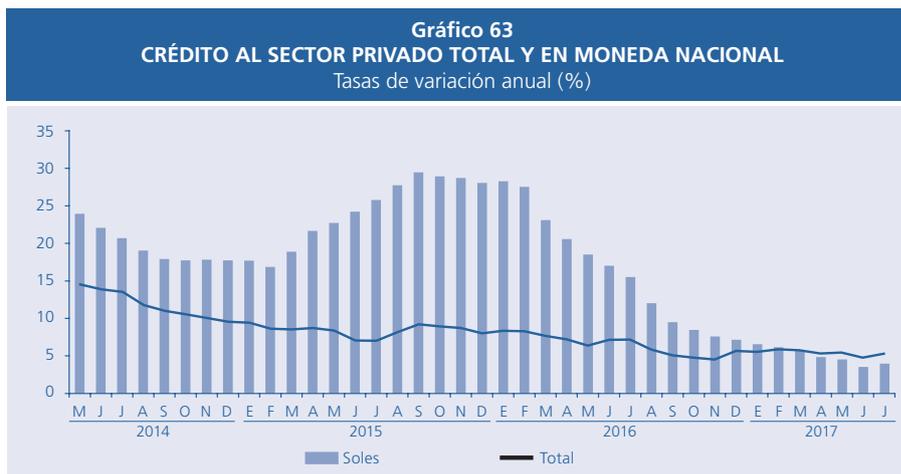
Crédito al sector privado

37. El crédito al sector privado creció 5,3 por ciento interanual en julio, explicado principalmente por el crédito a personas (6,4 por ciento), así como el crédito corporativo y gran empresa (6,3 por ciento). Referente al crédito a personas, se observa que el crecimiento de los préstamos hipotecarios y del resto de consumo mantienen tasas cercanas a las registradas al cierre de 2016 (4,7 por ciento y 10,6 por ciento, respectivamente). Asimismo, se continúa con el proceso de desdolarización de los préstamos hipotecarios, al registrarse una tasa de variación interanual negativa de 7,9 por ciento para el crédito en dólares.

Cuadro 36
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual anual)

	Jul.16	Dic.16	Jul.17
Moneda Nacional	15,5	7,2	4,0
Moneda Extranjera	-8,8	2,1	8,4
Total	7,2	5,6	5,3





Se observa también una aceleración del ritmo de expansión del crédito a empresas, que pasó de 3,8 por ciento en junio a 4,6 por ciento en julio. En particular, resalta el crecimiento interanual del crédito corporativo y gran empresa (6,3 por ciento) y el crédito a pequeña y microempresa, que aceleró su crecimiento de 4,2 a 4,4 por ciento. Por su parte, el crédito a personas registró un crecimiento de 6,4 por ciento, con tasas de crecimiento para el crédito de consumo mayores a las de crédito hipotecario.

Cuadro 37
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL
(Tasas de crecimiento anual)

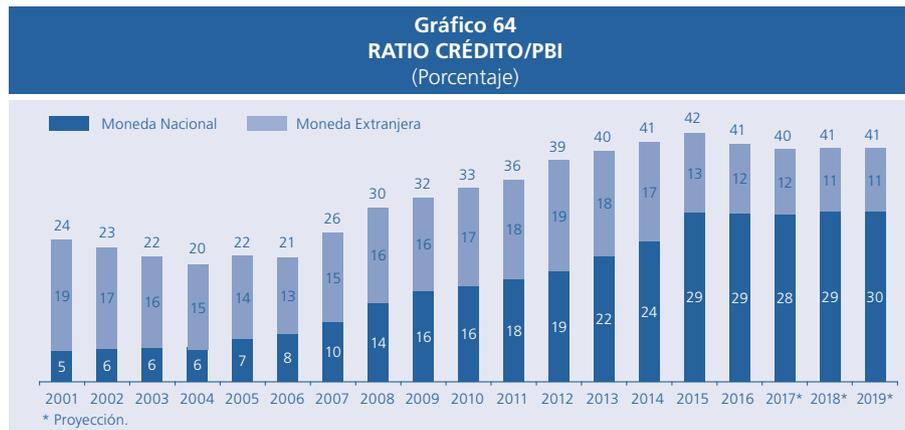
	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17	Jul.17
Crédito a empresas	8,6	6,2	4,8	3,8	4,6
Corporativo y gran empresa	9,6	12,7	4,7	4,2	6,3
Medianas empresas	13,1	-2,5	2,6	2,7	1,3
Pequeña y microempresa	1,5	2,7	7,7	4,2	4,4
Crédito a personas	11,4	11,4	7,1	6,3	6,4
Consumo	11,3	14,5	8,7	7,5	7,6
Vehiculares	5,8	-8,0	-7,4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

De otro lado, en julio el crédito total de empresas bancarias registró un crecimiento de 2,7 por ciento, mayor al 2,6 por ciento del mes de junio. Por sectores económicos, la recuperación del crédito se observa principalmente por el lado del sector minero, así como también de Hoteles y Restaurantes, Agricultura y otros servicios.

Proyección del Crédito al sector privado

38. Para el horizonte de proyección 2017-2019, se prevé que las tasas de crecimiento del crédito al sector privado y la liquidez evolucionen de acuerdo con el ritmo de

crecimiento de la demanda interna. En particular, se prevé para 2017 un crecimiento del crédito total de 5,5 por ciento y de 7,0 por ciento para 2018 y para 2019. Esta proyección es mayor a la del Reporte anterior y se encuentra en línea con las medidas de flexibilización monetaria implementadas por el BCRP, tanto mediante la tasa de interés de referencia como por la tasa de encaje en moneda nacional y extranjera.



39. Al mes de julio, el coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 30 por ciento. Por su parte, continúa la desdolarización del crédito a personas, especialmente en los segmentos hipotecario y vehicular.

Cuadro 38
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Porcentajes)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17	Jul.17
Crédito a empresas	51,4	38,4	38,3	40,2	40,3
Corporativo y gran empresa	62,6	46,1	49,3	52,7	52,9
Medianas empresas	62,1	47,2	42,9	43,2	42,7
Pequeña y microempresa	12,8	8,7	7,0	5,5	5,3
Crédito a personas	22,0	15,7	13,3	12,7	12,7
Consumo	10,6	7,8	6,9	6,9	6,9
Vehiculares	71,4	44,2	26,8	23,7	23,1
Tarjetas de crédito	7,4	6,3	6,4	7,0	7,2
Resto	6,7	5,9	5,9	5,9	5,8
Hipotecario	36,6	26,5	22,4	21,0	20,8
TOTAL	41,1	30,2	29,2	29,9	30,1
<i>A tipo de cambio corriente</i>	38,2	30,5	29,2	29,3	29,4

En cuanto al crédito de empresas, se observa que la reducción de la dolarización ha continuado para el caso de los créditos a pequeña y micro y mediana empresa; sin embargo, los créditos al sector corporativo y gran empresa han registrado un incremento de la dolarización de 49,3 a 52,9 por ciento entre diciembre de 2016 y julio de 2017. Ello reflejaría la percepción de las empresas en este segmento de mercado de un menor riesgo cambiario; en particular para el corto plazo, ante la apreciación observada en el sol.



**Morosidad**

40. El ratio de morosidad del crédito fue de 3,4 por ciento en julio, el cual resulta similar al promedio en lo que va del año (3,36 por ciento) y ligeramente mayor al registrado en diciembre de 2016 (3,1 por ciento). Al respecto, los rubros que presentaron mayores aumentos fueron los créditos para medianas, micro y pequeñas empresas.

Cuadro 39					
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS					
(Porcentajes)					
	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17	Jul.17
Crédito a empresas	3,14	3,12	3,28	3,49	3,52
Corporativo y grandes empresas	0,37	0,47	0,41	0,54	0,58
Medianas empresas	4,79	5,28	6,10	6,89	7,09
Micro y pequeñas empresas	7,82	7,46	7,16	7,58	7,64
Crédito a personas	2,46	2,65	3,05	3,23	3,24
Consumo	3,34	3,32	3,66	3,75	3,73
Tarjetas de crédito	4,23	4,10	4,86	5,13	5,05
Vehicular	4,25	4,41	5,60	6,15	6,26
Hipotecario	1,44	1,84	2,28	2,58	2,63
PROMEDIO	2,91	2,87	3,09	3,40	3,42

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

Cuadro 40					
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA NACIONAL					
(Porcentajes)					
	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17	Jul.17
Crédito a empresas	4,03	3,30	3,63	3,96	4,04
Corporativo y grandes empresas	0,24	0,22	0,20	0,33	0,50
Medianas empresas	5,63	5,04	6,07	7,02	7,12
Micro y pequeñas empresas	7,65	6,90	6,63	7,07	7,13
Crédito a personas	2,57	2,53	2,90	3,09	3,11
Consumo	3,33	3,23	3,57	3,68	3,66
Tarjetas de crédito	4,31	4,20	5,03	5,31	5,25
Vehicular	4,61	1,91	2,58	3,59	3,76
Hipotecario	1,33	1,46	1,87	2,23	2,30

Cuadro 41
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS: MONEDA EXTRANJERA
(Porcentajes)

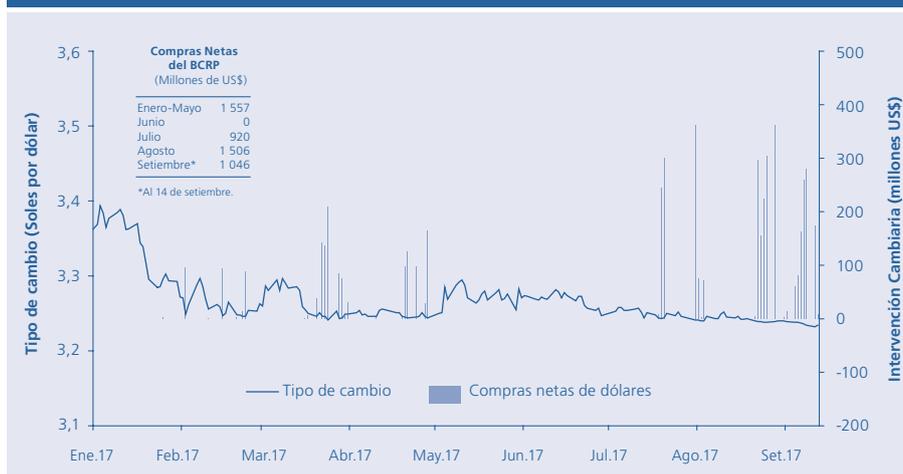
	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Jun.17	Jul.17
Crédito a empresas	2,14	2,84	2,72	2,74	2,69
Corporativo y grandes empresas	0,45	0,78	0,64	0,74	0,65
Medianas empresas	4,22	5,55	6,15	6,73	7,05
Micro y pequeñas empresas	9,39	15,70	19,58	22,47	23,69
Crédito a personas	2,06	3,28	4,08	4,25	4,21
Consumo	3,42	4,58	5,29	5,11	5,05
Tarjetas de crédito	3,07	2,62	2,59	2,67	2,59
Vehicular	4,09	7,52	13,86	14,68	14,91
Hipotecario	1,64	2,88	3,70	3,96	3,94

Tipo de cambio e intervención cambiaria

41. En el período de junio a agosto de 2017, el tipo de cambio registró una apreciación de 0,95 por ciento, pasando de S/ 3,271 a S/ 3,240 por dólar. Con ello, el sol registra una apreciación de 3,5 por ciento en lo que va del año.

