



REPORTE DE INFLACIÓN

Setiembre 2018

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

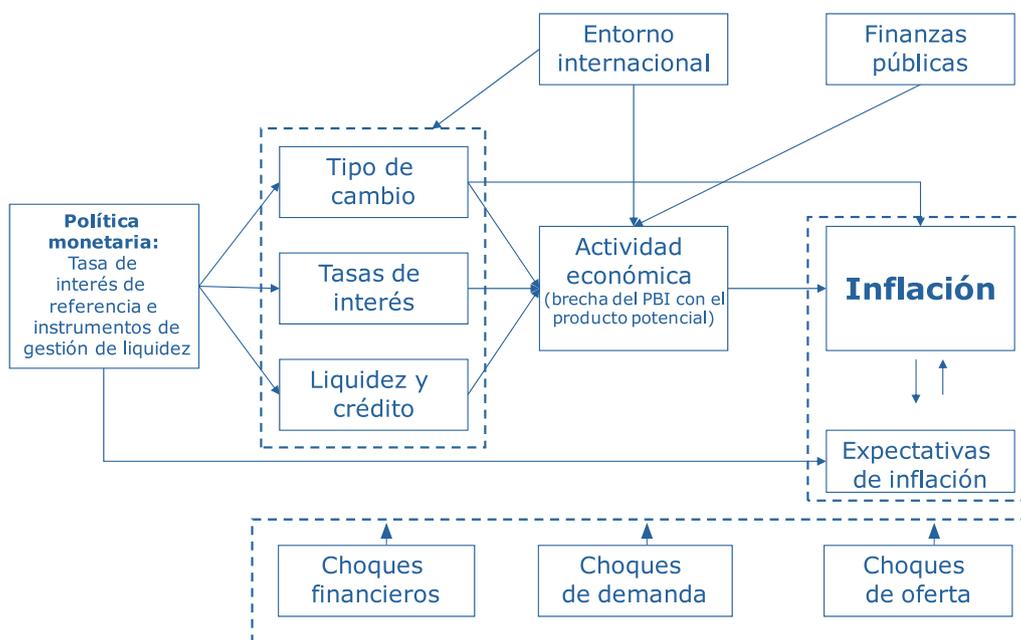


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2018-2019

Setiembre 2018



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

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2018-2019

Setiembre 2018

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Escenario internacional.....	11
– Economía global	11
– Mercados financieros	18
II. Balanza de pagos	34
– Cuenta corriente.....	34
– Términos de intercambio.....	36
– Financiamiento externo.....	44
III. Actividad económica	47
– PBI gasto.....	47
– PBI sectorial	59
IV. Finanzas públicas.....	68
– Ingresos fiscales	70
– Gasto público	71
– Resultado primario estructural e impulso fiscal	74
– Deuda pública.....	76
V. Política monetaria y mercados financieros.....	83
– Acciones de política monetaria.....	83
– Tipo de cambio e intervención cambiaria.....	93
VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos	97
– Evolución a agosto de 2018.....	97
– Proyección 2018 - 2019	99
– Balance de riesgos en el horizonte 2018 - 2019	104

RECUADROS

1. Tensiones comerciales: desarrollos recientes y canales de transmisión.....	25
2. El papel de los fundamentos macroeconómicos y las vulnerabilidades ante periodos de incertidumbre en economías emergentes.....	30
3. Recuperación reciente de la actividad económica.....	62
4. Determinantes del crecimiento potencial	65
5. La inversión pública subnacional y el ciclo de cambio de autoridades.....	79

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

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue el esquema de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación contempla un rango entre 1 por ciento y 3 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, 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 13 de setiembre de 2018.



Resumen

- i. Si bien los indicadores recientes de **actividad económica mundial** señalan que el crecimiento previsto para este año (3,8 por ciento) se mantendrá, tal como se anticipó en el Reporte de junio, éste será menos sincronizado y con mayores riesgos. Para 2019, se esperan tasas ligeramente menores respecto a las de este año debido, principalmente, a un menor dinamismo de EUA y de otras economías desarrolladas, consistente con un menor estímulo monetario y la convergencia de su crecimiento hacia su potencial.
- ii. Los **términos de intercambio** crecieron 7,5 por ciento en el primer semestre de 2018, reflejo de los mayores precios de los *commodities* de exportación (14,8 por ciento). Sin embargo, entre julio y mediados de setiembre, los precios de los minerales han registrado una corrección a la baja afectados por la mayor incertidumbre creada por la intensificación de las tensiones comerciales (particularmente entre EUA y China), la apreciación del dólar y el temor de un menor crecimiento de China. En este contexto, la proyección de crecimiento de los **términos de intercambio** para el presente año ha sido revisada a la baja, de 4,9 a 1,0 por ciento. Para el próximo año, se espera una disminución de los términos de intercambio de 2,9 por ciento aunque aún con niveles superiores a los de 2017.
- iii. En el primer semestre de 2018, el déficit en la **cuenta corriente de la balanza de pagos** fue 1,9 por ciento del PBI, mayor al registrado en igual periodo de 2017, principalmente por la mayor renta de factores (asociada a las mayores utilidades producto de los altos precios de los minerales) y servicios (por los ingresos extraordinarios en seguros y reaseguros de 2017). Por el contrario, la balanza comercial siguió siendo favorecida por la coyuntura externa (alza de los términos de intercambio y crecimiento sostenido del comercio mundial) y registró un superávit mayor en 1,1 puntos porcentuales del PBI al de igual periodo de 2017.

En el horizonte de proyección, la corrección a la baja de los precios de los metales registrada desde julio de este año implicará un menor superávit de la balanza comercial y un mayor déficit de la cuenta corriente, respecto al proyectado en el Reporte de Inflación de junio. La proyección del déficit de cuenta corriente de 1,6 por ciento del PBI para 2018 y de 1,5 por ciento para 2019, se ubica por debajo de los niveles observados en el periodo 2012-2016. En consistencia con la proyección de inversión privada, los **flujos de capitales externos de largo plazo para el sector privado** seguirán siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos: 5,0 y 4,0 por ciento del PBI en 2018 y 2019, respectivamente, superando los requerimientos de la cuenta corriente.





- iv. El primer semestre la **actividad económica** creció 4,3 por ciento impulsada por una evolución favorable de la demanda interna que aumentó 5,3 por ciento, en línea con el crecimiento del empleo formal y la masa salarial. La mejora de los precios de los minerales contribuyó a dinamizar la inversión privada, en particular la asociada a la minería. También, se observó un aumento en el ritmo del gasto público por la ejecución de obras de infraestructura, rehabilitación y mantenimiento, luego del Fenómeno de El Niño Costero. Para el tercer trimestre se prevé una moderación transitoria de los sectores primarios asociada a una menor producción minera por lo que el crecimiento del PBI del año se estima en 4,0 por ciento.

Para 2019 se espera un crecimiento igual al de 2018 (4,0 por ciento). La inversión privada continuará creciendo impulsada por la ejecución de proyectos mineros y de infraestructura, mientras que el gasto público se moderará por el cambio de autoridades de los gobiernos subnacionales.

- v. Luego de alcanzar un pico de 3,1 por ciento del PBI en 2017, el **déficit fiscal** en términos anuales (últimos doce meses) descendió a 2,1 por ciento del PBI en agosto de 2018. El incremento en los ingresos corrientes del gobierno general, producto de la mayor recaudación por regularización del impuesto a la renta, fue el principal factor que impulsó la mejora en el resultado fiscal. Para los años 2018 y 2019 se proyecta un déficit fiscal descendente a 2,8 y 2,6 por ciento del PBI, respectivamente. Esta proyección implica un impulso fiscal ponderado positivo de 0,3 por ciento del PBI para 2018 y ligeramente negativo para 2019, lo que coincidiría con la reducción de la brecha del producto.

Se ha corregido al alza la recaudación esperada para 2018, debido a la mejor evolución registrada por los ingresos tributarios en lo que va del año. Los gastos corrientes mantendrán la evolución creciente presentada a inicios de año y la inversión pública estará determinada por la ejecución de las obras del Plan Integral de Reconstrucción con Cambios, el avance de la Línea 2 del Metro de Lima y los Juegos Panamericanos. Para 2019, los ingresos fiscales aumentarían en línea con las medidas anunciadas por el gobierno para incrementar la recaudación, la moderación de las devoluciones tributarias y el incremento en el Impuesto Selectivo al Consumo.

- vi. El **crédito al sector privado** creció 8,7 por ciento interanual en agosto de 2018, en línea con la recuperación del consumo familiar y la inversión del sector privado. Para el horizonte de proyección se prevé que el crecimiento del crédito al sector privado evolucione conforme al ritmo de crecimiento de la demanda interna, esperándose una tasa de 9,0 por ciento para 2018 y 2019. Ello concuerda con las medidas de flexibilización monetaria implementadas, tanto de reducción de la tasa de interés de referencia como de las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera.
- vii. El Directorio del BCRP mantuvo **la tasa de interés de referencia** en 2,75 por ciento, equivalente a una tasa de interés real de 0,4 por ciento, lo que refleja una política

monetaria expansiva en un entorno en el que no se avizoran presiones inflacionarias de demanda y con una brecha de producto negativa.

- viii. La **inflación** retornó al rango meta en junio de 2018 y se ubicó en 1,1 por ciento en agosto debido a la normalización gradual de los precios de alimentos, en tanto que la inflación sin alimentos y energía se ubicó en el punto medio del rango meta, 2,0 por ciento. Desde marzo de 2017, las expectativas de inflación se encuentran dentro del rango meta y en agosto se ubicaron en 2,4 por ciento. Se estima que tanto la tasa de inflación como las expectativas continuarán convergiendo gradualmente hacia 2 por ciento en el horizonte de proyección.
- ix. El balance de los **factores de riesgo** considerado en este Reporte –choques de demanda externos (menor crecimiento de la actividad mundial por nuevas medidas comerciales restrictivas de Estados Unidos y China), mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y choques de demanda internos (crecimiento menor al esperado de la inversión privada y pública)– se traduce en un sesgo positivo en la proyección de inflación.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

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

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras.

4/ Promedio.

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

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

I. Escenario internacional

Economía global

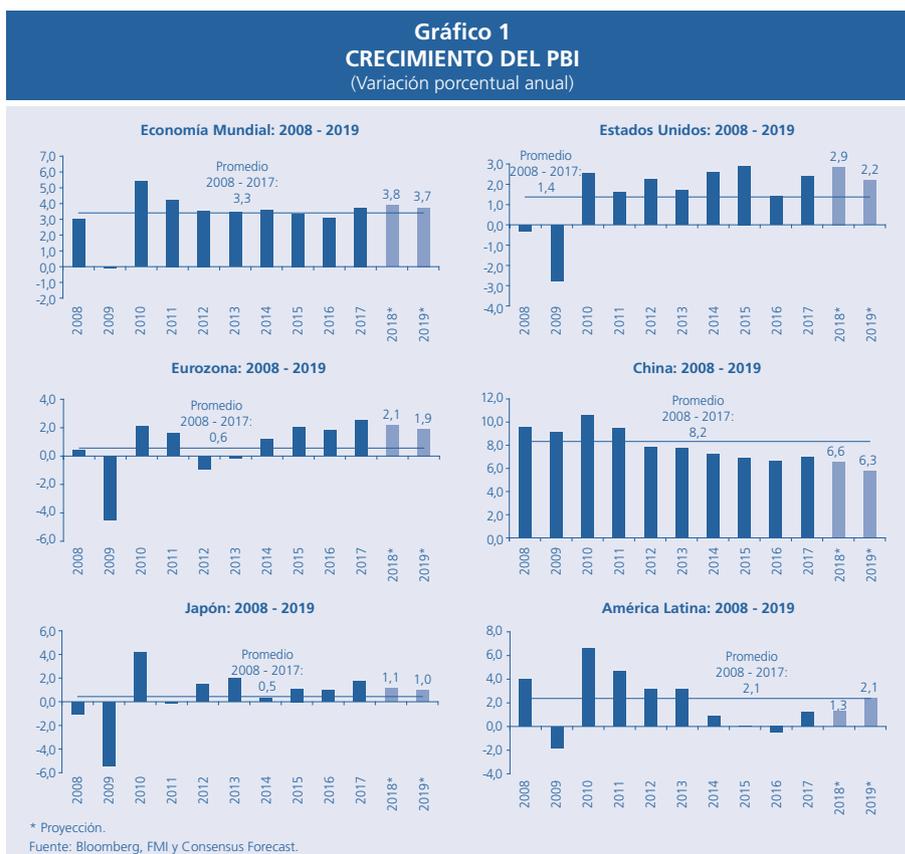
- Desde el último Reporte de Inflación, los indicadores confirman el crecimiento sostenido de Estados Unidos (EUA) y muestran señales de desaceleración en varias economías desarrolladas. Las expectativas de alza de tasas de la Fed y las tensiones comerciales llevaron a una corrección en los precios de los *commodities* y a una salida de capitales de las economías emergentes, que en algunos casos ha generado presiones depreciatorias.

Cuadro 1 CRECIMIENTO MUNDIAL (Variaciones porcentuales)							
	PPP% ^{1/}	Comercio Perú % ^{1/}	2017	2018*		2019*	
				RI Jun.18	RI Set.18	RI Jun.18	RI Set.18
Economías desarrolladas	41,3	42,9	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0
<i>De las cuales</i>							
1. Estados Unidos	15,3	20,2	2,3	2,8	2,9	2,2	2,2
2. Eurozona	11,6	12,8	2,5	2,2	2,1	2,0	1,9
Alemania	3,3	2,7	2,5	2,2	2,0	2,0	1,9
Francia	2,2	0,8	1,9	1,9	1,7	1,8	1,6
Italia	1,8	1,8	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1
España	1,4	4,0	3,1	2,5	2,7	2,2	2,2
3. Japón	4,3	4,0	1,8	1,3	1,1	1,0	1,0
4. Reino Unido	2,3	1,3	1,8	1,4	1,4	1,4	1,4
5. Canadá	1,4	2,6	2,8	2,0	2,0	1,9	1,9
Economías en desarrollo	58,7	57,1	4,7	4,9	4,9	5,0	4,9
<i>De las cuales</i>							
1. Asia emergente y en desarrollo	32,4	34,9	6,6	6,6	6,6	6,6	6,4
China	18,2	27,9	6,9	6,6	6,6	6,4	6,3
India	7,4	3,8	6,7	7,4	7,4	7,8	7,5
2. Comunidad de Estados Independientes	4,5	0,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Rusia	3,2	0,5	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
3. América Latina y el Caribe	7,7	21,6	1,4	2,2	1,3	2,7	2,1
Brasil	2,6	5,4	1,0	2,5	1,4	2,9	2,5
Chile	0,4	3,3	1,5	3,6	4,0	3,5	3,6
Colombia	0,6	2,9	1,8	2,6	2,7	3,0	3,2
México	1,9	3,0	2,0	2,2	2,2	2,3	2,1
Argentina	0,7	1,5	2,9	1,7	-2,2	2,5	-0,1
Perú	0,3	-	2,5	4,0	4,0	4,2	4,0
Economía Mundial	100,0	100,0	3,7	3,8	3,8	3,7	3,7
Nota:							
Socios Comerciales ^{2/}	65,9		3,6	3,8	3,8	3,6	3,6
1/ Las ponderaciones corresponden al año 2017. 2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú. * Proyección. Fuente: Bloomberg, FMI y Consensus Forecast.							





- En línea con estos desarrollos, se proyecta un crecimiento de 3,8 por ciento para 2018. Esta proyección asume que las tensiones comerciales no escalan y que los bancos centrales de las economías desarrolladas retiran en forma gradual su estímulo monetario. A nivel de países, tomando en cuenta los desarrollos hasta el segundo trimestre y los indicadores recientes, el crecimiento de Estados Unidos se ha revisado al alza, apoyado en las utilidades corporativas y en el impulso fiscal. Por el contrario, se ha revisado ligeramente a la baja el crecimiento de la Eurozona y de algunas economías emergentes particularmente afectadas por la volatilidad en los mercados internacionales. Para 2019 se esperan tasas ligeramente menores debido, principalmente, a un menor dinamismo de EUA y de otras economías desarrolladas. Se espera que el crecimiento en estos países disminuya y converja hacia su tasa potencial.



- Los riesgos de la proyección de crecimiento están a la baja y relacionados, en primer lugar, a la evolución de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales (en particular China). Un ritmo de alza de tasas de la Fed por encima de lo esperado, una desaceleración brusca de China o una falta de acuerdo en torno al *Brexit* también constituyen riesgos a la baja en esta proyección.
- En **Estados Unidos**, el crecimiento del segundo trimestre de 2018 (4,2 por ciento) representa la mayor tasa de crecimiento desde el tercer trimestre de 2014 (4,9 por

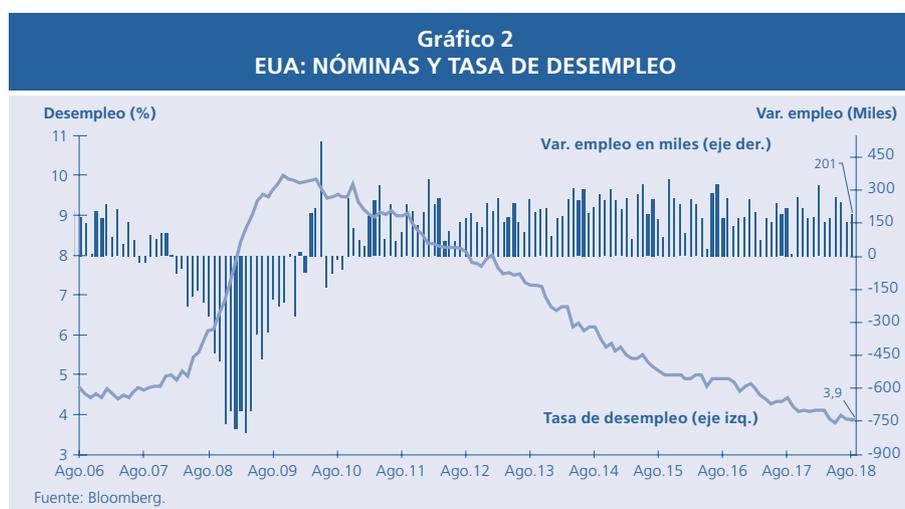
ciento) y supera a la del trimestre previo (2,2 por ciento). En línea con estos resultados, la proyección de crecimiento se ha revisado al alza para 2018 de 2,8 a 2,9 por ciento.

La demanda interna viene mostrando fortaleza en los últimos trimestres. Luego de una desaceleración temporal en el primer trimestre, el consumo repuntó en el segundo trimestre y explicó el 61 por ciento del crecimiento del producto. Por otro lado, la inversión estuvo apoyada por la evolución favorable de las utilidades de las empresas y por el mantenimiento de condiciones financieras acomodaticias. La contracción de la inversión residencial y la disminución de los inventarios contrarrestaron parcialmente esta evolución.

Cuadro 2 EUA: PBI (Variación porcentual desestacionalizada anualizada ^{1/})							
	2017				Año	2018	
	I	II	III	IV		I	II
Consumo personal	1,8	2,9	2,2	3,9	2,8	0,5	3,8
Inversión privada bruta	4,9	5,7	8,8	0,8	3,3	9,6	0,4
Inversión no residencial	9,6	7,3	3,4	4,8	4,7	11,5	8,5
Variación de inventarios ^{2/}	-0,8	0,2	1,0	-0,9	-0,1	0,3	-1,0
Exportaciones	5,0	3,6	3,5	6,6	3,4	3,6	9,1
Importaciones	4,8	2,5	2,8	11,8	4,0	3,0	-0,4
Gasto de gobierno	-0,8	0,0	-1,0	2,4	0,1	1,5	2,3
PBI	1,8	3,0	2,8	2,3	2,3	2,2	4,2

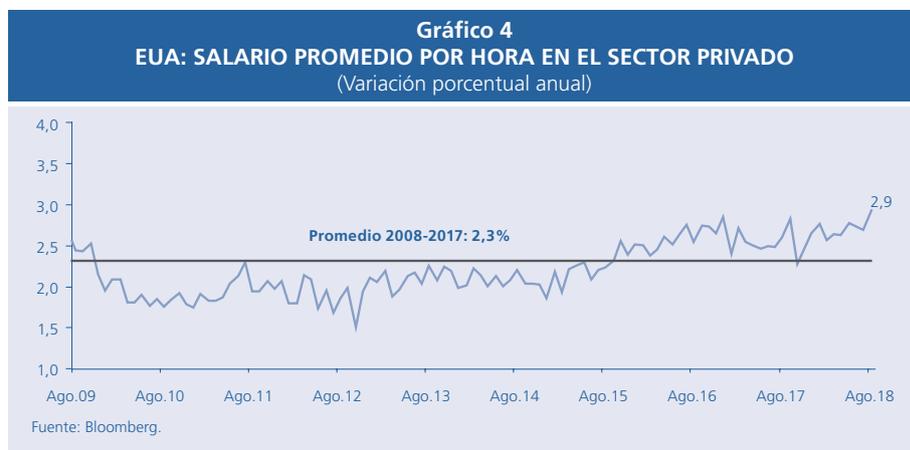
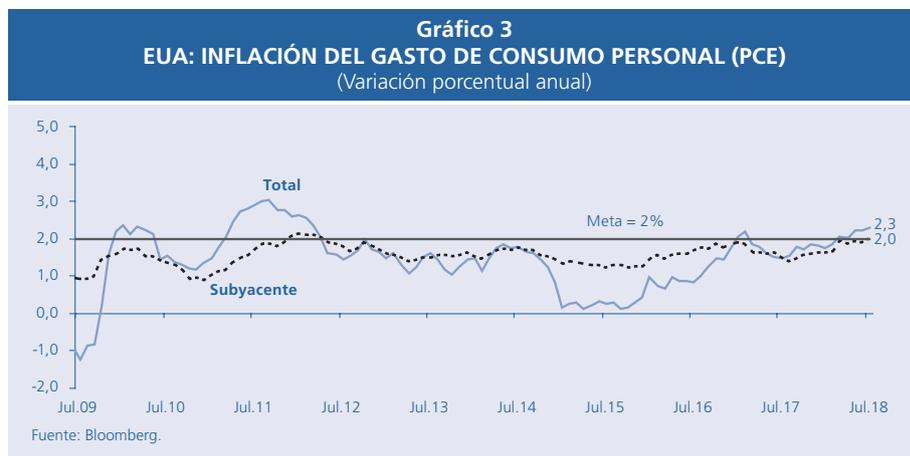
1/ Respecto al trimestre anterior.
2/ Contribución al crecimiento.
Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

La mejora en la actividad económica y en la demanda interna ha estado apoyada por las condiciones favorables del mercado laboral en Estados Unidos: en agosto se crearon 201 mil puestos de trabajo y el desempleo se ubicó en 3,9 por ciento.





Este dinamismo de la actividad continúa acompañado de un alza moderada de presiones inflacionarias. En julio, la inflación del Gasto del Consumo Personal (PCE) se ubicó en 2,3 por ciento anual y se encuentra, desde mayo, por encima del objetivo, en tanto que la inflación subyacente del PCE alcanzó el objetivo de 2,0 por ciento anual en julio. Por su parte, el salario promedio por hora de agosto aumentó 2,9 por ciento con respecto a igual mes del año anterior, y se mantiene por encima del promedio de los últimos diez años.



Ante el crecimiento mayor al potencial, la tendencia al alza de la inflación y la fortaleza del mercado laboral, la Fed continuó con el ajuste gradual de la tasa de interés y con la reducción gradual de sus activos. Así, en la reunión de junio, la Fed elevó su rango de tasas de interés a 1,75-2,00 por ciento. Las proyecciones de los miembros del comité exhibieron una revisión al alza en el crecimiento e inflación, mientras que se corrigió a la baja el desempleo. Se espera que la Fed eleve en 25 puntos básicos el rango de tasas en la próxima reunión (25 y 26 de setiembre).

Cuadro 3
PROYECCIONES DE LA FED*

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

* Incorpora 15 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de periodo.
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.

El retiro gradual del estímulo monetario, junto con un menor impulso fiscal, son consistentes con menores tasas de crecimiento para 2019 (2,2 por ciento). Los riesgos a la baja en la proyección se asocian a un agravamiento de las tensiones comerciales, un retiro más acelerado del estímulo monetario o una corrección brusca en los mercados de activos.

5. En la **Eurozona**, el PBI en la primera mitad del año registró una menor tasa de crecimiento. Así, en el primer y segundo trimestre, la actividad económica tuvo un aumento de 0,4 por ciento, luego de cinco trimestres con una tasa promedio de 0,7 por ciento.

Este menor crecimiento se explica tanto por factores temporales de los primeros trimestres (clima desfavorable y conflictos laborales) como por las mayores tensiones comerciales, el incremento en los precios del petróleo, la incertidumbre en torno al *Brexit* y la situación política en Italia y España. Los indicadores económicos de julio y agosto –confianza empresarial, índices PMI sobre condiciones futuras, actividad del sector servicios, entre otros– confirmarían el menor impulso para el tercer trimestre. En ese sentido, el crecimiento para el año 2018 se ha revisado levemente a la baja de 2,2 a 2,1 por ciento.

Para 2019, se prevé un crecimiento de 1,9 por ciento en la Eurozona, tasa que supone la convergencia del crecimiento hacia su tasa potencial en un contexto en que se espera un retiro gradual del estímulo monetario por parte del BCE.

Al respecto, el BCE anunció la disminución del monto de compra de activos a partir de setiembre y su culminación hacia diciembre; asimismo, se espera el primer aumento de tasas de interés en junio-agosto de 2019. Estos anuncios son consistentes con la tendencia al alza, moderada pero sostenida, en la inflación, tendencia que refleja en parte las mayores presiones salariales. En julio, la inflación de la Eurozona se incrementó por tercer mes consecutivo y alcanzó 2,1 por ciento. La inflación subyacente, por su





parte, alcanzó a 1,1 por ciento mostrando una moderada tendencia al alza en lo que va del año.

Esta proyección en el crecimiento está sujeta a una serie de riesgos a la baja. Existe alta incertidumbre respecto a las condiciones bajo las cuales el Reino Unido se retiraría de la Unión Europea. Un agravamiento de las tensiones comerciales –en particular en sectores sensibles como autos– también afectaría el crecimiento para los próximos años.

6. En **China**, el PBI del segundo trimestre se incrementó 6,7 por ciento interanual, tasa ligeramente menor a la del trimestre previo (6,8 por ciento), pero en línea con la desaceleración gradual. Sin embargo, los principales indicadores de actividad en los últimos meses han mostrado una desaceleración más pronunciada. Destaca el menor dinamismo de la inversión en activos fijos, que pasó de un crecimiento de 7,5 por ciento en marzo a 5,5 por ciento en julio, comportamiento explicado principalmente por la significativa moderación de la inversión en infraestructura (aumentó 5,7 por ciento en julio frente a una tasa de 13,0 por ciento en marzo).

Para el año 2018 se mantiene la previsión de una moderación en el crecimiento a una tasa de 6,6 por ciento (6,9 por ciento en 2017). Sin embargo, por el impacto de las tensiones comerciales con EUA (y las medidas de política comercial ya adoptadas) sobre el dinamismo de la actividad económica, se ha revisado ligeramente a la baja la proyección de crecimiento para el año 2019 de 6,4 por ciento en el Reporte previo a 6,3 por ciento.

Cuadro 4
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

Indicadores (variación % anual)	2017	2018		
		Mar.	Jun.	Jul.
PBI anual	6,9	6,8	6,7	--
Producción Industrial	6,2	6,0	6,0	6,0
Inversión en activos fijos	7,2	7,5	6,0	5,5
Inversión infraestructura	19,0	13,0	7,3	5,7
Ventas minoristas	9,4	10,1	9,0	8,8
Exportaciones	10,9	-2,7	11,2	12,2
Importaciones	4,5	14,4	14,1	27,3
Importaciones de cobre concentrado	-0,8	-1,6	25,1	33,3
Financiamiento total nuevo	12,3	10,5	9,8	10,3
Índice de precios al consumidor	1,8	2,1	1,9	2,1

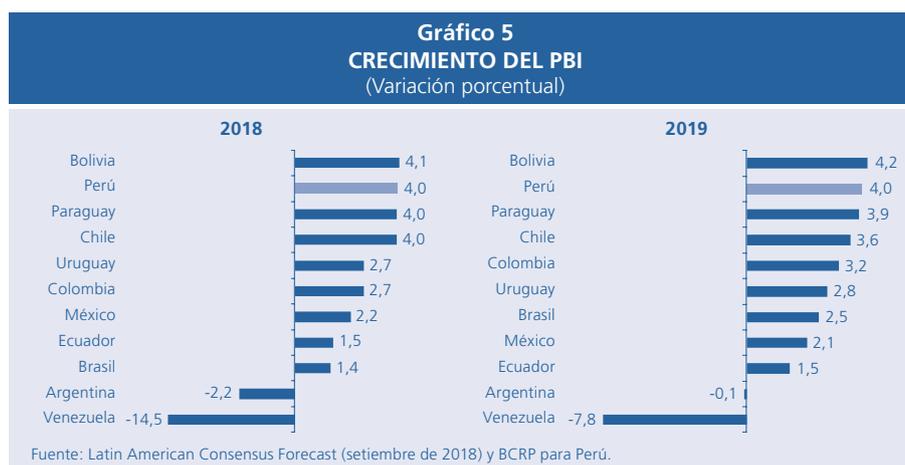
Fuente: Bloomberg y FMI.

7. Se estima que **América Latina** crecería 1,3 por ciento en 2018 y 2,1 por ciento en 2019 (tasa inferior a la proyectada en el Reporte de Inflación anterior). Cabe señalar

que la región se ha visto afectada por la volatilidad en los mercados internacionales asociada a las tensiones comerciales y a las expectativas de un ajuste en la posición de política monetaria de las economías desarrolladas. Estos factores han implicado una caída en el precio de la mayoría de *commodities* (en particular metales básicos) y menores entradas de capitales a la región.

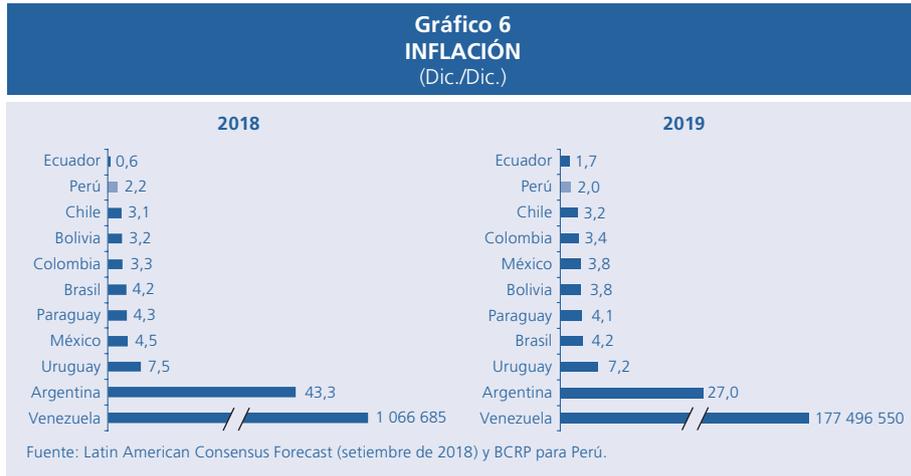
A nivel de países, se observan diferentes comportamientos. Por un lado, las proyecciones de Chile y Colombia se han revisado al alza. En Chile destaca el dinamismo de la inversión privada (principalmente minera), la mejora de la confianza y los menores conflictos laborales. En el caso de Colombia, el crecimiento del segundo trimestre ha sido mayor al esperado y la economía se ha visto favorecida por el alza en el precio del petróleo y la reducción de la incertidumbre (tras la culminación del proceso electoral). Asimismo, la caída de la inflación ha permitido una política monetaria más expansiva en el corto plazo.