Esta evolución se dio en un contexto de debilitamiento del dólar a nivel global, junto con el ingreso neto de capitales de inversionistas no residentes a activos locales en busca de mayores rendimientos, y una mejora de las cuentas externas favorecidas por la recuperación sostenida de los precios de los *commodities*. Dado este escenario, el BCRP compró dólares en la mesa de negociación por US\$ 2 426 millones entre junio y agosto para así reducir la volatilidad del tipo de cambio.

Gráfico 65
TIPO DE CAMBIO Y COMPRAS NETAS DE DÓLARES DEL BCRP DE 2017

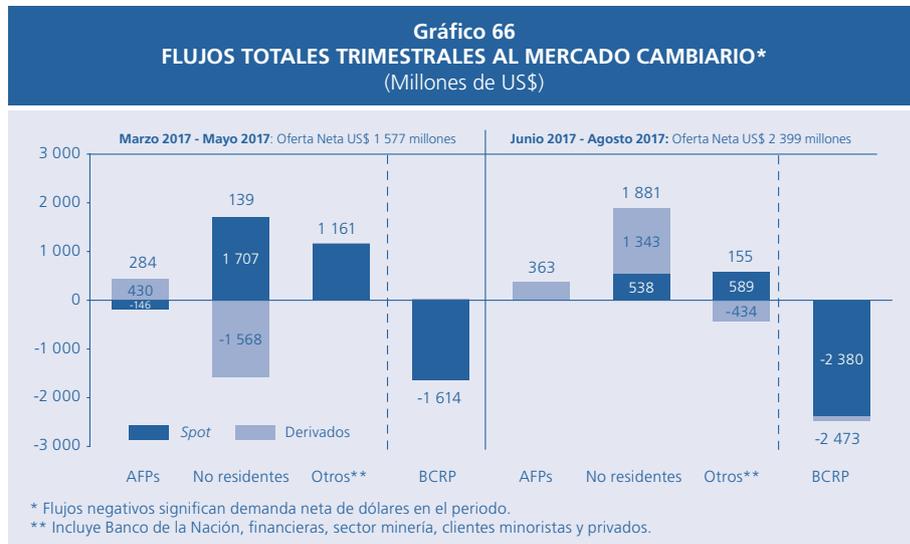


Con respecto a los flujos en el mercado cambiario local, entre junio y agosto de 2017 se registró una oferta neta de dólares por US\$ 2 399 millones, lo cual se compone por la oferta de empresas mineras y clientes minoristas (US\$ 2 291 millones), de no





residentes (US\$ 1 881 millones) y en menor medida de AFPs (US\$ 363 millones). Lo anterior, fue compensado por la demanda de agentes privados (US\$ 2 016 millones).



Por su parte, el Banco Central en el mismo período demandó dólares por US\$ 2 473 millones, principalmente a través de compras en la mesa de negociación por US\$ 2 426 millones y el vencimiento neto de *Swaps* Cambiarios Venta por US\$ 94 millones.

- El índice de tipo de cambio real multilateral se ubicó en un nivel de 94,6 en agosto en relación al período base de 2009, nivel menor en 0,7 por ciento con respecto a diciembre de 2016. Esta disminución en lo que va del año se ha debido principalmente a la caída del tipo de cambio real con respecto a países de Asia Oriental (1,5 por ciento) y países desarrollados (1,0 por ciento), compensando por el incremento con respecto a Latinoamérica (1,2 por ciento).



Mercados financieros

43. Las empresas del sector privado disminuyeron la emisión de valores en el mercado de capitales doméstico durante los meses de julio y agosto, respecto a los montos colocados en similar período de 2016. El total colocado en lo que va del tercer trimestre asciende a S/ 465 millones y destaca la mayor participación de empresas del sector no financiero (61 por ciento del total). La emisión acumulada entre enero y agosto de 2017 asciende a S/ 3 411 millones, monto superior al promedio de los últimos cinco años.



La mejora en las condiciones financieras en soles ha incentivado que las empresas peruanas continúen prefiriendo colocar deuda en el mercado de capitales local (93 por ciento del total).

Entre junio y agosto de 2017 las empresas privadas y públicas presentaron un mayor dinamismo en el mercado internacional, las cuales colocaron en total US\$ 2 650 millones. Con ello, el saldo de bonos emitidos por empresas peruanas privadas en el mercado internacional asciende a US\$ 20 828 millones, correspondiendo el 35 por ciento a empresas del sector financiero. La evolución reciente indicaría un interés creciente de empresas peruanas por obtener financiamiento en el mercado externo, en un contexto en el que el *spread* entre las tasas de interés de valores en dólares estadounidenses y peruanos se ubica todavía en niveles mínimos históricos.

Por un lado, la empresa pública Petroperú colocó el 12 de junio valores a plazos de 15 y 30 años por US\$ 1 000 millones en cada caso. La demanda total ascendió a US\$ 10 000 millones. La calificación crediticia asignada por S&P y Fitch fue de BBB- y BBB+, respectivamente. La colocación fue valuada a la par y las tasas de rendimiento a los plazos de 15 y 30 años se ubicaron en 4,75 y 5,63 por ciento, respectivamente. El *spread* sobre el bono del Tesoro Americano de similar plazo fue de 224 y 262 puntos





básicos, para los bonos a 15 y 30 años, respectivamente; mientras que el *spread* sobre el bono global peruano fue de 52 y 126 puntos básicos, respectivamente. La empresa señaló que los fondos de la emisión se utilizarán para el proyecto de modernización de la Refinería de Talara.

De otro lado, el 9 de agosto la empresa peruana Cerro del Águila emitió bonos por US\$ 650 millones al plazo de 10 años a la tasa cupón de 4,13 por ciento. Los fondos de la emisión se utilizarían para refinanciar el crédito del proyecto para la construcción de la hidroeléctrica (US\$ 583 millones), y para el pago de una deuda subordinada de US\$ 30 millones. Los valores presentaron una demanda de US\$ 3 700 millones, reflejando la alta demanda por bonos de empresas de países latinoamericanos. La calificación crediticia otorgada por Moody's y Fitch fue de Baa3 y BBB-, respectivamente. El *spread* de la tasa de rendimiento (4,14 por ciento) respecto a la tasa de interés de un bono del Tesoro Americano y Perú en dólares ascendió a 189 y 114 puntos básicos, respectivamente.

Cuadro 42
EMISIONES DE BONOS EN EL MERCADO INTERNACIONAL

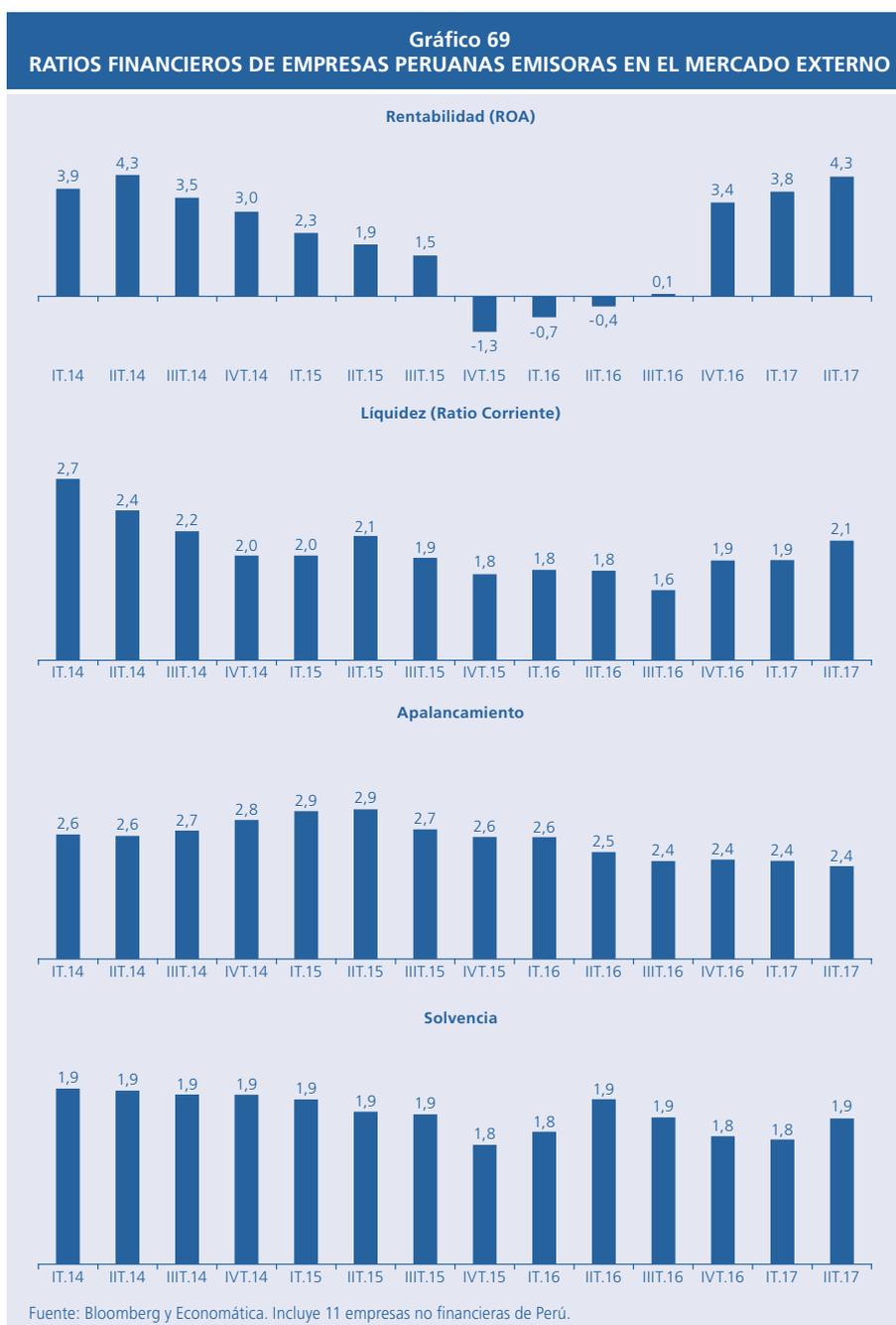
Empresa	Fecha de Emisión	Monto (Millones de US\$)	Plazo (años)	Tasa
AÑO 2015		4 510		
Sector no Financiero		3 361		
GyM Ferrovias**	3-Feb	206	25	4,75%
Southern Copper Corporation	17-Abr	500	10	3,88%
Southern Copper Corporation	17-Abr	1 500	30	5,88%
Consorcio Nuevo Metro de Lima	10-Jun	1 155	19	5,88%
Sector Financiero		1 149		
Sector Financiero Privado		349		
Intercorp	3-Feb	250	10	5,88%
Interbank*	3-Feb	99	15	7,66%
Sector Financiero Público		800		
COFIDE	7-Jul	200	4	3,25%
COFIDE	7-Jul	600	10	4,75%
AÑO 2016		797		
Sector no Financiero		497		
Kallpa Generación	19-May	350	10	4,88%
Camposol	20-May	147	5	10,50%
Sector Financiero		300		
Sector Financiero Privado		300		
Banco de Crédito del Perú	20-Oct	300	3	2,25%
AÑO 2017		4 445		
Sector no Financiero		3 840		
Sector No Financiero Privado		1 840		
Orazul	25-Abr	550	10	5,63%
Cerro del Águila	9-Ago	650	10	4,13%
San Miguel Industrias	12-Set	300	5	4,50%
Fenix Power Perú	13-Set	340	10	4,32%
Sector No Financiero Público		2 000		
Petróleos del Perú	12-Jun	1 000	15	4,75%
Petróleos del Perú	12-Jun	1 000	30	5,63%
Sector Financiero		605		
Sector Financiero Público		605		
Fondo MiVivienda*	7-Feb	455	6	7,00%
Fondo MiVivienda	7-Feb	150	7	3,50%

Fuente: Bloomberg y SMV.

* Emisión en Nuevos Soles.

** Emisión en Nuevos Soles VAC.

Cabe destacar que las empresas peruanas emisoras en el mercado internacional continúan presentando indicadores financieros sólidos. En el segundo trimestre de 2017, los ratios promedio de rentabilidad, liquidez y apalancamiento mejoraron respecto a los indicadores del primer trimestre; mientras que la solvencia se mantuvo estable en las empresas analizadas. Por sector, destaca la evolución positiva de los ratios financieros de las empresas mineras, en línea con la recuperación del precio de los principales *commodities*.





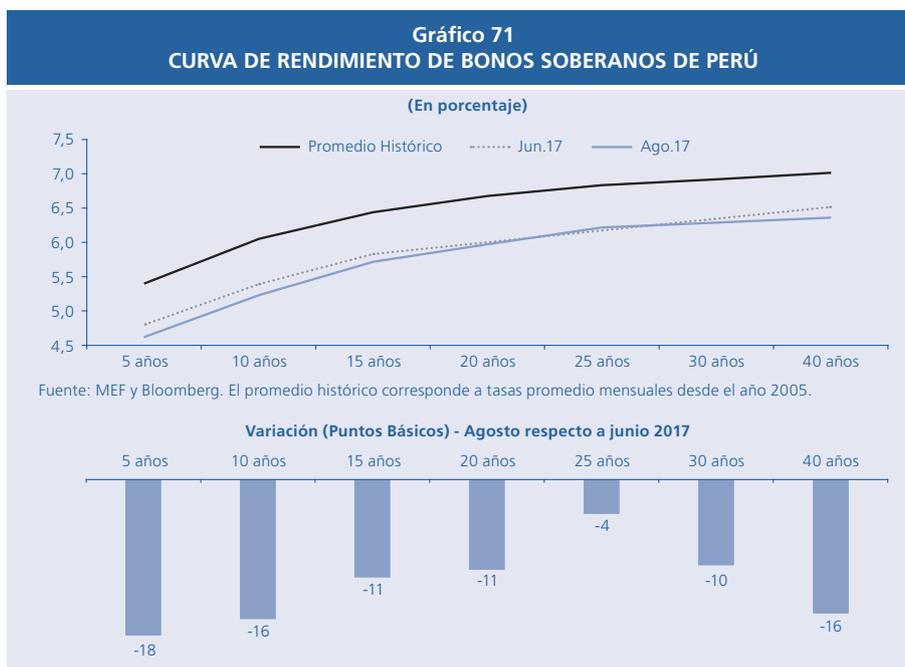
En el mercado de valores gubernamentales, el saldo de bonos emitidos por el Perú se incrementó de S/ 72 094 millones en junio a S/ 80 105 millones en agosto de 2017.

El Ministerio de Economía y Finanzas realizó el 18 de julio una emisión de bonos en el mercado internacional por S/ 10 000 millones al plazo de 15 años y tasa cupón de 6,15 por ciento a través de la Central Depositaria de Valores Internacional Euroclear. La demanda por los valores ascendió a S/ 34 000 millones y alrededor del 70 por ciento se asignó a inversionistas no residentes.

La participación de inversionistas no residentes en el mercado de bonos continúa incrementándose. A agosto de 2017 asciende a S/ 37 549 millones (47 por ciento del saldo vigente). Se observa una mayor preferencia por bonos a plazos entre 12 y 25 años, indicando un incremento en la duración de la cartera de los inversionistas no residentes, similar a la existente actualmente por bonos considerados de refugio.



De otro lado, la curva de rendimiento soberana ha presentado reducciones considerables en sus tasas de interés entre junio y agosto. El desempeño favorable de los bonos soberanos se asocia a la alta demanda de inversionistas no residentes y administradoras de fondos de pensiones, la reducción en la tasa de referencia y las expectativas de inflación de corto plazo.



En el mercado de renta fija gubernamental de América Latina en moneda local, Brasil y Perú destacan con los bonos de mayor apreciación al plazo de 10 años, mientras que las tasas de los bonos de Colombia, Chile y México se incrementaron en 31, 24 y 12 puntos básicos, respectivamente. El desempeño promedio positivo en la región considera la corrección en los mercados financieros tras la elección de Donald Trump en noviembre de 2016. Sin embargo, se considera que los riesgos políticos y geopolíticos aún son importantes.





Recuadro 2 RE-ESTIMACIÓN DE LA TASA DE INTERÉS NEUTRAL

La tasa de interés neutral o natural es la tasa de interés real de corto plazo consistente con una posición neutral para la política monetaria; y en donde la economía crece al ritmo de su potencial, y la tasa de inflación se encuentra en su nivel de equilibrio de largo plazo. En este recuadro se presentan los resultados de una actualización de la estimación de la tasa natural para la economía peruana, que incluye una revisión de los valores estimados de sus determinantes fundamentales.

La tasa de interés neutral es una **variable no observable**, por lo que su dinámica sólo puede ser inferida a partir del movimiento de variables observadas, que afectan su evolución, y de cierta estructura macroeconómica que represente la dinámica de corto plazo de una economía como la peruana. Un determinante importante de la tasa de interés natural es la tasa de crecimiento esperada del producto potencial, porque esta variable influye en la demanda por inversión y en la oferta de ahorro. Así, si se espera un mayor crecimiento potencial, mayor será la tasa de interés real que equilibra el ahorro y la inversión en la economía.

Igualmente, la tasa natural puede reflejar la posición fiscal. Si hay un mayor déficit estructural por parte del sector público, que implique un mayor nivel de deuda, esto elevará la tasa de interés natural en la economía. La tasa de interés natural depende además de la tasa de interés internacional y de la evolución del premio por riesgo país. Una mayor tasa de interés internacional induce a que una mayor parte de los flujos de ahorro de la economía se inviertan en el exterior, elevando la tasa de interés real en la economía doméstica.

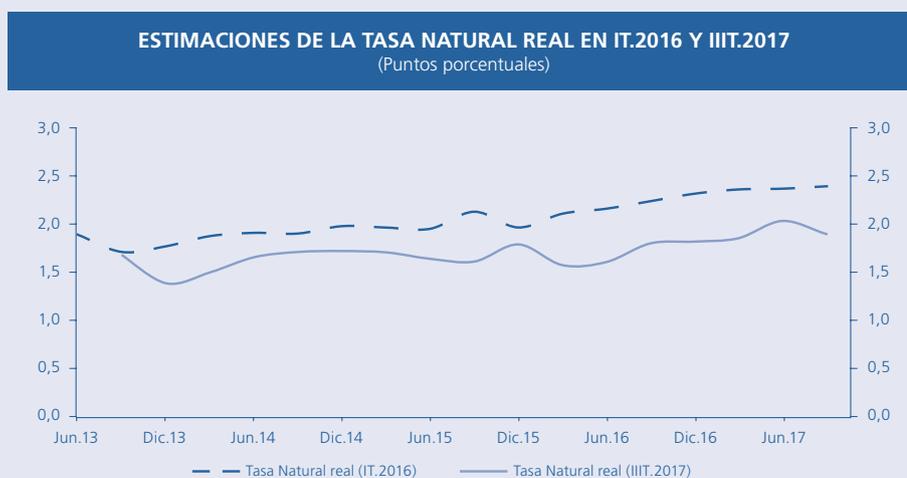
La estimación de la tasa de interés natural es importante para la política monetaria puesto que permite determinar si ésta es expansiva o contractiva. Así, la política monetaria tendrá una posición expansiva (contractiva) cuando la tasa de interés real observada se encuentre por debajo (encima) de la tasa de interés natural.

Existen múltiples métodos para estimar la tasa de interés natural a partir de los datos observados de variables que afectan su evolución. Una metodología utilizada ampliamente por bancos centrales de economías avanzadas es el uso de modelos macroeconómicos que representan la dinámica de una economía particular en función de la tasa natural y otras variables fundamentales. Estos modelos establecen la relación entre variables observables como el producto, la inflación y la tasa de interés de política monetaria, y la tasa de interés natural. Desde el trabajo seminal de Laubach y Williams (2003) para la estimación de la tasa natural de Estados Unidos, se han publicado varios trabajos que siguen este método para otras economías como la Eurozona, Reino Unido y Canadá.

Para la presente actualización de la estimación de la tasa natural, se utiliza un modelo macroeconómico de la economía peruana (el Modelo de Proyección Trimestral o MPT) como filtro multivariado con estructura económica para inferir el comportamiento de la tasa natural a partir de un conjunto definido de variables observables. Esto se logra aplicando el filtro de Kalman a la representación en espacio de estados de la solución numérica del MPT, obteniendo

así la dinámica de la tasa natural en función del comportamiento de las variables observables definidas en el modelo. Los resultados de la re-estimación se presentan en el siguiente gráfico, que compara la estimación con la información más reciente de los determinantes fundamentales de la tasa natural (línea sólida), con la estimación que se obtiene con los valores previos de los determinantes de esta variable (línea punteada).

Como se puede observar, la estimación más reciente muestra valores más bajos para la tasa de interés natural para el período 2014-2017. En particular, el promedio para este período con la estimación más reciente se reduce a 1,8 por ciento, en comparación con el 2,1 por ciento de la estimación previa.



Esta revisión a la baja en la tasa natural de interés para Perú, es consistente con valores observados menores para los determinantes de la tasa natural, como la tasa de interés internacional y el crecimiento potencial de la economía para el período 2016-2017. Así, se muestra que, en promedio, se esperaba una tasa LIBOR a tres meses 0,5 puntos porcentuales mayor a la que efectivamente ocurrió. Similarmente, en promedio, se esperaba que el PBI potencial crezca 0,7 puntos porcentuales por encima de las estimaciones que se obtienen actualmente.