En México, se mantiene la proyección de 2018 y se ha revisado a la baja la de 2019, en un contexto de culminación del proceso electoral y de finalización de la renegociación del tratado comercial con Estados Unidos.



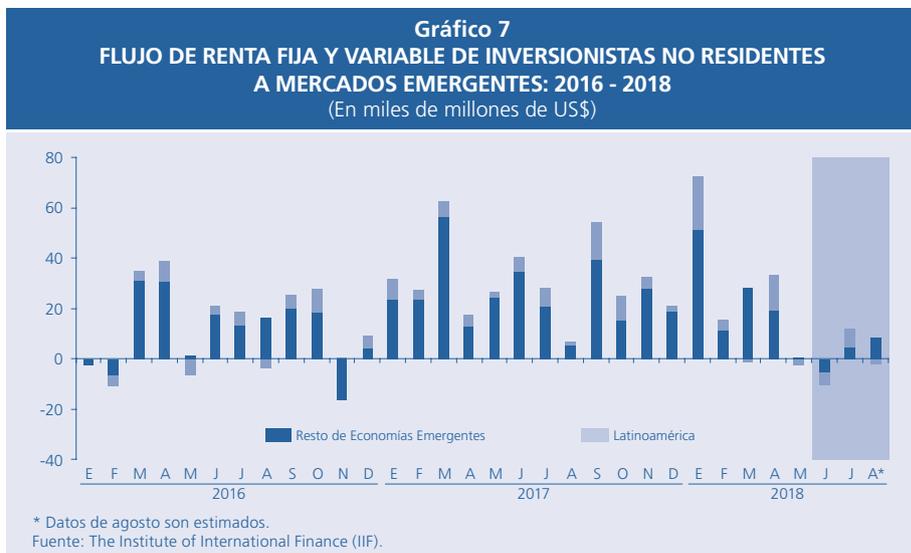
Por el contrario, las proyecciones de crecimiento para Brasil y Argentina han sido revisadas a la baja. Ambas economías han sido particularmente afectadas por la volatilidad de los mercados internacionales: a agosto, el real se ha depreciado 18 por ciento frente al dólar y el peso argentino se debilitó 50 por ciento, lo que a su vez ha incrementado la inflación y las expectativas de inflación. Las altas tasas de depreciación, el incremento de la inflación y la débil posición externa han imposibilitado la aplicación de políticas expansivas (e incluso, como en el caso de Argentina, han llevado a una elevación de la tasa de interés y a anuncios de ajustes fiscales). Brasil, por su parte, se ve afectado por la incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales de octubre.





Mercados financieros

- Las expectativas de ajuste de tasas y las tensiones comerciales generaron una liquidación de activos de economías emergentes, tanto de renta fija como de renta variable, afectando en particular a algunas economías con mayores vulnerabilidades externas, como en los casos de Argentina y Turquía.



- Los mercados de **renta variable** de EUA registraron ganancias y revirtieron la ligera tendencia a la baja del primer semestre. Las bolsas fueron impulsadas por los indicadores de actividad positivos y por las ganancias corporativas del segundo trimestre (producto del recorte de impuestos de inicios de año). Ello contrarrestó el

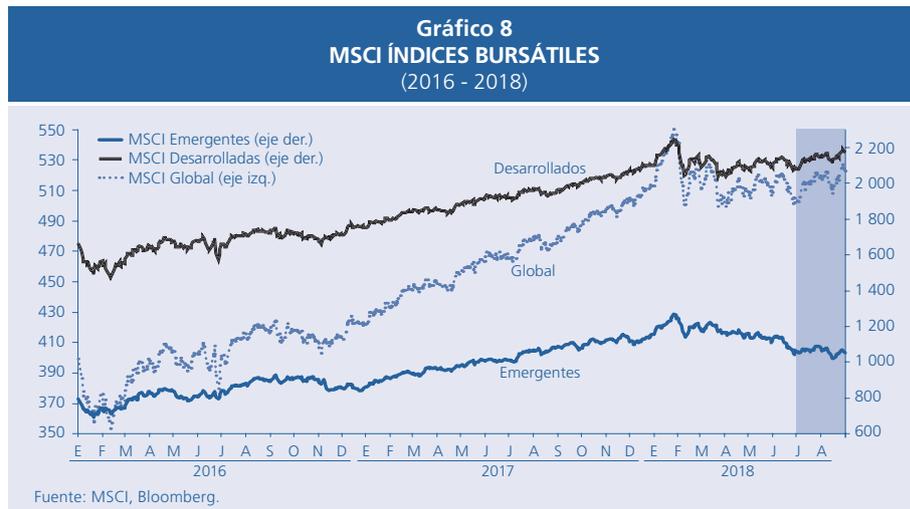
efecto adverso de las tensiones comerciales y de las expectativas de alza de tasas por parte de la Fed. Por el contrario, algunas bolsas de Europa registraron caídas explicadas por la incertidumbre política (*Brexit*) y económica (política fiscal en Italia), por indicadores económicos menores a lo esperado y por la exposición de los bancos europeos a activos de Turquía.

Las bolsas de países emergentes mostraron una clara tendencia a la baja desde la segunda semana de julio a raíz del agravamiento de las tensiones comerciales, la caída en el precio de los *commodities*, la salida de capitales y las crisis cambiarias en Turquía y Argentina. La bolsa china registra una pérdida acumulada de 18 por ciento en el presente año, como consecuencia de la incertidumbre creada por la guerra comercial con Estados Unidos.

Cuadro 5 BOLSAS MUNDIALES						
		Dic.17	Jun.18	Ago.18	Variación (%)	
					Ago./Jun.	Ago./Dic.
VIX*	S&P 500	11,04	16,09	12,86	-3,2	1,8
Estados Unidos	DOW JONES	24 719	24 271	25 965	7,0	5,0
Alemania	DAX	12 918	12 306	12 364	0,5	-4,3
Francia	CAC 40	5 313	5 324	5 407	1,6	1,8
Italia	FTSE MIB	21 853	21 626	20 269	-6,3	-7,2
España	IBEX 35	10 044	9 623	9 399	-2,3	-6,4
Grecia	ASE	802	758	730	-3,7	-9,1
Reino Unido	FTSE 100	7 688	7 637	7 432	-2,7	-3,3
Japón	NIKKEI 225	22 765	22 305	22 865	2,5	0,4
Brasil	BOVESPA	76 402	72 763	76 678	5,4	0,4
Colombia	IGBC	11 478	12 500	12 255	-2,0	6,8
Chile	IGP	27 981	26 843	26 590	-0,9	-5,0
México	IPC	49 354	47 663	49 548	4,0	0,4
Argentina	MERVAL	30 066	26 037	29 294	12,5	-2,6
Perú	IND. GRAL.	19 974	19 800	19 443	-1,8	-2,7
Sudáfrica	JSE	59 505	57 611	58 668	1,8	-1,4
India	CNX Nifty	10 531	10 714	11 681	9,0	10,9
Turquía	XU100	115 333	96 520	92 723	-3,9	-19,6
Rusia	INTERFAX	1 152	1 154	1 092	-5,4	-5,2
China	Shangai C.	3 307	2 847	2 725	-4,3	-17,6
Corea del Sur	Seul Composite	2 467	2 326	2 323	-0,1	-5,9
Indonesia	JCI	6 356	5 799	6 018	3,8	-5,3
Tailandia	SET	1 754	1 596	1 722	7,9	-1,8
Malasia	KLSE	1 797	1 692	1 820	7,6	1,3
Filipinas	PSEi	8 558	7 194	7 856	9,2	-8,2

* VIX es la volatilidad implícita del mercado de opciones en los valores del índice S&P 500. La variación es en puntos básicos.
Fuente: Bloomberg.





10. En los **mercados de renta fija**, los rendimientos de EUA se mantuvieron sin cambios entre junio y agosto: las presiones al alza (derivadas de la evolución favorable de la actividad y de las expectativas de ajuste de tasa) se compensaron con las tensiones comerciales (entre EUA con China y sus principales socios) y con los factores geopolíticos (conflictos con Turquía e Irán). Con ello, en lo que va del año, el incremento del rendimiento del bono a 10 años fue de 46 puntos básicos (de 2,4 a 2,9 por ciento).



Es importante destacar que los rendimientos de los bonos de EUA han subido más en los tramos de menor plazo (el rendimiento del bono a 2 años subió 77 puntos básicos en lo que va del año), consistente con las expectativas de alza de tasas de la Fed. El *spread* entre el bono del tesoro de 10 años y el bono del tesoro de 2 años ha caído a 21 puntos básicos y ha alcanzado el nivel observado previo a la crisis de 2008.



En la Eurozona, destacaron las alzas en los rendimientos de Italia (por temores en torno a una política fiscal expansiva) y Grecia (por incertidumbre respecto a la culminación de su acuerdo con el European Stability Mechanism, ESM). Asimismo, la exposición de los bancos comerciales a activos turcos impulsaron al alza los rendimientos de los bonos soberanos, en particular los de Italia, Francia y España.

En las economías emergentes, los rendimientos de la mayoría de títulos aumentaron en línea con una posición más cauta de inversionistas internacionales (que se reflejó en una salida de capitales en la mayoría de estos países). Entre junio y agosto, destaca el alza del rendimiento de los bonos de Turquía (458 puntos básicos), Brasil (52 puntos básicos), Indonesia (41 puntos básicos), México (31 puntos básicos) y Colombia (25 puntos básicos).





Cuadro 6
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

	Dic.17	Jun.18	Ago.18	Variación (puntos básicos)	
				Ago./Jun.	Ago./Dic.
Estados Unidos	2,41	2,86	2,86	0	46
Alemania	0,42	0,30	0,33	3	-10
Francia	0,78	0,66	0,68	2	-10
Italia	2,01	2,67	3,23	56	122
España	1,56	1,32	1,47	15	-9
Grecia	4,07	3,93	4,37	44	29
Gran Bretaña	1,19	1,28	1,43	15	24
Japón	0,04	0,03	0,10	7	6
Brasil	10,26	11,68	12,20	52	194
Colombia	6,48	6,58	6,83	25	35
Chile	4,55	4,59	4,28	-31	-27
México	7,65	7,60	7,91	31	26
Perú	4,87	5,27	5,09	-17	22
Sudáfrica	8,86	9,06	9,21	16	36
India	7,33	7,90	7,95	5	63
Turquía	11,35	16,12	20,70	458	936
Rusia	3,87	4,79	4,97	18	110
China	3,90	3,48	3,60	12	-31
Corea del Sur	2,47	2,73	2,73	0	26
Indonesia	6,29	7,74	8,16	41	187
Tailandia	2,32	2,58	2,74	15	41
Malasia	3,91	4,20	4,04	-16	13
Filipinas	5,70	6,42	6,37	-5	67

Fuente: Bloomberg.

11. Entre junio y agosto, el **dólar** se apreció 0,7 por ciento respecto a la canasta de monedas y acumula en el año una apreciación de 3,3 por ciento.

Cuadro 7
TIPOS DE CAMBIO

		Dic.17	Jun.18	Ago.18	Variación de la moneda doméstica (%)*	
					Ago./Jun.	Ago./Dic.
Índice dólar	US Dollar Index	92,12	94,47	95,14	0,7	3,3
Euro	Euro	1,200	1,168	1,160	-0,7	-3,3
Reino Unido	Libra	1,351	1,321	1,296	-1,9	-4,1
Japón	Yen	112,670	110,660	111,020	-0,3	1,5
Brasil	Real	3,312	3,877	4,055	-4,4	-18,3
Colombia	Peso	2 982	2 929	3 046	-3,8	-2,1
Chile	Peso	615	654	681	-4,0	-9,7
México	Peso	19,65	19,91	19,08	4,3	3,0
Argentina	Peso	18,59	28,88	36,80	-21,5	-49,5
Perú	Sol	3,237	3,276	3,293	-0,5	-1,7
Sudáfrica	Rand	12,36	13,72	14,68	-6,5	-15,8
India	Rupia	63,83	68,45	71,00	-3,6	-10,1
Turquía	Lira	3,79	4,59	6,52	-29,6	-41,9
Rusia	Rublo	57,66	62,79	67,47	-6,9	-14,5
China	Yuan	6,51	6,62	6,83	-3,1	-4,7
Corea del Sur	Won	1 066,4	1 113,9	1 115,5	-0,1	-4,4
Indonesia	Rupia	13 555	14 075	14 637	-3,8	-7,4
Tailandia	Bath	32,55	33,02	32,75	0,8	-0,6
Malasia	Ringgit	4,04	4,04	4,11	-1,7	-1,6
Filipinas	Peso	49,98	53,31	53,47	-0,3	-6,5

* Una variación positiva (negativa) significa apreciación (depreciación) de la moneda respectiva frente al dólar.

Fuente: Reuters.

Respecto a las economías desarrolladas, la apreciación del dólar obedeció principalmente a las expectativas de que la Fed realice un retiro del estímulo más acelerado que otros bancos centrales. Así, el euro se debilitó 0,7 por ciento respecto a junio. Ante cierta ralentización del crecimiento, se espera que el Banco Central Europeo, luego de culminar su programa de compra de activos en diciembre de este año, inicie el ciclo de alzas recién hacia el tercer trimestre de 2019. Por su parte, la libra esterlina se depreció en mayor magnitud: a la divergencia de la política monetaria entre la Fed y el Banco de Inglaterra se suma la incertidumbre en torno al retiro del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*).

En lo que corresponde a mercados emergentes, la mayoría de sus monedas se depreció frente al dólar. Destaca la depreciación de la lira turca y el peso argentino. En estos casos, la tendencia apreciatoria del dólar en los mercados internacionales se vio reforzada por otros factores como los desequilibrios externos (elevado déficit en cuenta corriente), déficits fiscales, alta inflación, pérdida de confianza y amenaza a la independencia de sus respectivos bancos centrales. En el caso de la lira turca también influyeron las presiones políticas para evitar un alza de tasas de interés y las tensiones políticas y comerciales con Estados Unidos.

Otras monedas emergentes se vieron afectadas por la caída del precio de los *commodities* (peso chileno), tensiones comerciales (yuan) o políticas (rublo) y mayor grado de vulnerabilidad externa (rupia india y rupia indonesia). El real, por su parte, se vio afectado por la incertidumbre en torno a las elecciones de octubre y la dificultad de implementar su reforma fiscal. En el caso de Argentina, influyeron también los elevados montos de letras de corto plazo del Banco Central de la República Argentina (BCRA) por renovar, posibilidad de incumplimiento de la inflación objetivo de 2018 y los temores de un *default* para 2019. Para apaciguar ello, el BCRA subió la tasa en 2 000 puntos básicos a 60 por ciento y elevó los encajes en pesos. El gobierno, por su parte, presentó mayores ajustes fiscales para los próximos años.

12. En los meses de julio y agosto, varios bancos centrales incrementaron sus **tasas de interés**. En el caso de las economías desarrolladas (Canadá y Reino Unido) el alza obedece a una reducción gradual del estímulo monetario en un contexto de cierre de holguras en el mercado laboral y en la capacidad instalada. Cabe señalar que en el mes de junio la Fed elevó su tasa de interés y se espera una decisión similar para la reunión de setiembre.

Este ciclo de alzas, sumado a la mayor aversión al riesgo asociada a las tensiones comerciales, generó presiones depreciatorias sobre las monedas emergentes y, en muchos casos, incrementó la inflación y las expectativas de inflación. En este contexto, varios bancos centrales elevaron sus tasas de interés. Dentro de este grupo, destaca el alza de tasas de Turquía, Argentina, Ucrania, Filipinas, Pakistán





e Indonesia, países afectados por su posición externa (altos déficit en cuenta corriente, endeudamiento externo elevado o exposición de su sector corporativo a la depreciación).

A diferencia de lo observado en el Reporte de Inflación anterior, ninguna economía de la muestra redujo su tasa de interés en los meses de julio y agosto.