ESTIMACIONES DE TASA NATURAL
(Puntos porcentuales)

	Estimación IT.2016	Estimación IIIT.2017
Promedio Tasa Natural 2005-2016	2,0	1,7
Promedio Tasa Natural 2014-2017	2,1	1,8
Promedio Tasa LIBOR 3M 2016-2017	1,4	0,9
Promedio crecimiento potencial 2016-2017	4,3	3,7

En ese sentido, la revisión de la tasa de interés natural a la baja reflejaría, por un lado, una tasa de interés internacional menor; y por otro, un crecimiento potencial para Perú algo más reducido a lo anticipado previamente. Esta revisión en la tasa natural de interés implica que la posición de política monetaria del BCRP es expansiva, en la medida que la tasa de interés real ha venido ubicándose alrededor de 1,0 por ciento y recientemente ha disminuido a 0,8 por ciento.





Recuadro 3 ESQUEMAS DE METAS DE INFLACIÓN Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Este recuadro trata sobre las metas numéricas de inflación utilizadas por los países que siguen esquemas de metas de inflación. Se revisa cómo estas metas numéricas se relacionan con el crecimiento económico y sobre la forma más adecuada de evaluar el esquema.

Estudios como el de Horváth y Matějů (*How are inflation targets set?*, *International Finance*, 2011) evalúan los factores determinantes de las metas numéricas de inflación adoptadas por países que iniciaron esquemas de meta de inflación. Factores claves son las condiciones macroeconómicas imperantes al inicio del esquema. En particular, dicho estudio halla que a mayor inflación, se tiende a elegir una mayor meta numérica y viceversa.

En el caso de Perú, la inflación interanual a diciembre de 2001, antes de la adopción del esquema, era de 0,13 por ciento. Además, la decisión de la meta numérica estuvo condicionada por el contexto histórico de elevada dolarización y recesión de ese entonces. Ningún otro país que sigue el esquema de metas de inflación lo inició con alta dolarización y ningún otro país lo hizo para elevar la inflación.

¿Cómo se debe evaluar el cumplimiento de la meta inflacionaria?

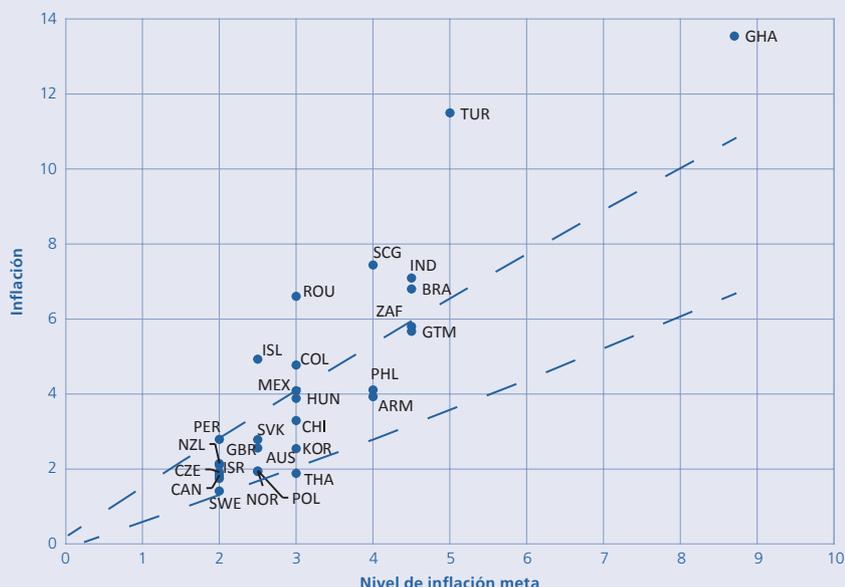
El objetivo de la existencia de una meta numérica de inflación es proveer un ancla nominal de largo plazo. Por tanto, la medida más adecuada para evaluar si el esquema de meta de inflación está logrando su propósito es si la inflación de largo plazo está dentro del objetivo planteado por el banco central. Una manera simple de calcular la inflación de largo plazo es a través del promedio de la inflación por varios años a partir del inicio del régimen de metas explícitas.

Este promedio inflacionario post-adopción es la manera cómo diversos estudios empíricos evalúan el esquema de metas de inflación. En este sentido, el siguiente gráfico muestra que la mayoría de los bancos centrales que siguen el esquema han logrado mantener el promedio inflacionario de los últimos 15 años dentro de rangos permisibles de tolerancia.

Una observación importante del siguiente gráfico es que los países que tienen metas de inflación más elevadas, también tienden, en promedio, a estar por encima del rango de tolerancia de inflación. Este es por ejemplo el caso de Ghana, Turquía, Indonesia y Brasil.

Una forma equivocada de medir el desempeño de un esquema de meta de inflación es a partir de contabilizar los desvíos de la inflación interanual respecto a la inflación meta o respecto a los límites inferiores o superiores según sea la dirección del desvío. Sin embargo, esta forma de medición de desempeño ignora que el proceso inflacionario está plagado de choques de oferta que tienen carácter transitorio o persistente.

INFLACIÓN PROMEDIO, METAS DE INFLACIÓN Y BANDAS DE TOLERANCIA



Nota: Eje horizontal = inflación meta. Eje vertical = promedio de inflación anual entre 2002-2016. Las líneas discontinuas conforman el promedio de límites inferiores y superiores de tolerancia para cada meta puntual. ARM=Armenia, AUS= Australia, BRA= Brasil, CAN= Canadá, CHI= Chile, COL= Colombia, CZE= República Checa, GHA= Ghana, GTM= Guatemala, HUN= Hungría, ISL= Islandia, IND= Indonesia, ISR= Israel, KOR= Corea, MEX= México, NZL= Nueva Zelanda, NOR= Noruega, PER= Perú, PHL= Filipinas, POL= Polonia, ROU= Rumanía, SCG= Serbia, SVK= República Eslovaca, ZAR= Sudáfrica, SWE= Suecia, THA= Tailandia, TUR= Turquía, GBR= Reino Unido.
Fuente: Bancos Centrales con metas de inflación.

Los países que siguen el esquema de metas de inflación han logrado anclar la inflación al estabilizar mejor la demanda. Esta característica de los países ha sido documentada en un reciente estudio aparecido en el *International Journal of Central Banking*. Allí, Gillitzer y Simon (*Inflation Targeting: A Victim of Its Own Success?*, 2015) sostienen que, con el esquema de metas de inflación, la naturaleza del proceso inflacionario ha cambiado. Los bancos centrales han estabilizado los componentes de demanda agregada domésticos que afectan a la inflación y que la mayor parte de la variabilidad de la inflación está ahora explicado por choques externos o choques idiosincrásicos que tienen impactos agregados.

Por ello, la evaluación del esquema de meta de inflación debe estar en función del resultado promedio inflacionario durante un período lo suficientemente largo de tiempo. Este es el mejor indicador de que la inflación está anclada al objetivo del banco.

El ancla nominal y la variabilidad de la inflación

La dolarización oficial constituye un ancla nominal muy potente para bajar la inflación y compite con el esquema de metas de inflación. La ventaja del esquema de meta de inflación es que ésta provee a los agentes de un ancla numérica explícita que facilita la coordinación de precios de los agentes económicos y reduce la incertidumbre inflacionaria. Es por ello que la desviación estándar de la inflación es menor en el Perú, un país con dolarización parcial de precios y meta de inflación, que en los países oficialmente dolarizados.





INFLACIÓN PROMEDIO Y DESVIACIÓN ESTÁNDAR: PAÍSES DOLARIZADOS VS PERÚ

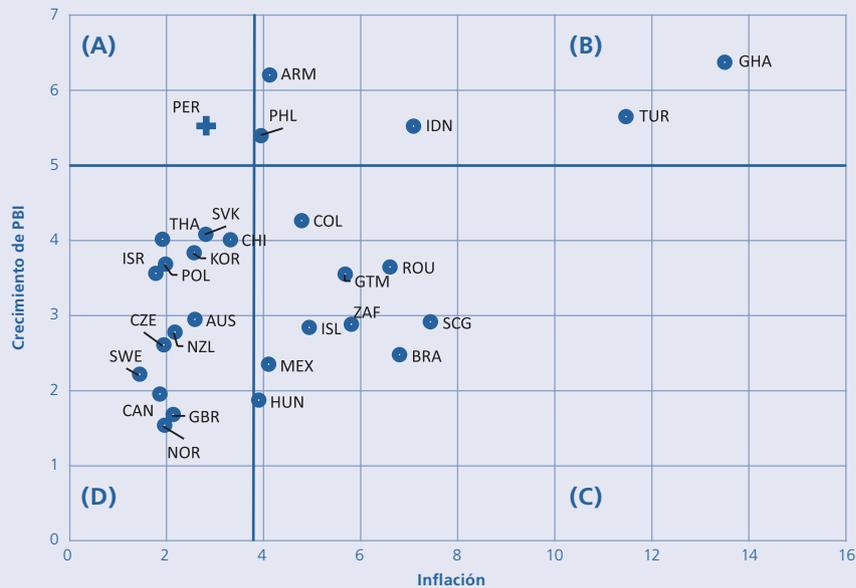
	Inflación media	Desviación estándar
Ecuador	4,1	2,0
El Salvador	2,7	2,3
Panamá	3,1	2,5
Perú	3,0	1,1

NOTA: Los datos son calculados para el período 2003-2016, período a partir del cual la inflación ecuatoriana se estabilizó.

Meta de inflación y crecimiento económico

La meta de inflación es un ancla nominal de largo plazo. Es decir, la inflación promedio y las expectativas de inflación de largo plazo se determinan gracias a esta ancla. La meta de inflación puede ser relativamente alta o baja independientemente del crecimiento económico alcanzable.

INFLACIÓN Y CRECIMIENTO DEL PBI EN PAÍSES CON METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN



Nota: Eje horizontal = promedios de inflación anual entre 2002 y 2016. Eje vertical = promedio de crecimiento anual entre 2002-2016
 ARM=Armenia, AUS= Australia, BRA= Brasil, CAN= Canadá, CHI= Chile, COL= Colombia, CZE= República Checa, GHA= Ghana, GTM= Guatemala, HUN= Hungría, ISL= Islandia, IND= Indonesia, ISR= Israel, KOR= Corea, MEX= México, NZL= Nueva Zelanda, NOR= Noruega, PER= Perú, PHL= Filipinas, POL= Polonia, ROU= Rumania, SCG= Serbia, SVK= República Eslovaca, ZAR= Sudáfrica, SWE= Suecia, THA= Tailandia, TUR= Turquía, GBR= Reino Unido.
 Fuente: FMI, *World Economic Outlook Database*, abril 2017.

Esto se ilustra en el gráfico, donde se muestra la tasa de inflación promedio entre 2002 y 2016 en países con metas de inflación y tasas de crecimiento promedio del PBI para el mismo período. El gráfico se divide en cuatro sectores, en el sector (A) y (B) los países tienen un crecimiento promedio por encima de 5 por ciento. Estos grupos de países pueden corresponder a tasas de inflación menores a 4 por ciento (sector A) o a tasas de inflación altas (sector B). Asimismo, en el

grupo de países cuyo crecimiento del PBI se ubica entre 1 y 5 por ciento, también hay países con tasas de inflación bajas (sector D) y tasas de inflación altas (sector C).

Como sugiere el gráfico, no existe una relación positiva entre crecimiento económico e inflación. Si se retira las observaciones extremas de Turquía y Ghana, la correlación entre inflación y crecimiento económico se vuelve estadísticamente nula. Si se consideran todos los países de la base de datos del FMI y si se toma un período más consistente con el largo plazo (30 años), también se encuentra que la correlación entre inflación y crecimiento económico es nula en el largo plazo.

Conclusión

La elección de metas numéricas de inflación está influenciada por condiciones iniciales, además de consideraciones estructurales como la inflación de los principales socios comerciales. Típicamente se inicia el esquema con metas numéricas de inflación relativamente altas porque al momento de adoptarse dicho esquema la tasa inflacionaria ha sido alta y el banco central no goza de suficiente credibilidad en la gran mayoría de los casos. Al reducirse la tasa de inflación, los bancos centrales van ganando reputación antiinflacionaria y la tasa de inflación sigue una trayectoria de convergencia de alta a moderada. En el caso de Perú, el inicio del esquema se da en un contexto de recesión y presiones deflacionarias.

Los datos de largo plazo reseñados muestran que el nivel alto o bajo de una meta inflacionaria es independiente del crecimiento económico en el largo plazo. Una meta de inflación baja no sesga la política monetaria a obtener en promedio un menor crecimiento económico. Simplemente la correlación entre inflación y crecimiento económico es nula.



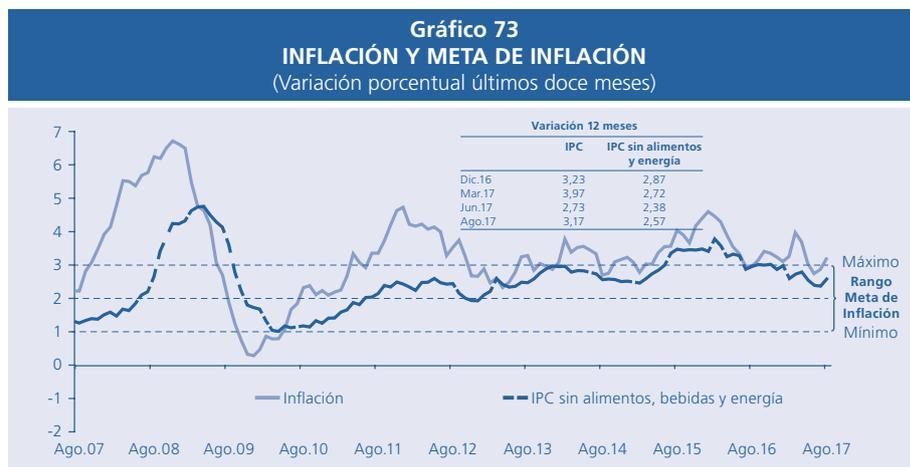


VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos

Evolución a agosto de 2017

44. Luego de alcanzar niveles máximos en marzo por efectos del Fenómeno El Niño Costero, las tasas de inflación mostraron una reversión en los siguientes tres meses, registrando tasas mensuales de inflación negativas y una desaceleración de las tasas interanuales de inflación total y tendencial. Sin embargo, el alza del precio del limón entre julio y agosto (378 por ciento en esos meses) generó un nuevo repunte de la inflación total. De igual forma, el alza de las tarifas de agua de agosto aceleró la inflación tendencial en ese mes.

En agosto se registró una tasa de inflación interanual de 3,17 por ciento. Exceptuando el comportamiento del último mes, la inflación sin alimentos y energía continuó con su tendencia decreciente mostrada desde el mes de mayo de 2016; esta medida de inflación tendencial ascendió a 2,57 por ciento en agosto. Por su parte, el precio promedio de alimentos y energía se elevó 3,87 por ciento.



Cuadro 43								
INFLACIÓN								
(Variaciones porcentuales)								
	Peso	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
							Ene.-Ago.	12 meses
IPC	100,0	2,65	2,86	3,22	4,40	3,23	1,90	3,17
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,91	2,97	2,51	3,49	2,87	1,80	2,57
a. Bienes	21,7	1,60	2,62	2,43	3,57	3,41	1,07	1,66
b. Servicios	34,8	2,10	3,18	2,55	3,44	2,54	2,25	3,14
2. Alimentos y energía	43,6	3,55	2,73	4,08	5,47	3,66	2,01	3,87
a. Alimentos y bebidas	37,8	4,06	2,24	4,83	5,37	3,54	2,62	4,13
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,22	6,09	-0,85	6,20	4,48	-2,16	2,03
Combustibles	2,8	-1,48	5,95	-5,59	-6,33	0,61	0,56	4,14
Electricidad	2,9	2,19	6,23	4,37	18,71	7,53	-4,16	0,45

Cuadro 44								
INFLACIÓN								
(Contribuciones ponderadas)								
	Peso	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
							Ene.-Ago.	12 meses
IPC	100,0	2,65	2,86	3,22	4,40	3,24	1,90	3,17
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	1,05	1,62	1,37	1,89	1,54	0,97	1,38
a. Bienes	21,7	0,34	0,54	0,50	0,73	0,69	0,22	0,34
b. Servicios	34,8	0,71	1,08	0,87	1,16	0,85	0,75	1,04
2. Alimentos y energía	43,6	1,60	1,24	1,86	2,51	1,69	0,93	1,79
a. Alimentos y bebidas	37,8	1,59	0,89	1,91	2,15	1,43	1,06	1,67
b. Combustibles y electricidad	5,7	0,01	0,35	-0,05	0,36	0,26	-0,13	0,12
Combustibles	2,8	-0,05	0,18	-0,18	-0,18	0,02	0,01	0,10
Electricidad	2,9	0,06	0,17	0,12	0,54	0,25	-0,14	0,01

Entre enero y agosto el nivel general de precios al consumidor aumentó a tasas cercanas a sus niveles históricos. Sin embargo, los precios de alimentos agrícolas perecibles presentaron un comportamiento más acelerado, registrando un incremento de 8,1 por ciento en los ocho primeros meses del año, mayor a su tasa de variación promedio de largo plazo (5,8 por ciento).

Debe destacarse que la evolución de estos precios de alimentos agrícolas perecibles no fue homogénea durante el año: en los primeros meses del año, estos precios registraron incrementos significativos por los efectos de fenómenos climáticos (déficit hídrico de finales del año pasado y el Fenómeno El Niño Costero del primer trimestre de 2017); mientras que entre los meses de abril y junio, estos precios se corrigieron a la baja. El repunte de los dos últimos meses se explica principalmente por el alza de los precios del limón.

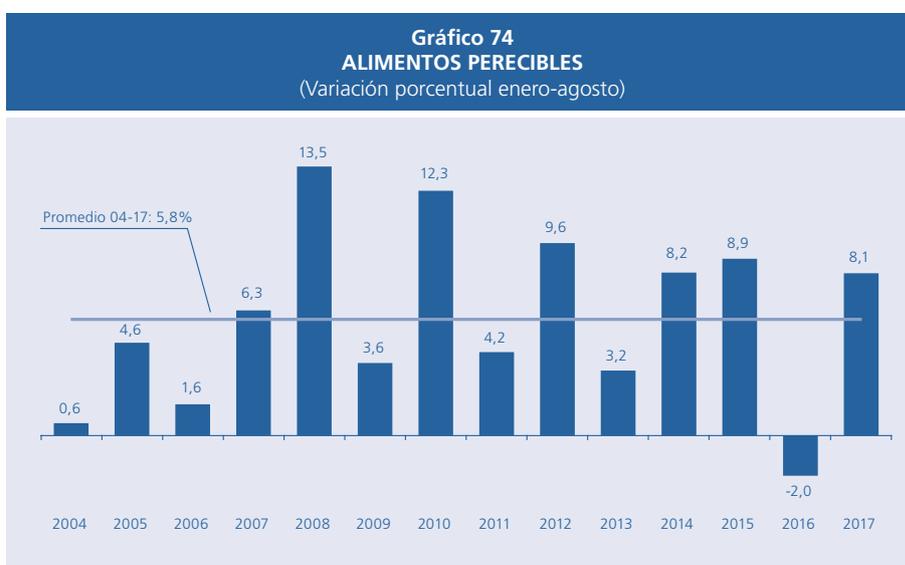




Cuadro 45
IPC Y ALIMENTOS AGRÍCOLAS PERECIBLES
(Variación promedio mensual)

	Enero - Agosto
2002-2016	
IPC	0,27
Alimentos agrícolas perecibles	0,64
2016	
IPC	0,24
Alimentos agrícolas perecibles	-0,26
2017	
IPC	0,24
Alimentos agrícolas perecibles	0,98

Gráfico 74
ALIMENTOS PERECIBLES
(Variación porcentual enero-agosto)



45. Debido a que los choques de oferta asociados a condiciones climáticas adversas afectaron especialmente a los alimentos, en el período enero–agosto, la mayoría de rubros con mayor contribución al alza y a la baja a la inflación pertenece al componente de alimentos y energía. Entre los rubros de mayor contribución positiva se encuentran matrícula y pensión de enseñanza, comidas fuera del hogar, limón, consumo de agua y huevos. Por el contrario, los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron papa, pollo, electricidad y palta.

Cuadro 46
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - AGOSTO 2017

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Limón	0,2	307,3	0,67	Papa	0,9	-32,4	-0,42
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	4,7	0,45	Carne de pollo	3,0	-10,7	-0,33
Comidas fuera del hogar	11,7	3,1	0,42	Electricidad	2,9	-4,2	-0,14
Consumo de agua	1,6	13,0	0,22	Palta	0,1	-29,3	-0,06
Huevos	0,6	20,2	0,10	Pasaje de avión	0,4	-12,6	-0,05
Cebolla	0,4	36,0	0,10	Transporte nacional	0,3	-10,5	-0,04
Plátano	0,3	20,6	0,08	Compra de vehículos	1,6	-1,0	-0,02
Otras frutas frescas	0,4	16,0	0,06	Menudencia de pollo y otros	0,1	-7,1	-0,01
Artículos del cuidado personal	4,9	1,2	0,06	Legumbres frescas	0,2	-2,7	-0,01
Azúcar	0,5	8,6	0,06	Olluco y similares	0,1	-8,3	-0,01
Total			2,22	Total			-1,09

Rubros del componente Sin Alimentos y Energía

Matrícula y Pensión de enseñanza

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

En febrero se registró un alza de 4,3 por ciento en las matrículas de los colegios estatales (11,8 por ciento en febrero de 2016) y 5,9 por ciento en la de los colegios privados (7,4 por ciento en febrero de 2016). En marzo, las pensiones de los colegios particulares aumentaron 6,9 por ciento (8,0 por ciento en marzo de 2016).