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

	Dic.17	Jun.18	Ago.18	Variación (pbs.) Con respecto a:	
				Jun.18	Dic.17
Argentina	28,75	40,00	60,00	2 000	3 125
Pakistán	5,75	6,50	7,50	100	175
Filipinas	3,00	3,50	4,00	50	100
Ucrania	14,50	17,00	17,50	50	300
India	6,00	6,25	6,50	25	50
Indonesia	4,25	5,25	5,50	25	125
República Checa	0,50	1,00	1,25	25	75
Reino Unido	0,50	0,50	0,75	25	25
Canadá	1,00	1,25	1,50	25	50
Turquía	8,00	17,75	17,75	0	975
Rumania	1,75	2,50	2,50	0	75
Estados Unidos	1,50	2,00	2,00	0	50
México	7,25	7,75	7,75	0	50
Malasia	3,00	3,25	3,25	0	25
Australia	1,50	1,50	1,50	0	0
Chile	2,50	2,50	2,50	0	0
Corea del Sur	1,50	1,50	1,50	0	0
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0	0
Hungría	0,90	0,90	0,90	0	0
Islandia	4,25	4,25	4,25	0	0
Israel	0,10	0,10	0,10	0	0
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	0	0
Noruega	0,50	0,50	0,50	0	0
Polonia	1,50	1,50	1,50	0	0
Suecia	-0,50	-0,50	-0,50	0	0
China	4,35	4,35	4,35	0	0
Nueva Zelanda	1,75	1,75	1,75	0	0
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	0	0
Tailandia	1,50	1,50	1,50	0	0
Taiwán	1,38	1,38	1,38	0	0
Sudáfrica	6,75	6,50	6,50	0	-25
Brasil	7,00	6,50	6,50	0	-50
Colombia	4,75	4,25	4,25	0	-50
Perú	3,25	2,75	2,75	0	-50
Rusia	7,75	7,25	7,25	0	-50
Serbia	3,50	3,00	3,00	0	-50

Fuente: Bloomberg.

Recuadro 1

TENSIONES COMERCIALES: DESARROLLOS RECIENTES Y CANALES DE TRANSMISIÓN

Desde la imposición, en enero de este año, de aranceles a las lavadoras y paneles solares provenientes de China, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y el resto del mundo han ido escalando sostenidamente. Al momento del cierre del presente Reporte, el monto del comercio internacional involucrado en las medidas es poco significativo, pero la posibilidad de que se apliquen medidas adicionales ha incrementado la aversión al riesgo y ha afectado una serie de plazas bursátiles, las cotizaciones de *commodities* y las monedas de economías emergentes. Analistas y casas de inversión estiman que el escalamiento de la guerra comercial podría implicar hasta un punto en el crecimiento global anual.

BALANZA COMERCIAL DE ESTADOS UNIDOS 2017
(Miles de millones de US\$)

	Exportaciones	Importaciones	Balanza Comercial
China	130	506	-375
Unión Europea	284	435	-151
México	243	314	-71
Japón	68	137	-69
India	28	49	-21
Canadá	282	300	-18
Resto	511	602	-91
TOTAL	1 546	2 342	-796

Fuente: United States International Trade Commission (USITC).

Descripción de las medidas

El cuadro adjunto describe las principales medidas adoptadas por Estados Unidos y las medidas de represalia de los países involucrados en lo que va del año.

CRONOLOGÍA DE LAS MEDIDAS COMERCIALES

	País afectado	Febrero	Marzo	Junio	Julio	Agosto
EUA	China		Anuncio de la imposición de aranceles a US\$ 50 mil millones. China anunció medida simétrica.		Entran en vigencia US\$ 34 mil millones (primera parte) entre EUA y China.	Entran en vigencia los US\$ 16 mil millones restantes entre ambos países.
	Global	Arancel de 10% al acero y de 25% al aluminio (la medida excluye inicialmente a la UE, Canadá y México)		Entrada en vigencia de los aranceles al acero y aluminio provenientes de la UE, Canadá y México.		Sanciones a Turquía duplican arancel al acero y aluminio (a 20% y 50%, respectivamente).
Medidas retaliatorias				UE anuncia medidas sobre acero, bourbon, jugo de naranja y motocicletas. India anuncia aranceles a 30 productos de EUA (agrícolas, motocicletas).	Canadá aplica aranceles al hierro y acero (25%) y al aluminio, ketchup, pizza, detergentes y otros (10%). México aplica aranceles entre 15% y 25% al acero, agrícolas (20%) y otros.	





Las principales medidas ya adoptadas son las siguientes:

- (i) Aplicación de aranceles a las importaciones de US\$ 50 mil millones a productos chinos y medidas de represalia de magnitud similar por parte de China.
- (ii) Aplicación de aranceles de 10 por ciento al aluminio y 25 por ciento al acero a las importaciones provenientes de cualquier país (incluyendo a México y Canadá); en el caso de Turquía, la tasa aplicada se elevó a 20 y 50 por ciento como parte de las sanciones comerciales de EUA a dicho país.

Las medidas que podrían implementarse en el corto y mediano plazo son:

- (i) Imposición de aranceles por parte de EUA a un monto de U\$ 200 mil millones de importaciones provenientes de China. El 10 de julio, el gobierno norteamericano anunció la lista de partidas potencialmente sujetas a estas medidas y se realizaron audiencias para evaluar la posición de los sectores involucrados.
- (ii) Al cierre del presente reporte, EUA anunció la imposición de un arancel de 10 por ciento que entraría en vigencia el 24 de setiembre; como medida de represalia, China anunció la imposición de aranceles a US\$ 60 mil millones de importaciones provenientes de EUA para esa misma fecha.
- (iii) La imposición de aranceles a los autos, bajo el argumento principal de que el arancel de EUA (2 por ciento) es menor al de otras regiones o países (en la Unión Europea el arancel es 10 por ciento).

Alcances de las medidas

Las medidas aplicadas a las importaciones chinas abarcan un monto de US\$ 50 mil millones, equivalente al 0,24 por ciento del PBI de EUA. Las proporciones, en términos de la economía china también son mínimas. La lista elegida por EUA comprende productos que podrían ser provistos por otros países, por lo que el impacto sobre las cadenas productivas sería limitado. Si se añaden los US\$ 200 mil millones, el monto involucrado de importaciones norteamericanas representaría el 1,2 por ciento del PBI de EUA.

Sin embargo, más allá del impacto directo sobre los montos de comercio, existen una serie de impactos de segunda vuelta que afectan a la economía a través de los canales comercial y financiero.

Impacto en el corto plazo sobre las economías emergentes

Los principales canales de transmisión se presentan en el siguiente diagrama. Más allá del impacto directo, hasta ahora limitado, las restricciones comerciales incrementan la aversión global al riesgo y aumentan los riesgos sobre el crecimiento mundial (en particular sobre China, principal demandante de *commodities*).



Los principales efectos de corto plazo han sido los siguientes:

- a. Caída en el precio de los *commodities*: los precios de los *commodities* (en particular los metales básicos) han caído tras el agravamiento de las tensiones comerciales. Los metales industriales (metales básicos) son los que muestran la mayor caída: desde fines de junio han disminuido 15 por ciento, frente a una disminución de 4 por ciento en el índice agregado.

ÍNDICE DE *COMMODITIES*: AGREGADO Y METALES INDUSTRIALES (*COMMODITIES*)



Fuente: Bloomberg.

Son varios los factores que explican esta disminución. En primer lugar, las posiciones no comerciales de *commodities* se han reducido significativamente y, como en el caso del cobre, han pasado de una posición de compra neta a una de venta neta. En segundo lugar, la guerra comercial viene impactando sobre el yuan. Desde junio de este año, la moneda china se ha depreciado 4 por ciento. Siendo China el principal consumidor de metales (representa aproximadamente el 50 por ciento de la demanda mundial de





cobre), la depreciación del yuan encarece el valor de sus importaciones, lo cual reduce la demanda por metales. En tercer lugar, existe la perspectiva de un menor crecimiento mundial a raíz de estos eventos, lo que supone una disminución en la demanda esperada de *commodities*.

TIPO DE CAMBIO (YUANES POR US\$) Y COTIZACIÓN DEL COBRE (US\$/LB)



Fuente: Bloomberg.

- b. **Salida de capitales:** el incremento de la aversión al riesgo ha generado una mayor demanda por activos considerados seguros (como los bonos soberanos de EUA, Alemania, Reino Unido o Japón) y una menor demanda por activos de economías emergentes, entre renta fija y variable. Como se ha señalado en el Reporte, desde el mes de julio, cuando se agravaron las tensiones comerciales, los flujos de capitales a los mercados de renta fija y renta variable han disminuido y ello se ha reflejado en una caída en el índice de bolsas emergentes de 6 por ciento (y de 15 por ciento respecto a los niveles de marzo). Por su parte, el rendimiento promedio de los bonos soberanos en moneda doméstica se ubica en 5,2 por ciento (frente a un 4,8 por ciento observado en marzo).

ÍNDICE DE BOLSAS EMERGENTES (MSCI) Y RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS EN MONEDA LOCAL



Fuente: Bloomberg.

- c. Presiones depreciatorias sobre monedas de economías emergentes: la salida de capitales desde las economías emergentes ha generado presiones depreciatorias en esos países. A ello se suma, en el caso de las economías emergentes exportadoras de *commodities*, un menor ingreso de divisas ante la caída en las cotizaciones. En este contexto, desde el agravamiento de las tensiones comerciales, el dólar se ha fortalecido 5 por ciento respecto a la canasta de monedas emergentes (y 15 por ciento respecto a los niveles máximos observados en febrero). Como se ha señalado, las mayores presiones depreciatorias se han observado en aquellas economías con mayor vulnerabilidad externa asociada a elevados déficits en cuenta corriente, fuerte endeudamiento de corto plazo o bajos niveles de reservas internacionales.





Recuadro 2

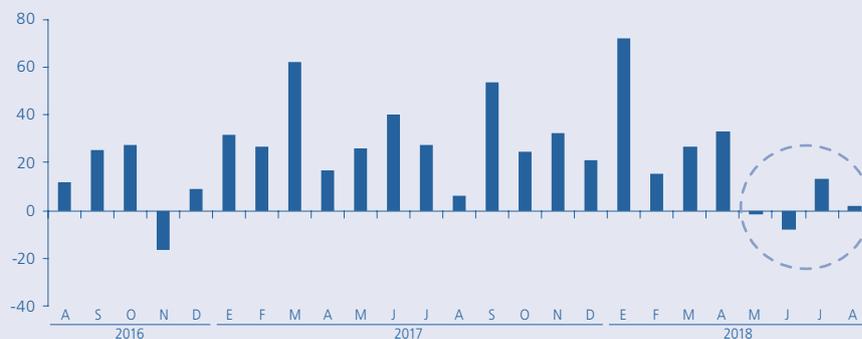
EL PAPEL DE LOS FUNDAMENTOS MACROECONÓMICOS Y LAS VULNERABILIDADES ANTE PERIODOS DE INCERTIDUMBRE EN ECONOMÍAS EMERGENTES

En los últimos meses se ha registrado una mayor incertidumbre en torno a la evolución de la economía mundial asociada principalmente a los efectos negativos de un incremento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus socios, particularmente China¹. Así, la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de las economías emergentes junto con la caída de los precios de los principales *commodities*, han contribuido a que se registre una mayor volatilidad en los mercados financieros emergentes.

No obstante, el efecto de dicha mayor incertidumbre sobre las economías emergentes no es uniforme, y más bien está condicionado a la evolución de los fundamentos macroeconómicos, los cuales se encuentran íntimamente asociados a la implementación de políticas macroeconómicas en el pasado. En este recuadro se analiza la evolución de los activos financieros y monedas de las principales economías emergentes, y se evalúa los efectos observados en relación a los fundamentos macroeconómicos de dichos países.

Si bien hoy en día se espera que el crecimiento mundial se mantenga, este sería menos sincronizado que lo esperado inicialmente. El crecimiento mundial se encontraría liderado por la recuperación en Estados Unidos, debido al estímulo fiscal realizado en dicho país, que ha impulsado a un mayor incremento en las tasas de interés en dólares y una apreciación del dólar, al esperarse que la Reserva Federal (Fed) continúe con el retiro de su impulso monetario. Al mismo tiempo se espera que otros bancos centrales de las principales economías del mundo continúen llevando a cabo una política monetaria más expansiva.

FLUJO DE CAPITALES DE PORTAFOLIO A ECONOMÍAS EMERGENTES (Miles de millones de US\$)



Fuente: Institute of International Finance (IIF).

1 La actual administración de Estados Unidos ha empezado con una política de imposición de tarifas a las importaciones provenientes de sus principales socios comerciales (China, Canadá, México, Unión Europea y Japón), los cuales han reaccionado con medidas de represalia, excepto Japón, imponiendo también tarifas a productos de Estados Unidos.

Históricamente, periodos de incrementos de las tasas de interés en dólares conjuntamente con la apreciación del dólar han sido episodios desafiantes para las economías emergentes. Ello debido a que en dicho contexto estas economías enfrentan potenciales salidas de capitales motivadas por los mejores retornos que ofrecen las inversiones denominadas en dólares. Así, en este escenario actual de incertidumbre, el flujo de capitales a economías emergentes se ha reducido de forma significativa.

En este contexto, los países más afectados son aquellos cuyos fundamentos macroeconómicos son relativamente más débiles y, como consecuencia de ello, presentan una mayor vulnerabilidad frente a choques externos. Entre los fundamentos macroeconómicos más importantes para elaborar un diagnóstico apropiado para cada país destacan: (i) el saldo de cuenta corriente, (ii) la proporción de deuda en moneda extranjera y deuda de corto plazo, (iii) el nivel de reservas internacionales, (iv) la solidez fiscal y (v) la resiliencia del sistema financiero.

Así, economías emergentes con dichas variables deterioradas suelen registrar las mayores salidas de capitales y se encuentran expuestas con una mayor probabilidad de ocurrencia a ataques especulativos en los periodos de estrés en los mercados financieros internacionales. Como resultado de ello, en estas economías los activos domésticos y el valor de la moneda se encuentran bajo un nivel de presión significativa, al considerarse estos sobrevalorados en relación a sus fundamentos.

ECONOMÍAS EMERGENTES: INDICADORES DE VULNERABILIDAD

	Brasil	Colombia	México	Argentina	Sudáfrica	India	Turquía	Indonesia	Perú
Cuenta Corriente (% PBI), 2018*	-0,1	-3,1	-1,4	-5,0	-3,7	-2,4	-6,2	-2,1	1,6
[Deuda Ext. CP + Vencimientos Deuda Ext. LP + Depósitos (1 año) No Residentes] (% de RIN), 2018*	44,0	89,6	52,9	135,9	96,9	64,9	228,2	51,3	22,1
Deuda Ext. de corto plazo (% Deuda Ext.), 2018*	9	14	14	25	21	15	25	15	11
Deuda Externa (% PBI), 2018*	32	40	39	41	48	23	57	35	34
Deficit Fiscal (% PBI), 2018*	-7,0	-1,7	-2,5	-4,9	-4,1	-3,3	-2,0	-2,6	-2,8
Deuda Pública Bruta (% PBI), 2018*	87,3	49,3	53,5	54,1	54,9	68,9	27,8	29,6	25,7
Tenencia de extranjeros en deuda local del gobierno**	12%	27%	33%	n.d.	41%	4%	19%	40%	42%
IPC (%)**	4,2	3,1	4,9	34,4	5,1	3,7	17,9	3,2	1,1
Elecciones Parlamentarias o Presidenciales	Oct.18	--	Jul.18	Oct.19	Ago.19	May.19	--	--	--

* Proyección: Moody's, IIF, FMI y BCRP (Perú).