Consumo de agua

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





El alza de agosto se debió a la aplicación de un sistema de focalización de subsidios cruzados, por el cual las tarifas se incrementaron en 20 por ciento para los hogares no subsidiados (67 por ciento de los hogares de Lima). El alza del mes de agosto es la mayor en 17 años (en noviembre de 2000, las tarifas de agua aumentaron 10,2 por ciento).

El impacto en la tarifa residencial promedio fue de 9,5 por ciento, valor que depende de cómo sean clasificados los usuarios de acuerdo al SISFOH. La tarifa de agua tiene una ponderación de 1,6 por ciento en la canasta del IPC, por lo que un incremento de esta magnitud tuvo un impacto directo en el IPC de agosto de 0,2 puntos porcentuales. Desde 2002, la tarifa de agua ha aumentado en un ritmo mensual promedio de 0,39 por ciento, mayor a la tasa de variación promedio mensual del IPC (0,23 por ciento).

Cuadro 47
MÁXIMOS INCREMENTOS MENSUALES DE TARIFAS DE AGUA

Mes	Var. %
May.93	34,42
Set.93	7,95
Ene.94	12,65
Mar.96	9,80
Feb.97	8,38
May.98	7,36
Feb.99	7,25
Nov.00	10,16
Ago.06	8,50
Ago.07	9,53

Comidas fuera del hogar

El rubro comidas fuera del hogar continuó siendo uno de los rubros con mayor contribución a la inflación, reflejando la mayor demanda de los consumidores por este servicio. En el período enero-agosto aumentó 3,1 por ciento, tasa mayor a la registrada en los alimentos dentro del hogar (2,4 por ciento) y a la del índice general de precios (1,90 por ciento). No obstante, en los últimos doce meses, la variación de este rubro fue 4,1 por ciento, observándose una moderación de su ritmo de crecimiento con respecto al de los alimentos dentro del hogar (4,1 por ciento).

Rubros del componente Alimentos y Energía

Tarifas eléctricas

En el período enero-agosto las tarifas eléctricas disminuyeron 4,2 por ciento (alza de 0,5 por ciento en los últimos doce meses). En los primeros meses las rebajas reflejaron principalmente la suspensión del cargo por "Afianzamiento de la Seguridad Energética", el cual se destinaba al financiamiento del Gasoducto Sur Peruano y generaba un aumento aproximado de 2,5 por ciento en las tarifas al consumidor.

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

En agosto se registró un alza de 1,9 por ciento ante una nueva actualización de los precios establecidos en los contratos entre empresas generadoras y distribuidoras de electricidad, resultado de las licitaciones. Asimismo, se procedió a la liquidación trimestral que realiza el ente regulador para compensar las diferencias en el precio a nivel de generación entre los usuarios regulados. También se actualizó el componente de transmisión por el aumento de los cargos destinados a asegurar la continuidad del servicio eléctrico.

Gasolina y lubricantes

El aumento de este rubro en el período enero-agosto fue 0,1 por ciento (8,1 por ciento en los últimos doce meses). En el mes de enero el precio promedio aumentó 4,0 por ciento, a lo que siguieron sucesivas variaciones negativas hasta el mes de agosto en el que se registró un incremento de 1,3 por ciento.

Este resultado reflejó la evolución de los precios ex planta, los que varían en función de los precios de importación del petróleo (la cotización WTI disminuyó 6,7 por ciento en el período enero-agosto y aumentó 8,2 por ciento en los últimos doce meses).

El alza de los precios en enero (4,0 por ciento) reflejó la recuperación de los precios internacionales del petróleo con respecto a los niveles registrados en meses anteriores. Ello luego del acuerdo de la OPEP de reducir la producción de petróleo. A partir de febrero los precios ex planta domésticos disminuyeron debido a la variación negativa de los precios de referencia, acorde al aumento de la producción de combustibles en Estados Unidos y a la evolución estacional de los precios en ese país. El precio internacional del petróleo continuó en niveles bajos ante la expectativa de que la mayor producción de Estados Unidos compensase los recortes de producción de la OPEP, además del aumento de los inventarios de gasolina en USA. En el mercado interno, el menor precio de la gasolina en junio (-0,9 por ciento) también se debió a los menores márgenes minoristas registrados en ese mes.

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

Alimentos

Los aumentos en los precios de un conjunto de alimentos agrícolas (limón, cebolla, plátano, entre otros) en el período enero-agosto se debieron principalmente al impacto





negativo de las alteraciones climáticas propias del Fenómeno El Niño Costero, tanto en la comercialización como en la producción.

Inicialmente las fuertes lluvias e inundaciones impidieron la comercialización de los productos, dando lugar a fuertes alzas en marzo. En abril este efecto negativo fue compensado con la parcial normalización de las vías de comunicación. No obstante, en los siguientes meses el abastecimiento continuó afectado por los daños en la infraestructura (en canales de regadío, carreteras y puentes), así como por la alteración de los ciclos vegetativos de los cultivos.

Por el contrario, se registraron disminuciones en los precios de productos como papa y carne de pollo. En el caso de la papa el abastecimiento aumentó por mayores siembras y buenos rendimientos en la sierra central. En cuanto a los precios del pollo, su disminución estuvo en relación a un nivel de oferta mayor a los requerimientos de la demanda y menores costos de producción.

Limón

En el período enero-agosto, el precio del limón aumentó 307,3 por ciento. En los últimos doce meses el precio de este producto alcanzó una variación de 300,6 por ciento.

En marzo el precio del limón aumentó 116,4 por ciento. Las lluvias e inundaciones afectaron las vías de transporte, dificultando el traslado del producto a Lima. El ingreso de limón al mercado mayorista de Lima disminuyó 27 por ciento con respecto a febrero y 22 por ciento con respecto a marzo 2016. En abril y mayo se recuperó el abastecimiento procedente del norte del país, dando lugar a una disminución del precio de 48,4 por ciento y 25,1 por ciento, respectivamente.

En julio y agosto se registraron nuevas alzas de los precios (105,3 y 133,0 por ciento, respectivamente). A la menor producción estacional se sumó el impacto negativo de las alteraciones climáticas de los meses precedentes en el proceso de floración, cuajado y fructificación. En el valle de San Lorenzo en Piura, principal zona productora, se reportó además la presencia de plagas que afectaron la calidad del producto. El abastecimiento de limón disminuyó de 410 TM diarias en junio a 321 TM diarias en julio y a 195 TM diarias en agosto (360 TM diarias en agosto 2016).

Cebolla

El precio de la cebolla aumentó 36,0 por ciento en el período enero-agosto (29,5 por ciento en los últimos doce meses), registrándose la mayor alza en el mes de marzo (42,2 por ciento). Las fuertes lluvias registradas desde fines de diciembre en Arequipa, principal región productora, afectaron las cosechas y la calidad del producto, así como la regularidad del abastecimiento a Lima. Ello dio lugar al incremento del precio

mayorista (79 por ciento con respecto a marzo) lo que reflejó también los problemas en la comercialización y el transporte por inundaciones y huaicos.

En abril el precio continuó en aumento (18,6 por ciento), en lo que influyó la culminación de la campaña en algunos valles de Arequipa. Esta situación se revirtió en los siguientes meses con el ingreso estacional de algunas variedades de cebolla de menor precio procedentes Ica y Arequipa. En julio el precio continuó disminuyendo con la mayor participación estacional del producto procedente de Camaná. No obstante, a mediados de agosto el abastecimiento a Lima Metropolitana procedente de esa zona comenzó a declinar, en lo que habría influido el menor rendimiento en esa zona por factores climáticos.

Papa

En el período enero-agosto el precio de la papa presentó una variación negativa de 32,4 por ciento y de -20,5 por ciento en los últimos doce meses, debido al aumento de las siembras en las principales regiones abastecedoras de Lima en el primer semestre del año. El abastecimiento total a Lima en el período enero-agosto fue mayor en 11 por ciento al del mismo período del año anterior. También influyó la mejora de los rendimientos, debido a la mayor frecuencia e intensidad de las lluvias durante la campaña, principalmente en Huánuco, región afectada en la campaña anterior por una fuerte sequía. Adicionalmente en marzo, la mayor perecibilidad del producto, resultado del exceso de humedad por las lluvias en las zonas productoras, y el mayor calor de Lima, obligó a realizar ofertas en el canal mayorista.

De mayo a julio los precios continuaron disminuyendo debido a la mayor oferta de la variedad blanca procedente de Junín y Ayacucho. En esas regiones, las condiciones climáticas fueron favorables para la siembra y la floración del cultivo (temperaturas más bajas y precipitaciones superiores a sus normales). También aumentó el abastecimiento de la variedad amarilla procedente de Huánuco.

Carne de pollo

En el período enero-agosto, el precio de la carne de pollo disminuyó 10,7 por ciento, acumulando una variación negativa de 5,2 por ciento en los últimos doce meses. Ello reflejó un nivel de oferta mayor al requerimiento de la demanda en la mayor parte del período. En este resultado influyó el menor precio de sus principales alimentos sustitutos (pescados como el bonito y el jurel tienen una mayor demanda en los estratos de menores ingresos). Por el lado de los costos de producción, el precio de internamiento en soles del maíz amarillo duro importado, principal alimento de las aves, acumula una disminución de 13 por ciento en lo que va del año.

En el mes de marzo el precio aumentó 5,9 por ciento ante una menor oferta, resultado de los efectos negativos del Fenómeno El Niño Costero en la crianza de las





aves y en su comercialización (exceso de calor que dificultó alimentación de las aves e interrupción de carreteras por las lluvias e inundaciones). Superados estos problemas el precio volvió a disminuir en el mes de abril (-6,4 por ciento) ante una mayor oferta (1 909 TM diarias en los centros de distribución versus 1 670 TM diarias en marzo).

En el mes de junio el precio registró cierta recuperación (2,2 por ciento), reflejando un aumento de la demanda ante el irregular abastecimiento de pescado. Posteriormente en julio, se dio una nueva disminución de los precios (-3,8 por ciento), ante el menor dinamismo de las ventas, tal como lo indica el mayor peso de los pollos (mayor permanencia en granja) que alcanzó un peso récord de 2,93 Kg. por unidad (2,76 Kg. en junio). En agosto el precio volvió a disminuir (-1,5 por ciento), observándose en estos dos últimos meses un alto nivel de colocaciones de pollos bebé, que es el principal indicador del nivel de oferta: aproximadamente 60 millones de unidades a nivel nacional versus 57 millones en los últimos doce meses.

La aceleración reciente de las tasas de inflación de los últimos meses se explica por el incremento de precios de un conjunto limitado de rubros (limón y agua, básicamente), y no por presiones generalizadas de precios.

Esto se corrobora por el comportamiento del índice de dispersión de la inflación, medido como el porcentaje de rubros del IPC con variación interanual mayor a 3 por ciento. En agosto, este porcentaje continuó bajando por sexto mes consecutivo, llegando a 36 por ciento, cifra menor que su promedio histórico (37 por ciento).

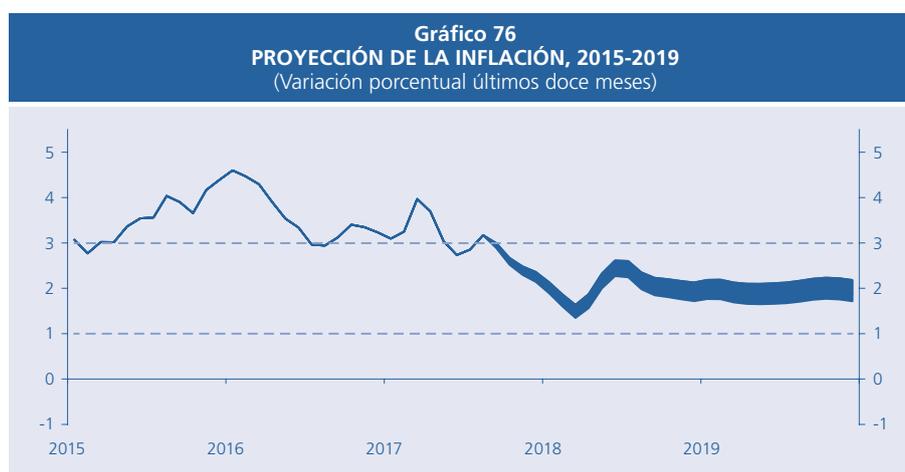


Proyección 2017-2019

46. 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).

47. La **inflación** se ubicaría dentro del rango previsto para la meta de inflación durante el cuarto trimestre del presente año, para converger sostenidamente hacia 2,0 por ciento durante 2018. Esta proyección incorpora una reversión rápida en los precios de alimentos afectados por factores climáticos adversos asociados con el Fenómeno El Niño Costero (lluvias excesivas) observados durante el primer trimestre, y su impacto en el abastecimiento de estos productos durante el tercer trimestre.



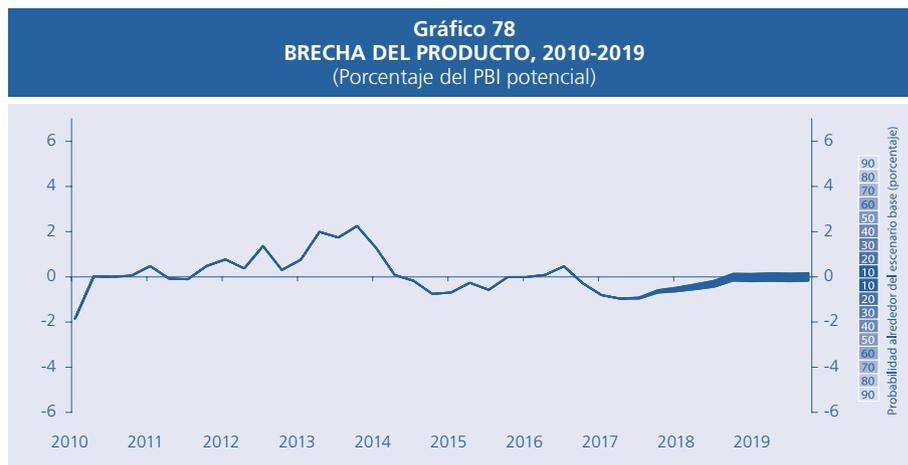
La inflación sin alimentos y energía muestra una reducción menor a la anticipada en el Reporte de Inflación de junio 2017, debido al reajuste en el plan tarifario de los servicios de agua realizado en agosto último. Se espera que se ubique alrededor de 2,3 por ciento a fines de 2017 y alrededor de 2,0 por ciento en 2018. Dos factores vienen favoreciendo esta dinámica: (i) la apreciación cambiaria registrada en lo que va del año, (ii) una brecha producto negativa que se cerraría de manera gradual en el horizonte de proyección y (iii) la ausencia de choques de oferta adversos.

48. Los **determinantes de la proyección de inflación** se explican a continuación:
- a) Se prevé que las **expectativas de inflación a 12 meses** se mantengan en el rango meta durante el horizonte de proyección con una tendencia decreciente en la medida que continúe la reversión de los choques de oferta que han afectado a la inflación durante el primer y tercer trimestre.





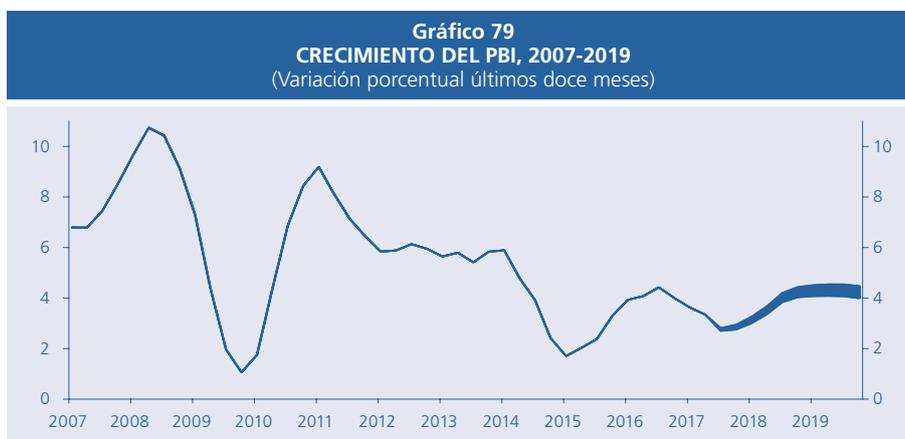
- b) La postergación de proyectos de infraestructura, el menor gasto público y los efectos del Fenómeno El Niño Costero, han conllevado a una recuperación más lenta de la **brecha producto**. Asimismo, el indicador estimado de brecha del producto (diferencia entre el PBI y el PBI potencial) se ha actualizado con la nueva información macroeconómica en el punto inicial al alza en 0,3 puntos porcentuales del PBI.



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

Cabe destacar que la proyección de crecimiento económico en el horizonte 2018-2019 es consistente con un crecimiento del PBI por encima

del crecimiento del PBI potencial, dada la recuperación en la brecha producto.



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

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

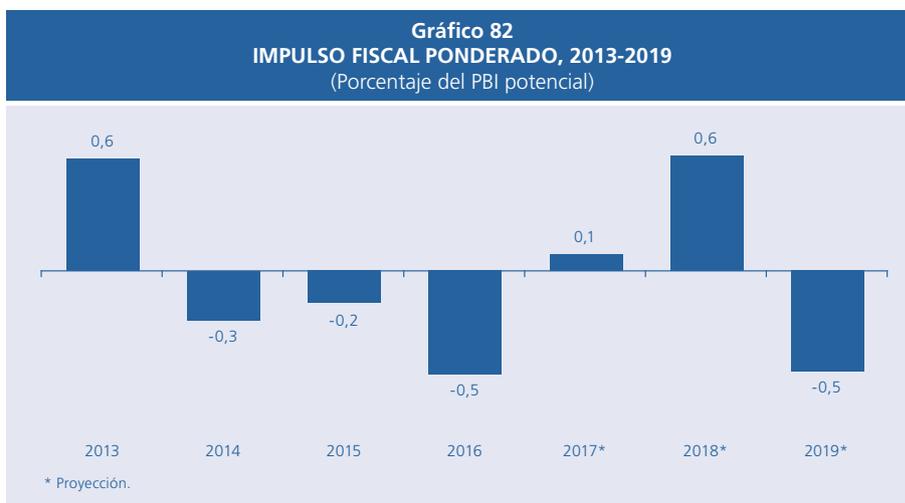


- **Condiciones externas:** se prevé mejores condiciones externas impulsadas por el incremento en los términos de intercambio.



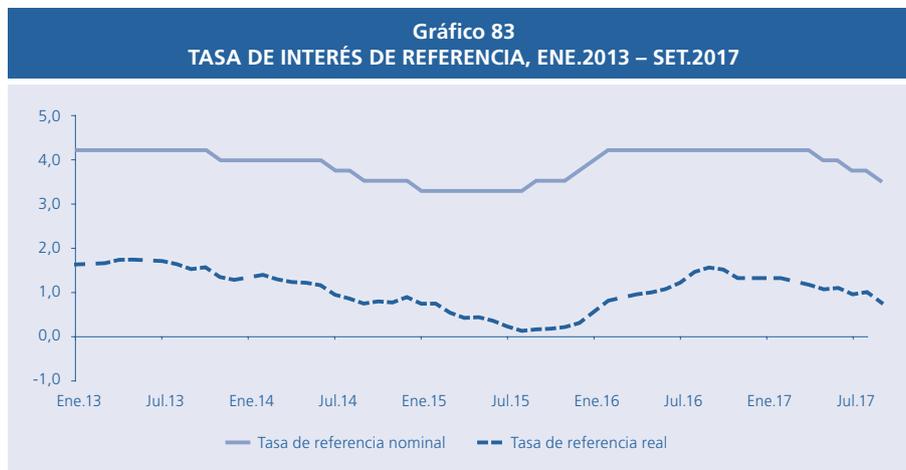


- **Impulso fiscal:** el impulso fiscal ponderado estimado para 2017 sería positivo y concentrado en el segundo semestre, en línea con la demora en la ejecución de la inversión pública. Para 2018 se espera un impulso fiscal significativo asociado al proceso de reconstrucción de la infraestructura afectada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



- **Condiciones monetarias:** tomando en cuenta las rebajas de la tasa de interés de referencia en mayo y julio, las condiciones monetarias en soles se mantienen expansivas (tasa real menor a 1,8 por ciento) y contribuyen a la recuperación de la brecha del producto. Por otra parte, se esperan condiciones monetarias en dólares similares a las del Reporte de Inflación previo. Si bien se anticipa mayores tasas de interés por parte de la Fed, las reducciones de encajes en dólares efectuadas por el BCRP compensarán

parcialmente este efecto en las condiciones crediticias locales al igual que expectativas de depreciación más moderadas.



Cuadro 48
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

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

* Encuesta cerrada el 31 de agosto.

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

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





Cuadro 49 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: TIPO DE CAMBIO (Soles por US Dólar)				
	RI Dic.16	RI Mar.17	RI Jun.17	RI Set.17*
Sistema Financiero				
2017	3,50	3,41	3,35	3,27
2018	3,60	3,45	3,40	3,30
Analistas Económicos				
2017	3,50	3,37	3,35	3,28
2018	3,50	3,40	3,40	3,35
Empresas No Financieras				
2017	3,50	3,40	3,35	3,30
2018	3,55	3,50	3,40	3,40

* Encuesta cerrada el 31 de agosto.

- d) Durante agosto se observaron efectos del Fenómeno El Niño Costero en el abastecimiento de ciertos productos. Como resultado, la proyección de la tasa de crecimiento de precios de alimentos y energía asciende a 2,1 por ciento para 2017. Para finales de 2018, se espera un aumento de los precios de alimentos y energía de 2,0 por ciento.