** Información disponible (en algunos casos a diciembre de 2017 y en otros a julio o agosto de 2018).

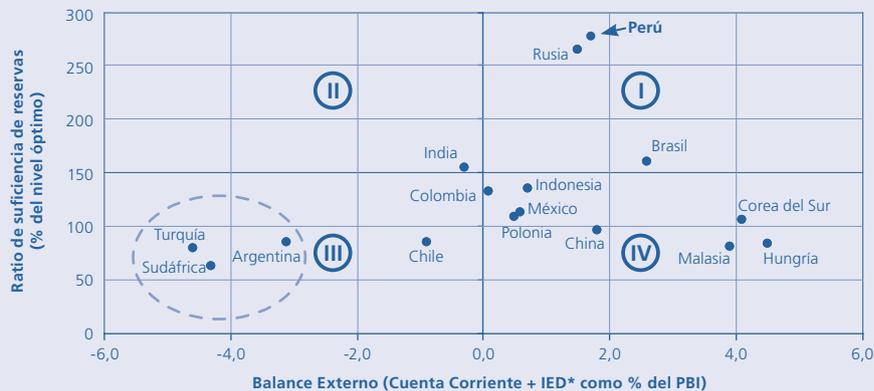
Fuente: Moody's, FMI, IIF y Bloomberg.

El siguiente gráfico ilustra la vulnerabilidad externa de las principales economías emergentes utilizando las variables más relevantes de las anteriormente mencionadas. En particular destaca la sólida posición de Perú, que cuenta con un balance externo favorable y un nivel alto de reservas internacionales.





RATIO DE SUFICIENCIA DE RESERVAS INTERNACIONALES (FMI) Y BALANCE EXTERNO (2017)

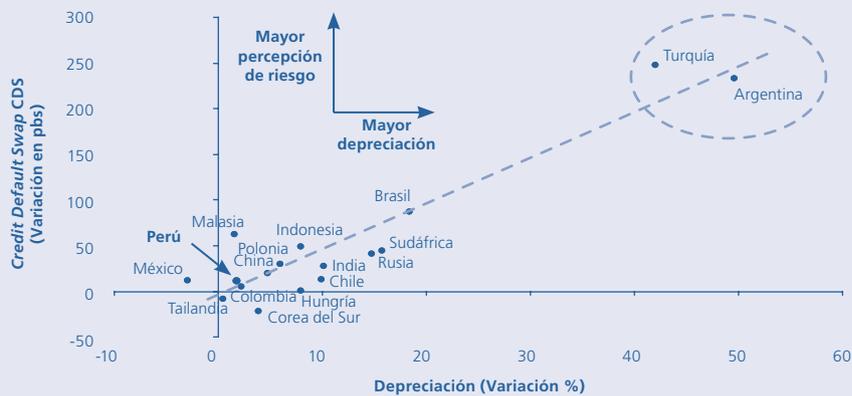


*IED: Inversión Extranjera Directa.
Fuente: FMI y Moody's.

En línea con lo anterior, el siguiente gráfico captura la percepción de riesgo por parte de los mercados financieros internacionales, a través de los *Credit Default Swaps* (CDS)², observándose que las economías con los fundamentos más débiles, tienen la mayor percepción de riesgo y sus monedas han sufrido importantes depreciaciones, siendo los países más afectados Turquía y Argentina.

Adicionalmente, es importante remarcar el riesgo de un posible efecto contagio para el resto de economías emergentes, a través de los mercados financieros, en caso de agravarse este escenario negativo. Ello podría presentarse en el caso de países donde la percepción de riesgo es mayor, debido a que presentan una mayor vulnerabilidad externa, o debido a que cuentan con una mayor interrelación comercial o financiera con las economías afectadas en primer lugar.

DEPRECIACIÓN Y SPREAD CDS A 5 AÑOS (2018*)

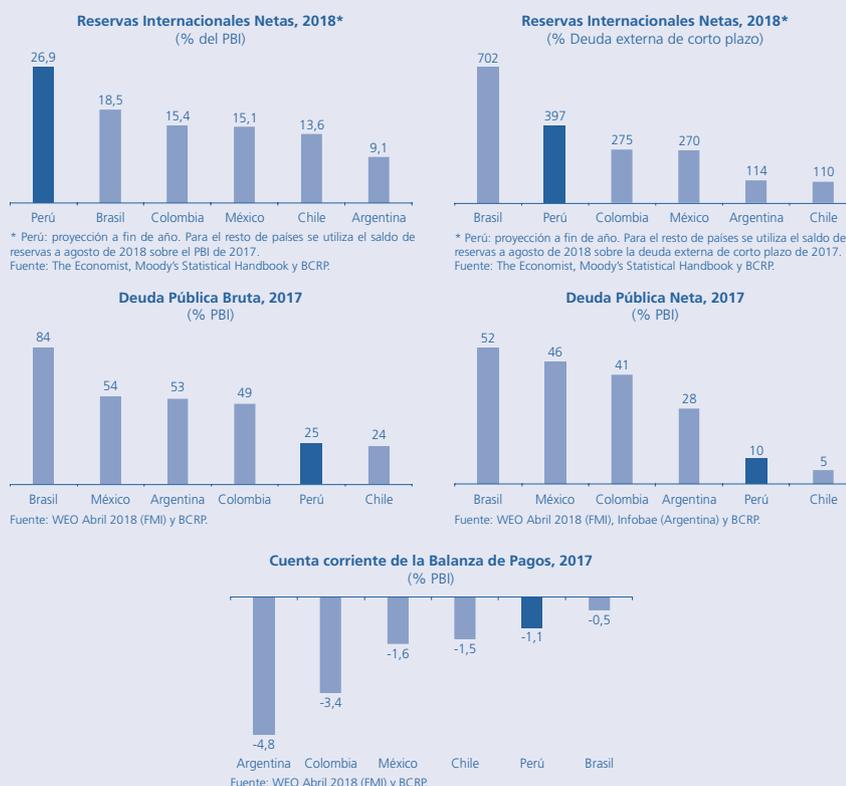


* Al 31 de agosto.
Fuente: Bloomberg.

2 El CDS es un instrumento derivado usado para cubrir el riesgo de impago sobre un bono. Así una mayor prima (precio) para obtener dicho instrumento implica una mayor percepción de riesgo en la probabilidad de impago de un país.

Por el lado de las cuentas externas, Perú se ubica entre los países emergentes menos vulnerables, registrando una sólida posición con un déficit de cuenta corriente relativamente pequeño, un financiamiento estable, y un alto nivel de reservas. Asimismo, las exportaciones de Perú están relativamente diversificadas, con otros metales relevantes aparte del cobre, como oro y zinc. Respecto a las cuentas fiscales, la reducción esperada del déficit contribuiría a incrementar el ahorro. Perú es la única entre las seis economías más grandes de América Latina que no ha registrado un cambio en su calificación o en su perspectiva de riesgo en los últimos años. Todos estos factores fortalecen la posición macroeconómica del país.

Perú cuenta con un nivel de reservas de 27,2 por ciento del PBI, el mayor entre las seis economías más grandes de América Latina. Asimismo, las reservas internacionales de Perú representan 4 veces el saldo de los adeudados externos de corto plazo. El déficit de cuenta corriente de la economía peruana registrado en 2017 (1,1 por ciento del PBI) fue el segundo más bajo de la región. Por otra parte, los saldos de deuda pública bruta y neta de Perú alcanzaron el 25 y 10 por ciento del PBI en 2017, respectivamente, únicamente superados por Chile.



Cabe destacar que, en los últimos años, el BCRP ha venido implementando medidas adicionales de corte macroprudencial para promover la desdolarización del crédito al sector privado, que ha pasado de 80 por ciento a fines de 2000 a 28 por ciento a agosto de 2018, con lo cual se ha reducido la vulnerabilidad e incrementado la resiliencia del sistema financiero frente a la ocurrencia de choques financieros externos y la mayor incertidumbre global.





II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

13. El escenario de proyección de este Reporte considera un entorno internacional menos favorable que el del Reporte previo. Por un lado, si bien se mantiene la proyección de crecimiento de nuestros socios comerciales y de la actividad global, este crecimiento es menos sincronizado y con mayores riesgos a la baja. Por otro lado, se considera una corrección a la baja en la proyección de precios de exportación a niveles que aún se ubicarían por encima del promedio de los últimos cinco años.

En este contexto, se esperan niveles moderados de **déficit de cuenta corriente** de 1,6 y 1,5 por ciento del PBI para 2018 y 2019, respectivamente, consistentes con un superávit de la balanza comercial que descendería desde los casi US\$ 7 mil millones en 2018 a casi US\$ 6 mil millones en 2019. Se proyecta que los flujos de capitales externos de largo plazo para el sector privado continúen siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos (5,0 y 4,0 por ciento del PBI en 2018 y 2019, respectivamente).

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

	2017		2018*			2019*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.18	RI Set.18	RI Jun.18	RI Set.18
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-1 351	-2 414	-2 000	-2 742	-3 579	-2 785	-3 468
<i>Porcentaje del PBI</i>	-1,3	-1,1	-1,9	-1,2	-1,6	-1,2	-1,5
1. Balanza comercial	2 490	6 571	3 896	9 025	6 944	10 011	5 794
a. Exportaciones	20 700	45 275	24 434	52 058	49 887	55 181	51 095
De las cuales:							
i) Tradicionales	15 272	33 446	17 969	37 903	35 981	39 706	35 738
ii) No Tradicionales	5 366	11 699	6 390	14 005	13 743	15 316	15 182
b. Importaciones	-18 210	-38 704	-20 538	-43 033	-42 943	-45 170	-45 301
2. Servicios	-422	-1 434	-1 225	-2 227	-2 308	-2 436	-2 411
3. Renta de factores	-5 283	-11 263	-6 418	-13 134	-11 746	-14 097	-10 520
4. Transferencias corrientes	1 864	3 712	1 747	3 594	3 532	3 738	3 669
Del cual: Remesas del exterior	1 476	3 051	1 550	3 204	3 204	3 364	3 364
II. CUENTA FINANCIERA	2 267	4 350	-2 542	1 692	1 098	4 595	4 244
1. Sector privado	-1 069	1 100	-1 018	1 031	-364	3 394	2 813
a. Largo plazo	-238	1 653	1 776	1 892	2 018	4 314	3 208
b. Corto plazo ^{1/}	-831	-553	-2 794	-861	-2 381	-920	-396
2. Sector público ^{2/}	3 336	3 249	-1 523	661	1 462	1 201	1 432
III. VARIACIÓN DE RIN	916	1 936	-4 542	-1 050	-2 480	1 811	777
Nota:							
Entrada de capitales externos de largo plazo del sector privado ^{3/} (% del PBI)	3,9	5,7	6,5	4,8	5,0	4,8	4,0

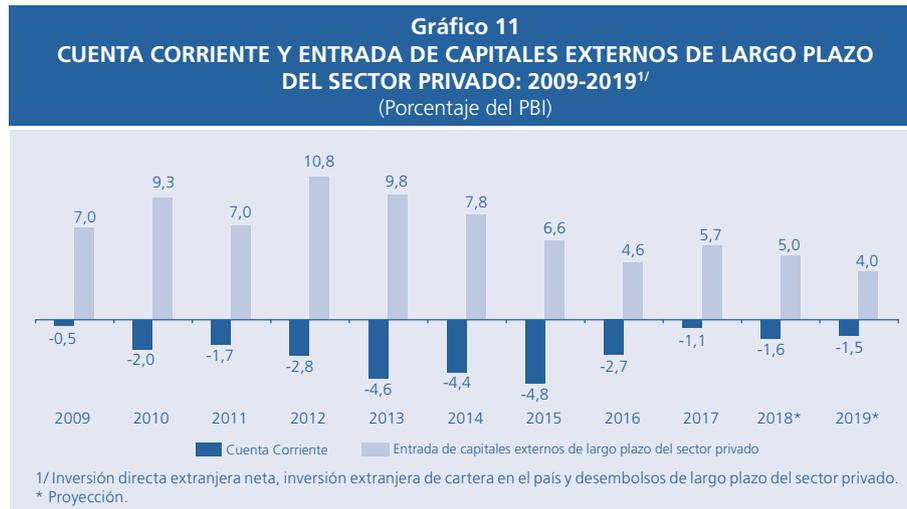
1/ Incluye errores y omisiones netos y efecto valuación de RIN.

2/ Incluye financiamiento excepcional.

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

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.



14. La **balanza comercial** registró un superávit de US\$ 3,9 mil millones en el primer semestre de 2018 y se proyecta que continuará siendo positiva en el horizonte de proyección. Para el año 2018 se proyecta un superávit de US\$ 6,9 mil millones, con exportaciones que alcanzarían los US\$ 49,9 mil millones, principalmente por un aumento de los precios de exportación. El superávit comercial sería de US\$ 5,8 mil millones en 2019 considerando una reducción de los precios de las exportaciones, atenuada por el crecimiento de los volúmenes de exportación.

Cuadro 10
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales)

	2017	2018*	2019*
1. Valor:			
Exportaciones	22,1	10,2	2,4
Productos tradicionales	27,7	7,6	-0,7
Productos no tradicionales	8,3	17,5	10,5
Importaciones	10,2	11,0	5,5
2. Volumen:			
Exportaciones	8,1	2,6	4,8
Productos tradicionales	8,4	-1,0	3,8
Productos no tradicionales	7,2	13,3	6,3
Importaciones	4,5	4,4	4,8
3. Precio:			
Exportaciones	13,0	7,4	-2,2
Productos tradicionales	17,8	8,6	-4,3
Productos no tradicionales	1,1	3,7	3,9
Importaciones	5,4	6,3	0,7

* Proyección.

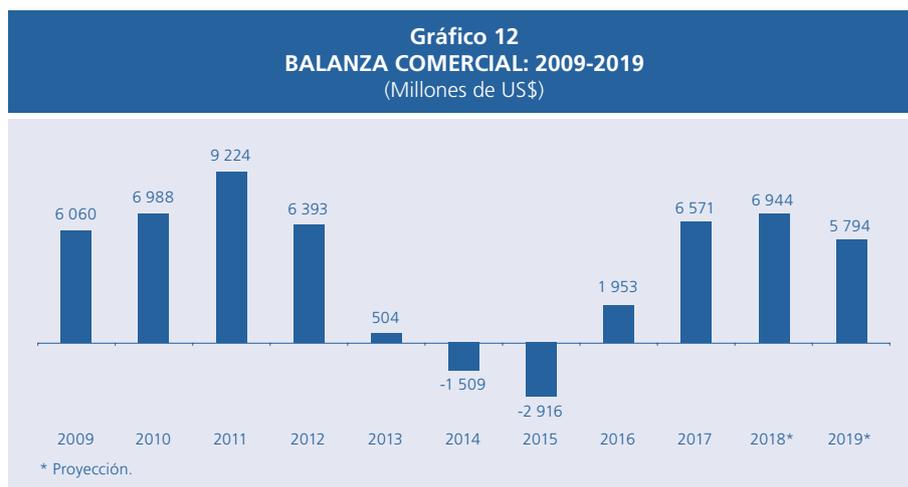
Respecto a las **exportaciones**, para este año se esperan mayores volúmenes exportados, básicamente no tradicionales, como productos agropecuarios y





pesqueros, favorecidos por la normalización de las condiciones climáticas; productos textiles, químicos y siderometalúrgicos, en línea con la recuperación de la demanda externa. Los volúmenes de exportación tradicional se verían afectados principalmente por la menor producción minera explicado en parte por las menores leyes. Para el siguiente año, se espera se mantenga el impacto positivo del crecimiento mundial sobre la demanda de nuestros productos de exportación no tradicional (aunque con una ligera moderación) y se espera una ligera recuperación de la producción minera que impactaría positivamente sobre los envíos de productos tradicionales.

En cuanto a las **importaciones**, se prevé un crecimiento en línea con la evolución esperada de la demanda interna y con precios más altos del petróleo.



Términos de intercambio

15. Para 2018, se estima que los **términos de intercambio** aumenten 1,0 por ciento. Los precios de las exportaciones subirían 7,4 por ciento, respecto a 2017, en línea con los mayores precios de los metales básicos y del oro; mientras que los precios de las importaciones subirían 6,3 por ciento respecto a 2017.

Esta estimación de términos de intercambio es menor a la prevista en el Reporte de Inflación de junio y refleja la evolución reciente de las cotizaciones, afectadas por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales y a un mayor incremento en el precio del petróleo (por restricciones de oferta). Para el año 2019, se prevé una reducción promedio anual de 2,9 por ciento, considerando una caída de 2,2 por ciento en los precios de las exportaciones, los que se ubicarían en niveles por encima del promedio del periodo 2013 - 2017.

Gráfico 13
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2001 - 2019
(Variación porcentual promedio anual)



Gráfico 14
PRECIOS DE EXPORTACIÓN: 2001 - 2019
(Variación porcentual promedio anual)



Cuadro 11
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2017-2019

	2017	2018*		2019*	
		RI Jun.	RI Set.	RI Jun.	RI Set.
Términos de intercambio (var. % anual)	7,2	4,9	1,0	1,3	-2,9
Precios de Exportaciones (var. % anual)	13,0	11,6	7,4	1,9	-2,2
Cobre (ctv US\$ por libra)	280	319	295	329	275
Zinc (ctv US\$ por libra)	131	146	131	142	111
Plomo (ctv US\$ por libra)	105	112	103	113	94
Oro (US\$ por onza)	1 257	1 314	1 264	1 335	1 225
Precios de Importaciones (var. % anual)	5,4	6,4	6,3	0,6	0,7
Petróleo (US\$ por barril)	51	65	67	63	66
Trigo (US\$ por TM)	145	186	192	198	207
Maíz (US\$ por TM)	131	145	135	162	151
Aceite de Soya (US\$ por TM)	707	674	640	713	653
Torta de Soya (US\$ por TM)	348	402	381	384	354

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

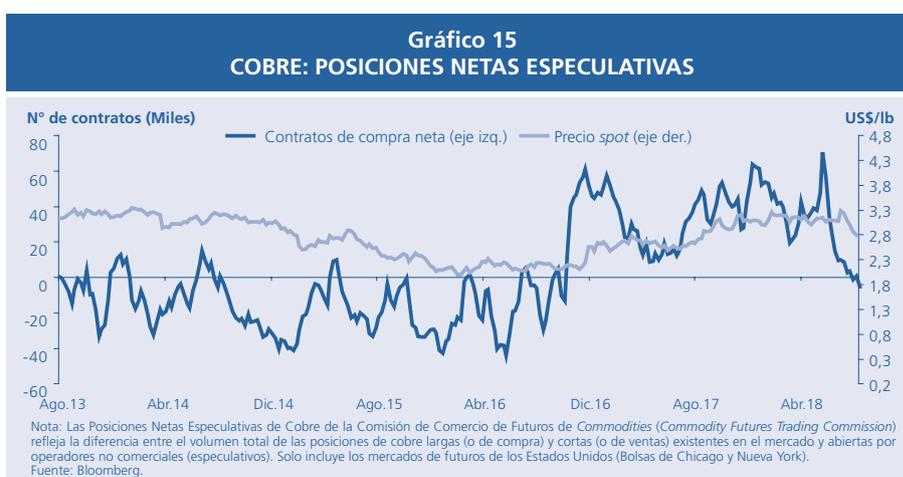




a. Cobre

En agosto, la cotización del **cobre** alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 2,74, menor en 13 por ciento a la registrada en junio. Con ello, revierte la tendencia al alza del primer semestre y acumula en lo que va del año una disminución de 11 por ciento.

En los últimos dos meses la cotización estuvo afectada por las tensiones comerciales que incrementaron la aversión al riesgo. Ello llevó a una menor demanda especulativa: el número de contratos no comerciales de compra neta disminuyó drásticamente y registró, por primera vez desde octubre de 2016, niveles negativos.



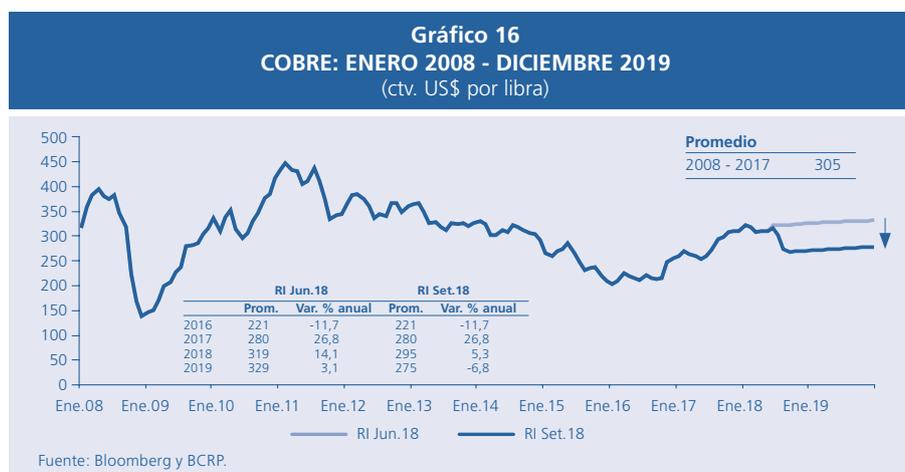
Esta caída en la demanda, de carácter especulativo, estuvo acompañada de una evolución de la oferta mejor a la prevista en el Reporte de Inflación de junio. En los últimos meses se registró un inesperado periodo de estabilidad en la producción de mina, observándose incluso recuperaciones en Chile e Indonesia. Contra lo esperado, la mayoría de negociaciones laborales culminó satisfactoriamente; destacando el acuerdo en la Mina Escondida, la mina a tajo abierto más importante del mundo que durante el año 2017 registró una paralización de 44 días.

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

	2014	2015	2016	2017 ^{2/}	2018 ^{2/}	2019 ^{2/}	Ene.-May. 2017	Ene.-May. 2018	Var.%
Producción Minera Global	18 426	19 168	20 357	20 000	20 670	20 758	7 885	8 336	5,7%
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	22 491	22 871	23 337	23 504	24 511	24 664	9 589	9 784	2,0%
Utilización Global de Refinados	22 922	23 077	23 600	23 755	24 468	24 995	9 655	9 763	1,1%
Balance de Refinados ^{1/}	-431	-206	-263	-250	43	-331	-66	21	

1/ El balance es calculado utilizando la producción total de refinados menos el uso del refinado.
2/ Estimados de acuerdo a los reportes de abril y agosto de 2018.
Fuente: International Copper Study Group (ICSG).

En línea con estos desarrollos, se ha revisado a la baja la cotización promedio para 2018 y 2019. Se estima que los precios corregirán ligeramente la caída de los meses recientes, pero se ubicarían por debajo de los niveles estimados en el Reporte de Inflación de junio.



b. Zinc

La cotización internacional del **zinc** disminuyó 19 por ciento entre junio y agosto de 2018. Con ello, el precio acumuló una caída de 21 por ciento en los primeros ocho meses del año.

La caída de la cotización del zinc se debió a temores de menor demanda asociados a las mayores tensiones comerciales. Cabe señalar que ya al primer semestre, la demanda por zinc había sido menor a la esperada debido, entre otros factores, a la menor producción de acero galvanizado (restricciones medioambientales en China e imposición de un arancel de 25 por ciento a las importaciones de este producto por parte de EUA).

Por el lado de la oferta, el fuerte crecimiento de la producción de concentrados (por el inicio de nuevos proyectos) y el reinicio de minas paralizadas han generado presiones adicionales a la baja en la cotización. Los bajos niveles de inventarios de concentrados y algunas limitaciones en las operaciones de refinerías chinas limitaron estas presiones.

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

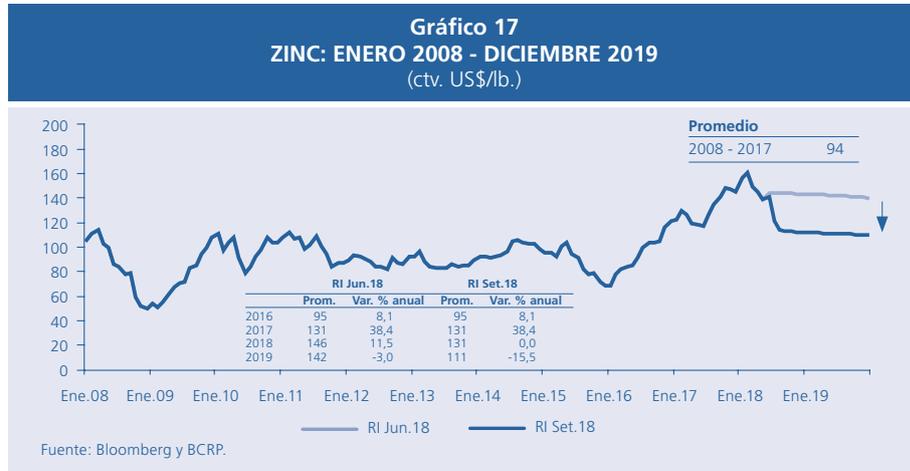
	2014	2015	2016	2017	2018	Ene.-Jun. 2017	Ene.-Jun. 2018	Var. % anual
Producción Minera Global	13,47	13,68	12,82	12,98	13,62	6,22	6,07	-2,4%
Producción Global de Refinados	13,40	13,81	13,55	13,22	13,71	6,49	6,63	2,1%
Utilización Global de Refinados	13,67	13,64	13,67	13,68	13,97	6,69	6,64	-0,6%
Balance de Refinados (en miles)	-276	171	-127	-460	-263	-193	-17	

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





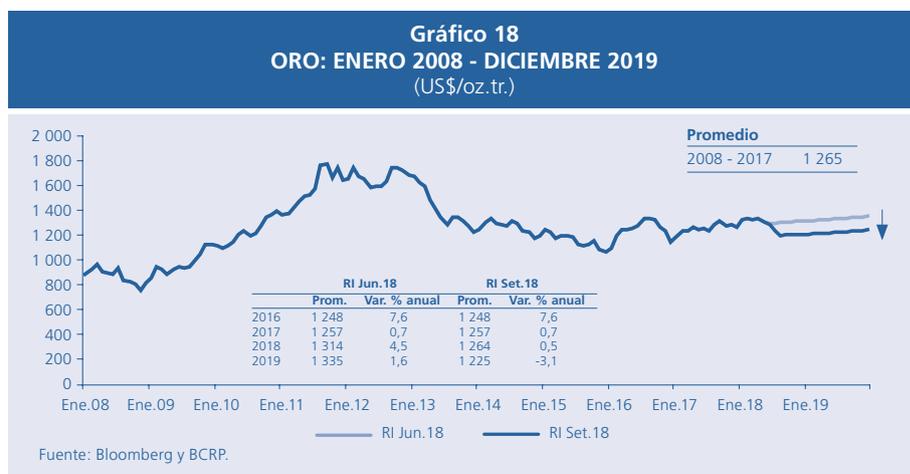
Consistente con estos desarrollos, se revisa a la baja la proyección del precio del zinc. Para 2018 el déficit en el mercado de zinc se reduciría y, partir de 2019, la expansión de la oferta por la entrada de nuevos proyectos se reflejaría en un superávit global.



c. Oro

Entre junio y agosto, la cotización del **oro** disminuyó 6 por ciento, alcanzando un promedio de US\$/oz.tr. 1 201 en agosto. En lo que va del año el oro registra una caída de 5 por ciento.

La cotización del oro continuó afectada por los factores reseñados en el Reporte de Inflación anterior: la apreciación del dólar y las perspectivas de que la Fed prosiga con su ajuste de tasa ante la evolución favorable de la actividad económica y las presiones al alza en los precios. Las depreciaciones cambiarias en los principales países emergentes importadores de oro (en particular Turquía, India y China) también afectaron el precio. Atenuó esta tendencia la demanda por oro como activo de refugio (ante el agravamiento de las tensiones comerciales).



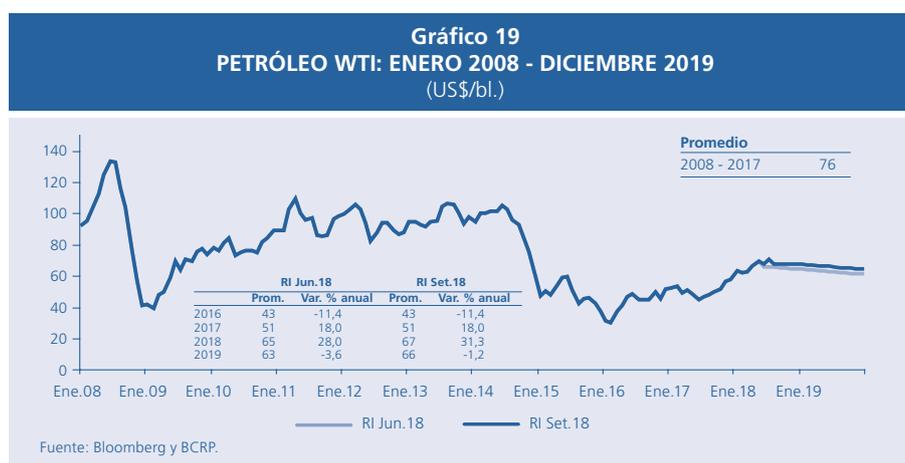
En línea con ello, para 2018 las proyecciones del oro se revisan a la baja respecto a las proyectadas en el Reporte de Junio.

d. **Petróleo**

La cotización promedio del **petróleo** WTI aumentó 16,7 por ciento durante el primer semestre debido a las restricciones de oferta por parte de la OPEP y Rusia en un contexto de una demanda relativamente estable.

Sin embargo, desde el mes de julio la cotización ha tenido una ligera corrección a la baja (la cotización del petróleo alcanzó un valor de US\$/bl. 68 en el mes de agosto). Las restricciones de oferta por parte de la OPEP se han flexibilizado recientemente con el fin de contrarrestar los recortes de producción no planeados en Venezuela y la menor oferta esperada en Irán (país afectado por las sanciones impuestas por Estados Unidos). Asimismo, las tensiones comerciales han llevado a la liquidación de posiciones no comerciales y han generado expectativas de una menor demanda en los próximos meses.

En el horizonte de proyección, se estima que el precio del petróleo disminuya ligeramente con la flexibilización de la oferta de la OPEP y con el crecimiento esperado de la producción del petróleo de esquisto en EUA.



e. **Alimentos importados**

El precio del **maíz** disminuyó 3 por ciento respecto a junio de 2018, ubicándose en una cotización promedio de US\$/TM 128 en agosto. Con ello, la cotización internacional promedio del maíz acumuló un incremento de 2 por ciento en los primeros ocho meses del año.

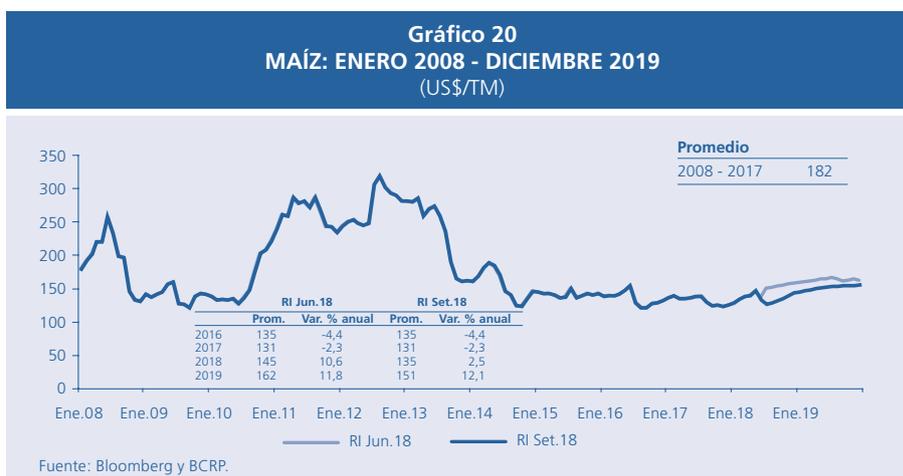
La caída del precio del maíz de los últimos meses se explica por la profundización de las tensiones comerciales. En particular, existían temores respecto a una





renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte que afectaría el acceso del maíz de EUA al mercado mexicano (principal destino de exportación). Cabe señalar que, al cierre del presente Reporte, EUA y México habían llegado a un acuerdo comercial. Por el lado de la oferta, el clima ha sido más favorable que lo esperado en el Medio Oeste de Estados Unidos mejorando la condición de los cultivos de maíz y elevando la proyección de producción para la campaña 2018/2019. Sin embargo, el alza del precio del trigo y la incertidumbre sobre el resultado de la cosecha en Sudamérica han limitado la caída en la cotización.