Balance de riesgos en el horizonte 2017-2019

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

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

El riesgo de demora en la reversión de los choques de oferta durante el horizonte de proyección que podría hacer más lenta la convergencia de la inflación al

rango meta se ha reducido significativamente, así como la probabilidad de un nuevo fenómeno climático severo.

b. Choques negativos en la demanda interna

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

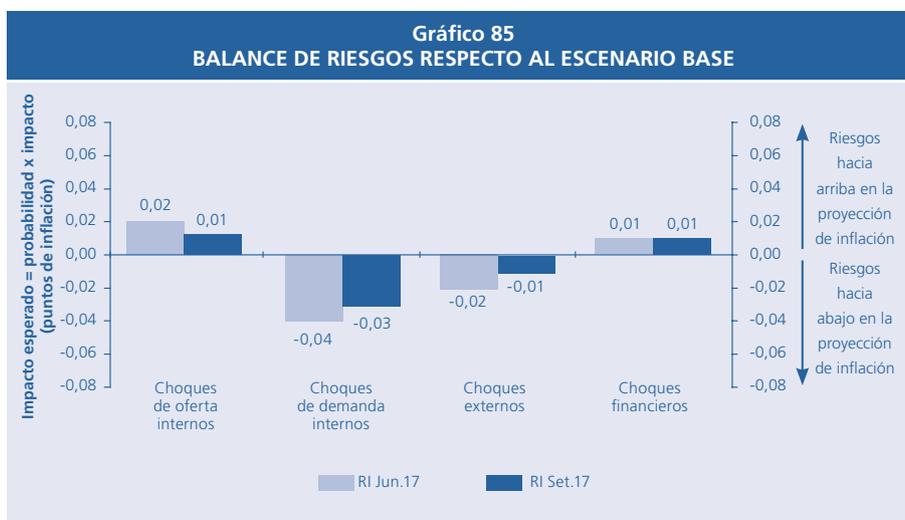
c. Choques externos negativos.

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

d. Volatilidad de los mercados financieros internacionales

Un ritmo más rápido de alza de tasas por parte de la Fed respecto al previsto podría generar ajustes bruscos en las tasas de interés de bonos de largo plazo y mayores flujos de capital hacia los EUA o una salida de inversionistas no residentes de las posiciones tomadas en activos domésticos, lo que presionaría el tipo de cambio al alza, y en el corto plazo podría incrementar la inflación respecto a la evolución consistente con el escenario central de proyección.

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





Conclusiones

50. Se mantiene la previsión de la convergencia de inflación hacia el rango meta en el cuarto trimestre de 2017 con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda y una reducción continua de las expectativas de inflación en dicho horizonte.

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

Recuadro 4 EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LOS GASOHOLES

En este recuadro se compara la evolución del precio de refinería del gasohol de 90 octanos con diversos indicadores internacionales del costo de los combustibles. Se utiliza el gasohol de 90 octanos como representativo de este grupo de productos, pues da cuenta de alrededor del 60 por ciento del consumo local.

La información muestra que el precio doméstico de refinería del gasohol de 90 octanos se encuentra relativamente alto respecto a diciembre del año pasado, pues no habría seguido la misma tendencia que algunos indicadores de precio internacional como el indicador teórico de Osinermin, el precio CIF de las importaciones de dicho producto y el precio de refinería en Chile.

GASOHOL DE 90 OCTANOS COMPARACIÓN DE PRECIOS DE LISTA A NIVEL DE REFINERÍA

	Con precio OSINERGMIN (\$/ por galón)			Con precio CIF (\$/ por galón)			Con país de la región (US\$ por galón)		
	Refinería	Paridad	Dif. %	Refinería	CIF	Dif. %	Perú	Chile	Dif. %
Dic.2016 (a)	6,15	5,85	5,1%	6,15	5,21	18,0%	1,81	1,78	1,9%
Ago.2017 (b)	6,38	5,77	10,6%	6,38	5,26	21,3%	1,97	1,79	10,1%
Var. % (b)/(a)	3,8%	-1,4%		3,8%	1,0%		8,6%	0,6%	

Fuente: ENAP-Chile, Petroperú, Osinermin, SUNAT.

Precio de Refinería y Precio de Paridad

La siguiente tabla relaciona el Precio de Refinería del Gasohol de 90 octanos con el Precio de Paridad de Osinermin, indicador teórico del costo de importar este combustible. En el período comprendido entre diciembre de 2016 y agosto de 2017, mientras que el indicador de Osinermin se redujo en 1,4 por ciento, el precio interno de refinería aumentó 3,8 por ciento.

PRECIO PROMEDIO MENSUAL DEL GASOHOL 90 (\$/ por galón)

	Dic.16 (A)	Ago.17 (B)	Var.% B/A
1. Crudo WTI (US\$ por galón)	1,18	1,15	-2,4%
2. Precio de Paridad de OSINERGMIN ^{1/}	5,85	5,77	-1,4%
3. Margen adicional (=4-2)	0,30	0,61	106,4%
4. Precio de Refinería ^{2/}	6,15	6,38	3,8%

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

2/ Publicado por Petroperú.

Como resultado se observa que el adelanto o diferencial promedio de las últimas semanas se ha situado entre 9,4 y 13,7 por ciento, niveles superiores al registrado a inicios de año (4,0 por ciento).





PRECIOS SEMANALES DEL GASOHOL DE 90 OCTANOS

(Del 05 de enero al 01 de setiembre de 2017)



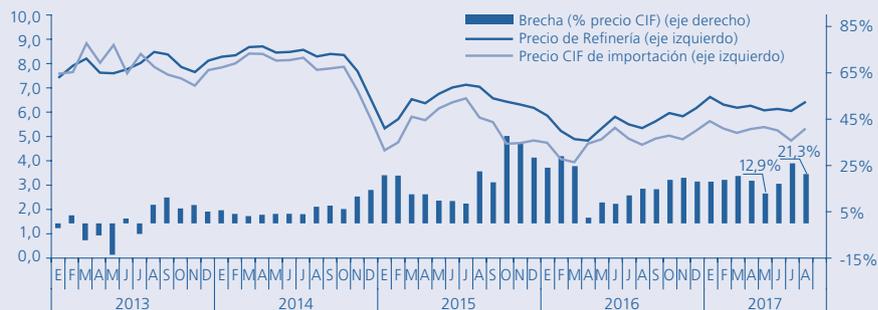
Fuente: Petrop Perú, Osinergmin.

Precio de refinación y Precio CIF de importación

A partir de información de SUNAT, se puede estimar el precio CIF de importación del Gasohol de 90 octanos como referencia. Así, se evidencia que el diferencial existente entre el precio de refinación y el precio CIF se incrementó de 12,9 por ciento en mayo a 21,3 por ciento en agosto, lo que indica que ambos precios no han seguido la misma tendencia.

PRECIO DE REFINERÍA Y PRECIO CIF DE IMPORTACIÓN DE GASOHOL 90

(Soles por galón)



Fuente: SUNAT y Petrop Perú.

Precios de refinación en Chile y Perú

El siguiente gráfico muestra la evolución de los precios del gasohol regular en Chile y en Perú expresado en dólares por galón. Como se puede notar, la brecha existente entre el precio de refinación en el Perú y el de Chile se ha ampliado de US\$ 0,05 en Enero a US\$ 0,18 por galón en Agosto.

PRECIO DE REFINERÍA DE LA GASOLINA REGULAR: CHILE Y PERÚ
(US\$ por galón)



Fuente: Osinermin, Petroperú.



Recuadro 5 CONVERGENCIA DE TASAS DE INFLACIÓN REGIONALES

En este Recuadro se presenta un análisis de convergencia de tasas de inflación regionales. Se toma como referencia el concepto de Poder Paridad de Compra relativa (PPC relativa). Por otro lado, la PPC relativa establece que en ausencia de choques inflacionarios regionales, o una vez que se hayan disipado, las tasas de inflación de dos regiones deberían converger a una tasa de equilibrio común, incluso si los choques conllevan a discrepancias permanentes en los niveles de precios. En otras palabras, el cumplimiento de la PPC relativa implica un resultado de estabilidad o de relación de largo plazo o de convergencia entre las tasas de inflación de diferentes regiones.

Se cuenta con información de índices de precios a nivel de subgrupos para veinticinco ciudades a nivel nacional. En base al trabajo de Gonzales de Olarte (2003, p.41)⁸, se agrega estas ciudades en nueve regiones económicas. Los criterios de conformación de estas regiones se asocian a integración geográfica, histórica y articulación de mercados. La agregación de ciudades a regiones se basa en las ponderaciones utilizadas por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), calculadas a partir de la participación en el gasto nacional.

REGIONES ECONÓMICAS DEL PERÚ



Para evaluar estadísticamente la existencia de convergencia se utiliza la metodología de Engle y Granger (1987) que consiste en evaluar si el desvío de la inflación de una región respecto a la del

8 Gonzales de Olarte, E. (2003). Regiones Integradas: Ley de Incentivos para la Integración y Conformación de Regiones. Lineamientos Económicos y Políticos. Fondo Editorial del Congreso del Perú.

resto del país es estacionario e igual a cero. Se entiende como estacionario el hecho de que los desvíos no son persistentes y se corrigen con rapidez.

Con esta metodología se estudió la convergencia para la inflación total, la variación de precios de educación, salud y alimentos, dentro de éste último para algunos productos como carnes, frutas, hortalizas y tubérculos. En todos los casos la hipótesis de convergencia fue aceptada.

METODOLOGÍA DE ENGLE Y GRANGER (1987)

Datos: Inflación mensual de enero de 1996 a mayo de 2017

Ho: Convergencia de tasas de inflación

Serie	Resultado
IPC	Se acepta
Alimentos y bebidas	Se acepta
Carnes	Se acepta
Frutas	Se acepta
Hortalizas	Se acepta
Tubérculos	Se acepta
Esparcimiento y educación	Se acepta
Salud	Se acepta

Asimismo, se hizo un trabajo de actualización de una investigación previa de Winkelried y Gutiérrez (2012)⁹, consistente en un modelo de corrección de errores, en el que se estima si los desvíos de la tasa de inflación de una región respecto al resto del país se corrigen, o si por el contrario, son permanentes. La conclusión es similar a la de la metodología previa: existe convergencia de tasas de inflación regionales; es decir, existe una relación estable de largo plazo entre las tasas de inflación de distintas partes del Perú. Esta metodología también permite identificar a la inflación de Lima como débilmente exógena. Esto implica que ante movimientos de la inflación de Lima, las tasas del resto de regiones se ajustan para mantener una relación estable. Sin embargo, cuando la inflación de una región se desvía, se corrige ella misma y no es Lima la que se ajusta.

En resumen, bajo ambas aproximaciones se encuentra evidencia de convergencia entre las tasas de inflación de las regiones del Perú. Adicionalmente, la segunda metodología permite identificar a la tasa de inflación de Lima como guía del resto de regiones. Esto implica, en términos de política monetaria, que monitorear y estabilizar la inflación de Lima es equivalente a actuar sobre las tasas de inflación del resto del país pues todas estas convergerán a una misma tasa de equilibrio.

9 Winkelried, D., & Gutiérrez, J. (2012, Diciembre). Dinámica inflacionaria regional y el esquema de metas de inflación en el Perú. *Revista de Estudios Económicos*(24), 79-98.



BANCO DE RESERVA DEL PERU

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

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

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

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