En línea con estos desarrollos, se revisa a la baja el precio promedio del maíz en el horizonte de proyección.

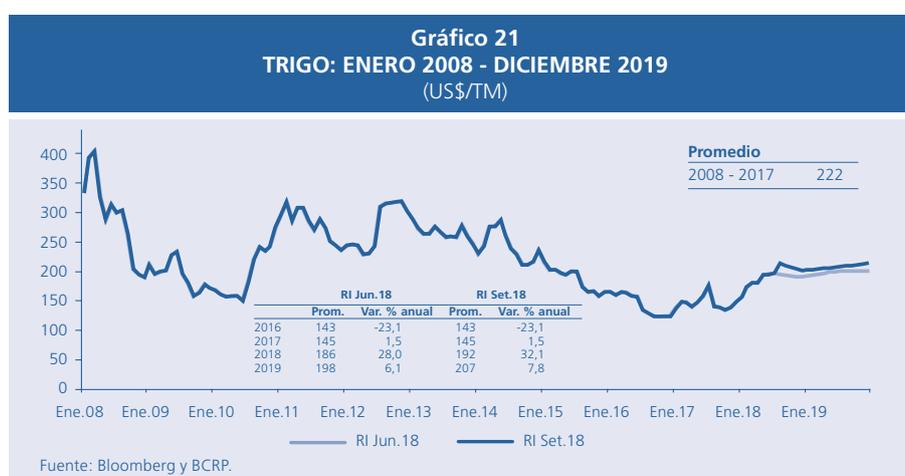


Desde el último Reporte de Inflación, la cotización del **trigo** ha aumentado 10 por ciento y acumula en el año un incremento de 45 por ciento, alcanzando en agosto un promedio de US\$/TM 213. Con ello, continúa con la tendencia al alza registrada en 2017 cuando la cotización subió 20 por ciento.

La cotización del trigo aumentó por la proyección de menor producción de trigo en los principales países exportadores en la temporada 2018-2019. La producción mundial alcanzaría su nivel más bajo desde la temporada 2012-2013, luego de que superara sucesivos máximos mundiales en los últimos cinco años. Se viene revisando a la baja la proyección de la cosecha en la Unión Europea, Rusia, Ucrania, Australia y China, principalmente. La fuerte e inesperada caída en la producción mundial, está acompañada de un sólido crecimiento de la demanda de trigo para alimento en

economías emergentes, lo que está reduciendo rápidamente el trigo disponible para exportación.

Se estima que el precio del trigo se cotice a niveles superiores a los del Reporte de Inflación previo debido a las mayores restricciones de oferta previstas en el horizonte de proyección. La magnitud del alza del precio dependerá de los resultados finales de las cosechas del hemisferio norte, principalmente de la magnitud del superávit de Rusia, debido a que podría modificar su saldo exportable.

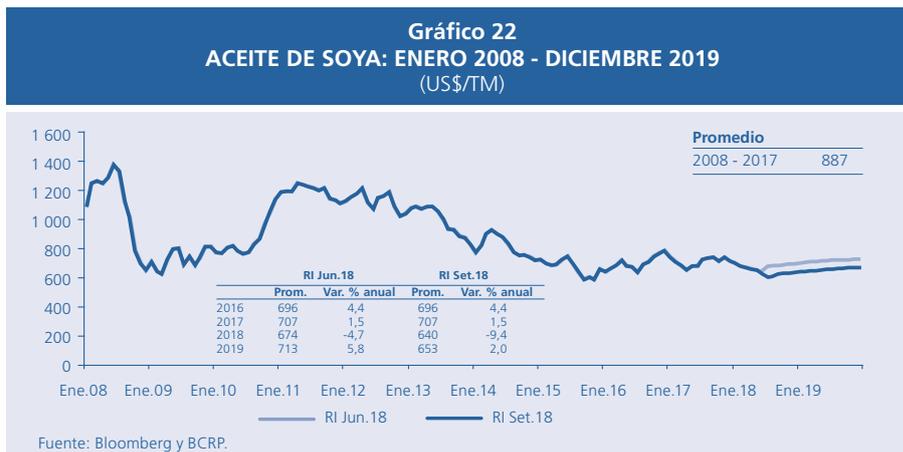


Al mes de agosto, la cotización promedio del **aceite de soya** fue US\$/TM 607; 3 por ciento menor al promedio de junio y 15 por ciento respecto al de diciembre de 2017. Con ello, el precio promedio del aceite de soya continuó con la tendencia a la baja del año previo.

La caída del precio del aceite de soya se explica por la incertidumbre que genera las tensiones comerciales, el incremento (a niveles récord) de la producción mundial de soya y la caída del precio del aceite de palma (su principal sustituto). Respecto al primer punto, cabe recordar que las medidas de represalia aplicadas por China el 6 de julio incluyeron un arancel de 25 por ciento a las importaciones de soya provenientes de Estados Unidos.

Considerando estos desarrollos recientes y las perspectivas de una mayor producción para la temporada 2018-2019, se estima que los precios se coticen ligeramente por debajo de la estimación del Reporte de Inflación anterior. Se prevé una recuperación de la producción en Argentina y Brasil y, además, una mayor oferta de aceite de palma.





Financiamiento externo

16. Para el horizonte de proyección se espera que los capitales de largo plazo del sector privado sigan siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos, superando de manera holgada los requerimientos de la cuenta corriente para ese periodo. La **inversión directa extranjera** se mantendrá como la principal fuente de financiamiento por la reinversión de utilidades, consistente con la recuperación de la actividad y, para 2018, por los aún altos precios de nuestros minerales. Entre los principales proyectos de inversión esperados en el horizonte de proyección destacan los mineros. En este año, se espera la finalización de la ampliación de la mina Toquepala de Southern, y ya se anunció el inicio de los proyectos Quellaveco (Anglo American), Mina Justa (Marcobre), la ampliación de Toromocho (Chinalco), Quecher Main (Yanacocha) y Relaves B2 San Rafael (Minsur). Para 2019 se espera otros proyectos como Pampa del Pongo (Jinzhao Mining) y Corani (Bear Creek). Todos estos nuevos proyectos se estarían ejecutando en los próximos años y representan inversiones totales por alrededor de US\$ 11,7 mil millones hasta el año 2022.

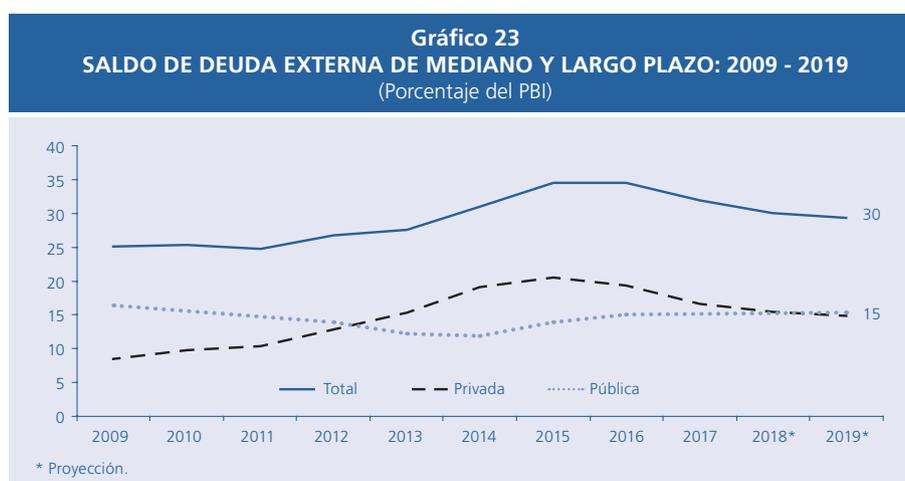
Cuadro 14
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2017	2018*	2019*
SECTOR PRIVADO (A + B)	1 100	-364	2 813
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>0,5</i>	<i>-0,2</i>	<i>1,2</i>
A. LARGO PLAZO	1 653	2 018	3 208
1. ACTIVOS	-2 929	-3 775	-2 715
2. PASIVOS	4 582	5 793	5 923
Inversión directa extranjera en el país	6 769	7 093	6 242
Préstamos de Largo Plazo	-3 906	-2 541	-1 819
Inversión de cartera	1 719	1 241	1 500
B. CORTO PLAZO ^{1/}	-553	-2 381	-396

^{1/} Incluye errores y omisiones netos, y efecto revaluación cambiaria.
* Proyección.

Por otro lado, se estima una menor entrada neta de capitales por la mayor inversión en activos externos de cartera y depósitos, y la menor entrada de inversiones de cartera en el país, en un contexto de condiciones financieras externas más ajustadas para las economías emergentes que se reflejan en tasas de interés de largo plazo más altas y un dólar más apreciado.

17. El endeudamiento privado externo mostraría una tendencia decreciente durante el horizonte de proyección, con lo que se ubicaría en 15,0 por ciento del PBI en 2019. Esta evolución es compatible con un mayor uso de financiamiento local y tasas de interés internacionales crecientes.



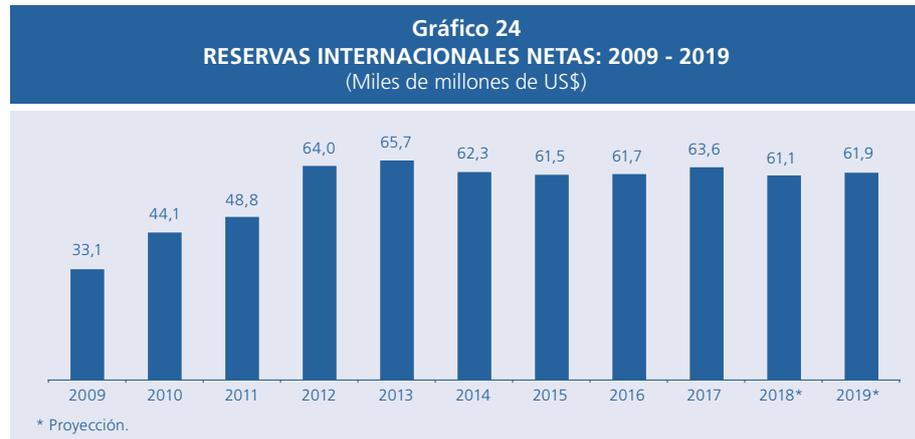
18. La solidez de la balanza de pagos ante eventos externos negativos se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, la economía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

Cuadro 15
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2017	2018*	2019*
RIN como porcentaje de:			
a. PBI	29,7	26,9	26,2
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	453	397	445
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	386	322	356
Deuda externa de mediano y largo plazo (% PBI):			
a. Privada	32,1	30,5	29,7
b. Pública	16,7	15,4	14,6
	15,4	15,1	15,1

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





19. Entre enero y agosto, el nivel de las reservas internacionales netas (RIN) bajó en US\$ 3 346 millones, por el retiro de depósitos en moneda extranjera del sistema financiero en US\$ 3 219 millones y del sector público, lo que fue parcialmente compensado por el aumento de la posición de cambio del BCRP por US\$ 702 millones. Para el año 2018 se proyecta que se mantendría un nivel de RIN menor que el del cierre de 2017, tendencia que se revertiría en 2019.

III. Actividad económica

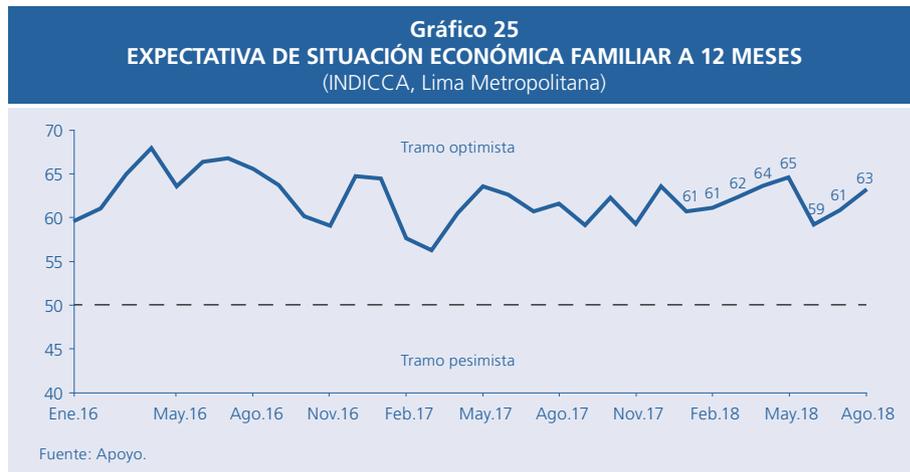
PBI gasto

20. En el primer semestre de 2018, la actividad económica creció 4,3 por ciento con respecto al primer semestre de 2017, impulsada por el incremento de 5,3 por ciento de la demanda interna. Ambas tasas son las más altas desde el segundo semestre de 2013. Así, la demanda interna acumuló cinco trimestres de crecimiento continuo, luego de la desaceleración ocasionada por los efectos de El Niño Costero.

La evolución de la demanda interna se explica principalmente por la recuperación del gasto privado, como reflejo de la mejora de los términos de intercambio, de los ingresos y del aumento del empleo formal. Asimismo, el gasto público acumuló en el primer semestre un crecimiento de 4,0 por ciento, impulsado por las obras de infraestructura, rehabilitación y mantenimiento. Por el contrario, la demanda externa neta estuvo afectada por la contracción de las exportaciones de bienes tradicionales (tras la menor producción minera), y por un mayor dinamismo de las importaciones de bienes de capital y de consumo duradero, en línea con la recuperación del gasto privado.

21. Los indicadores recientes de **consumo privado** muestran un crecimiento moderado. La confianza del consumidor se mantiene en el tramo optimista y ha mejorado recientemente, aunque aún no ha recuperado los niveles alcanzados en mayo; el empleo formal medido por la planilla electrónica muestra tasas de crecimiento superiores a 4,0 por ciento. El crédito a las familias continúa con tasas de crecimiento superiores al 10,0 por ciento desde marzo.
- a) En agosto de 2018, el **índice de confianza del consumidor**, medido como la expectativa de la situación económica familiar a 1 año, se recuperó por segundo mes consecutivo luego de su caída en junio.

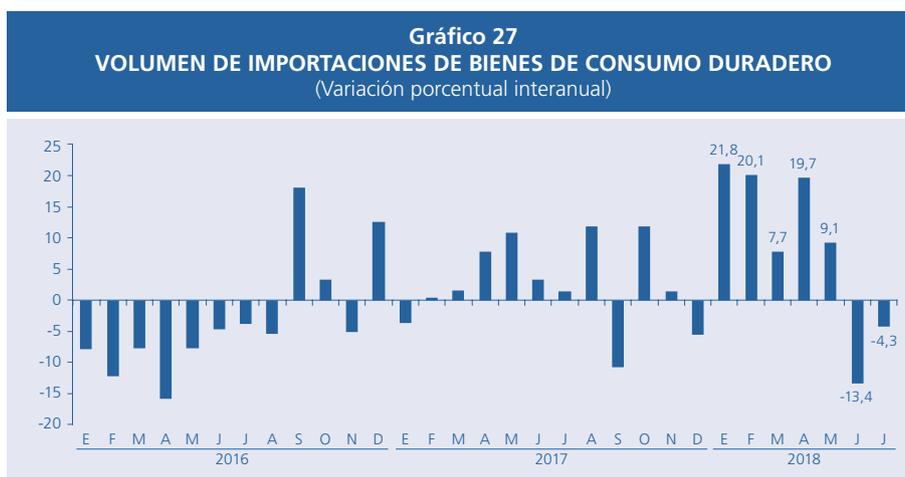




- b) El **crédito de consumo** viene mostrando un mayor dinamismo desde el cuarto trimestre de 2017, con tasas de crecimiento superiores a 10,0 por ciento desde marzo de este año.



- c) Luego de las altas tasas de crecimiento registradas entre enero y mayo de este año, las **importaciones de bienes de consumo duradero** cayeron en junio y julio.



- d) De acuerdo con la información de la Planilla Electrónica de la SUNAT, la que reporta el número de trabajadores de todas las empresas privadas formales del Perú y del sector público, en los primeros meses del año el número de **puestos de trabajo formales** a nivel nacional tuvo una evolución positiva, alcanzando una tasa de crecimiento de 4,9 por ciento en abril (la más alta desde diciembre de 2015)³. Sin embargo, esta tendencia se moderó en los siguientes meses registrando en julio una tasa de crecimiento de 3,3 por ciento.



3 Se consideran puestos de trabajo en la medida que un trabajador puede trabajar en más de un centro laboral.

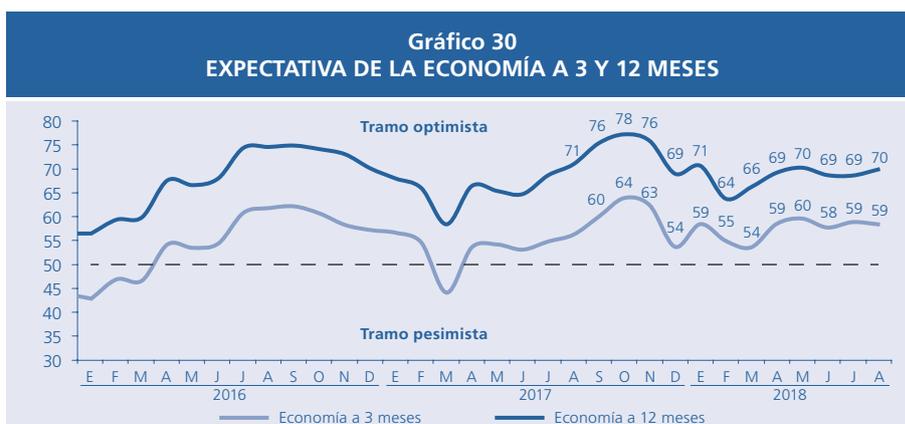


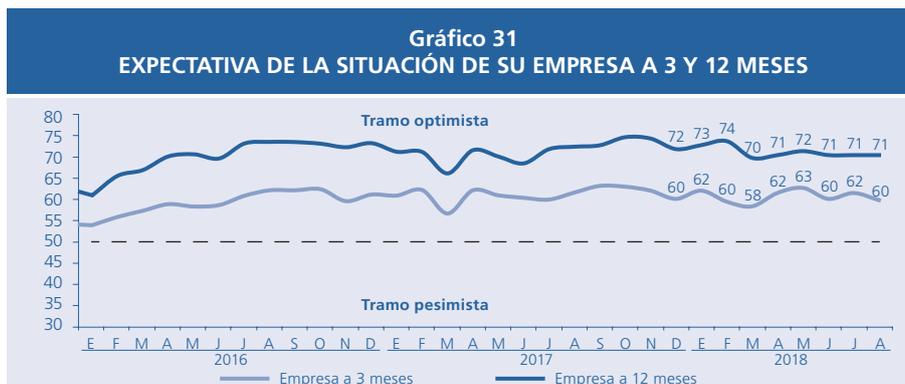


- e) En línea con la evolución del empleo formal, la **masa salarial total** de los trabajadores formales en julio registró un crecimiento de 7,9 por ciento. De esta manera, en los primeros siete meses del año la masa salarial total creció 8,7 por ciento respecto a similar periodo del año anterior, lo que estuvo asociado a los mayores ingresos, principalmente en los sectores servicios, minería y manufactura.

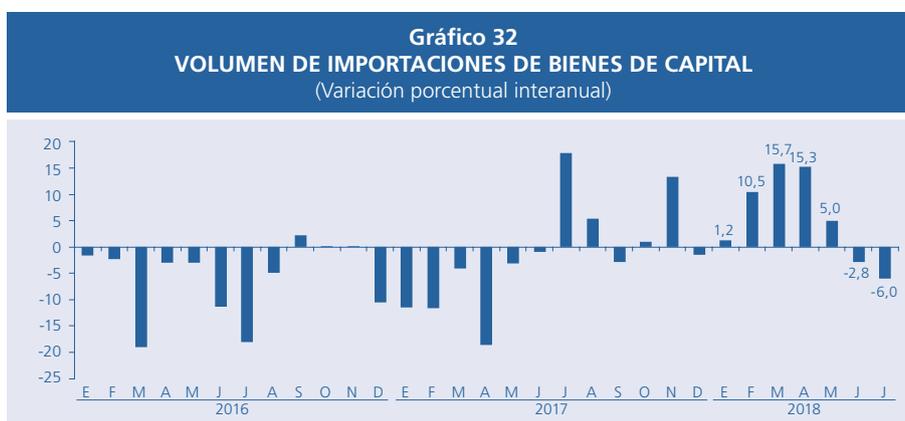


22. En el caso de la **inversión privada**, los indicadores contemporáneos y adelantados evidencian las siguientes tendencias:
- a) Las **expectativas de la economía**, a tres y doce meses, se han mostrado casi constantes desde mayo de 2018, manteniéndose en el tramo optimista. Por su parte, las expectativas de los empresarios sobre la situación de sus empresas, a 3 y 12 meses, alcanzaron 60 y 71 puntos, respectivamente, manteniéndose por encima del resultado mostrado en marzo de 2018.





- b) El **volumen de importaciones de bienes de capital**, excluyendo materiales de construcción, disminuyó en los meses de junio y julio a una tasa de -2,8 y -6,0 por ciento, respectivamente, después de aumentar por cinco meses consecutivos.



- c) Los **términos de intercambio** anticipan una moderación del crecimiento del gasto privado, habiéndose registrado un incremento de 1,2 por ciento en julio.



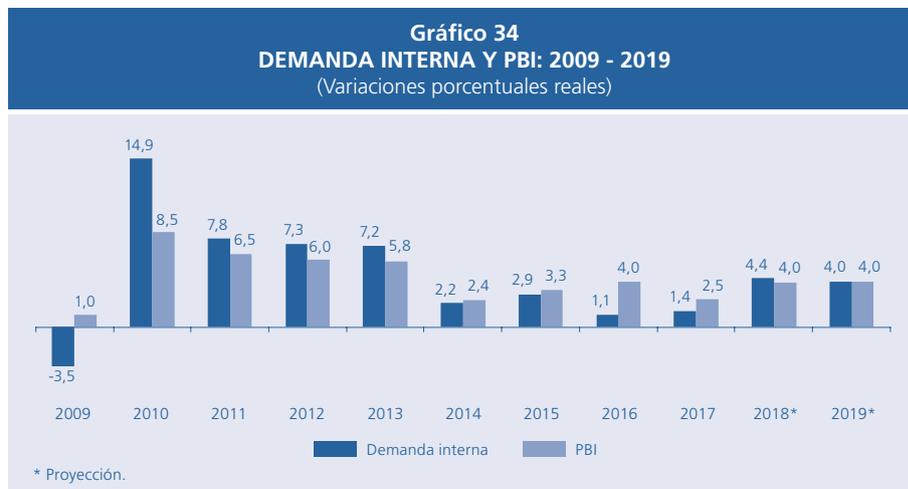


23. Las expectativas del público sobre el crecimiento del PBI revelan ajustes al alza para 2018 y 2019. En el caso de las empresas no financieras se mantienen los pronósticos de crecimiento revelados en el Reporte anterior. Por su parte, los analistas económicos y los representantes del sistema financiero revisan al alza sus pronósticos tanto para 2018 como para 2019. Así, los analistas económicos prevén un crecimiento de 4,0 por ciento para este año, mientras que los representantes del sistema financiero prevén una tasa de 3,8 por ciento. Para 2019, ambos grupos pronostican un crecimiento de 4,0 por ciento.

Cuadro 16 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI (Variaciones porcentuales)				
	RI Dic.17	RI Mar.18	RI Jun.18	RI Set.18*
Sistema Financiero				
2018	3,8	3,5	3,5	3,8
2019	3,8	3,7	3,8	4,0
Analistas Económicos				
2018	4,0	3,5	3,6	4,0
2019	4,0	3,8	3,8	4,0
Empresas No Financieras				
2018	3,8	3,0	3,5	3,5
2019	4,0	4,0	3,8	3,8

* Encuesta realizada al 31 de agosto.

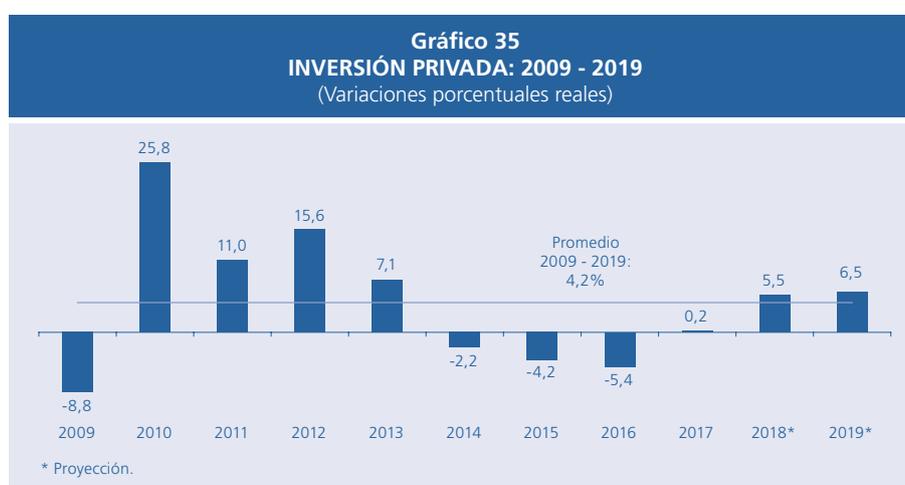
24. En el presente Reporte de Inflación se mantiene la proyección de crecimiento del PBI para el año prevista en el Reporte de junio en 4,0 por ciento, tasa que se mantendría en 2019, y continuaría siendo impulsado por la demanda interna. Para 2018, el mayor crecimiento del consumo privado se compensaría con el menor crecimiento del gasto público, consistente con la evolución observada hasta mediados de este año. En la proyección para 2019, se considera el impacto de los términos de intercambio en el gasto privado (principalmente en inversión) y del inicio de la gestión de nuevas autoridades subnacionales en la inversión pública.



Cuadro 17 DEMANDA INTERNA Y PBI (Variaciones porcentuales reales)							
	2017		2018*			2019*	
	I Sem.	Año	I Sem.	Ri Jun.18	Ri Set.18	Ri Jun.18	Ri Set.18
Demanda interna	-0,2	1,4	5,3	4,2	4,4	4,4	4,0
Consumo privado	2,4	2,5	3,8	3,4	3,8	3,7	3,6
Consumo público	-5,3	0,2	3,0	3,8	3,4	2,5	3,2
Inversión privada	-4,0	0,2	6,9	5,5	5,5	7,5	6,5
Inversión pública	-10,9	-2,3	7,6	12,6	9,9	5,0	2,8
Variación de inventarios (contribución)	0,0	-0,2	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	12,6	7,8	3,2	4,4	3,5	3,9	4,6
Importaciones	2,5	4,1	6,8	5,1	5,0	4,5	4,7
Producto Bruto Interno	2,4	2,5	4,3	4,0	4,0	4,2	4,0
<i>Nota:</i>							
Gasto público	-6,6	-0,5	4,0	6,2	5,2	3,2	3,1
Demanda interna sin inventarios	-0,2	1,6	4,4	4,2	4,3	4,4	4,0

RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.

25. En el caso del **consumo privado**, se prevé que las tasas de crecimiento para los próximos trimestres del año se moderen, en línea con la evolución de los indicadores de confianza, empleo, ingresos e importaciones que han venido moderando su ritmo de crecimiento. Sin embargo, la favorable evolución del primer semestre, que reflejó el impacto positivo de los términos de intercambio, implica una revisión al alza del crecimiento del año. Para 2019, se espera un crecimiento moderado por el impacto de los menores términos de intercambio.
26. En lo que respecta a la **inversión privada**, se prevé que en 2018 crezca a una tasa de 5,5 por ciento igual a la prevista en el Reporte de junio. Sin embargo, para 2019, se revisa a la baja la proyección de crecimiento debido al impacto de los menores términos de intercambio y a condiciones financieras más exigentes a nivel global.





Los **principales anuncios de proyectos de inversión** privada para el periodo 2018-2019 alcanzan alrededor de US\$ 18 mil millones considerando una muestra de proyectos, correspondiendo la mayor parte al sector minero.

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

	RI Jun.18	RI Set.18
Minería	7,4	8,0
Hidrocarburos	1,9	1,2
Energía	0,9	0,8
Industria	0,8	0,8
Infraestructura	3,9	3,5
Otros Sectores	4,1	4,1
TOTAL	18,8	18,5

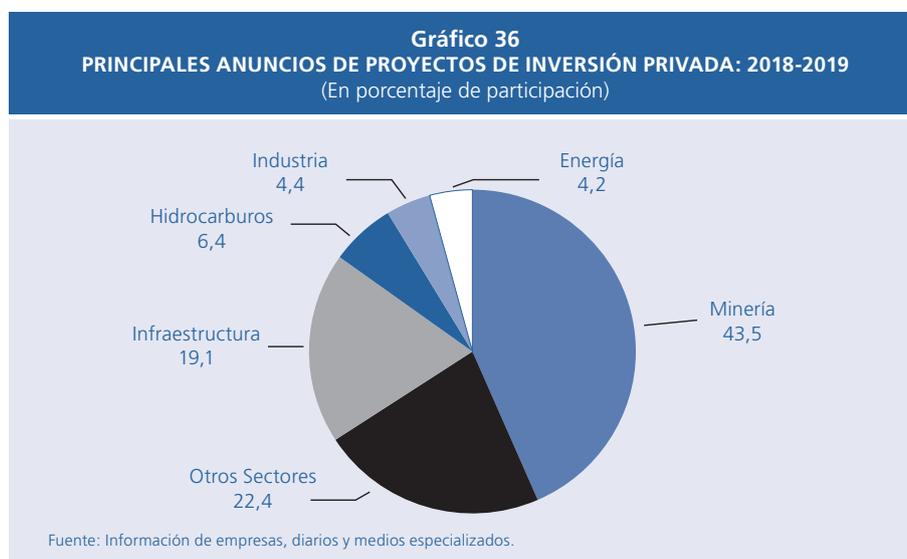
Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

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

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Angloamerican	Quellaveco
	Marcobre	Mina Justa
	Aluminium Corp. of China (Chinalco)	Ampliación de Mina Toromocho
	Jinzhao Mining	Pampa del Pongo
	Minsur	Proyecto B2
	Bear Creek Mining	Corani
HIDROCARBUROS	Calidda Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
	Karooon Gas	Exploración Lote Z-38
	Pluspetrol Perú Corp.	Ampliación de capacidad de transporte
ENERGÍA	Interconexión Eléctrica	Enlace Mantaro-Nueva Yanango-Carapongo y subestaciones asociadas
	Luz del Sur	Santa Teresa 2
INDUSTRIA	Corporación Lindley	Almacenes, centros de distribución y mejoras en infraestructura
	Corporación Aceros Arequipa	Ampliación de planta en Pisco
	Precor	Mega Planta en Chilca
INFRAESTRUCTURA	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay
	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 del Metro de Lima
	Lima Airport Partners	Ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez
	Graña y Montero	Línea 1: Obras complementarias y nuevos trenes
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	Consorcio Paracas	Terminal Portuario San Martín
OTROS SECTORES	Grupo Telefónica	Infraestructura e implementación del servicio 4G
	Entel	Desarrollo de servicios y redes 4G
	América Móvil	Implementación y expansión de redes 4G
	Grupo Falabella	Expansión y nuevos centros comerciales
	Inversiones Centenario	Inversiones Inmobiliarias y ampliación de centros comerciales
	Armas Domo	Inversiones Inmobiliarias
	Grupo Interbank	Expansión y nuevos centros comerciales
	Grupo Breca	Expansión y nuevos hoteles, clínicas y centros comerciales
	Cencosud	Centro Comercial
Futura Schools	Red nacional de colegios	

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

A nivel de sectores, se estima que la inversión en los sectores minería e infraestructura concentraría más del 60 por ciento de la inversión privada anunciada.



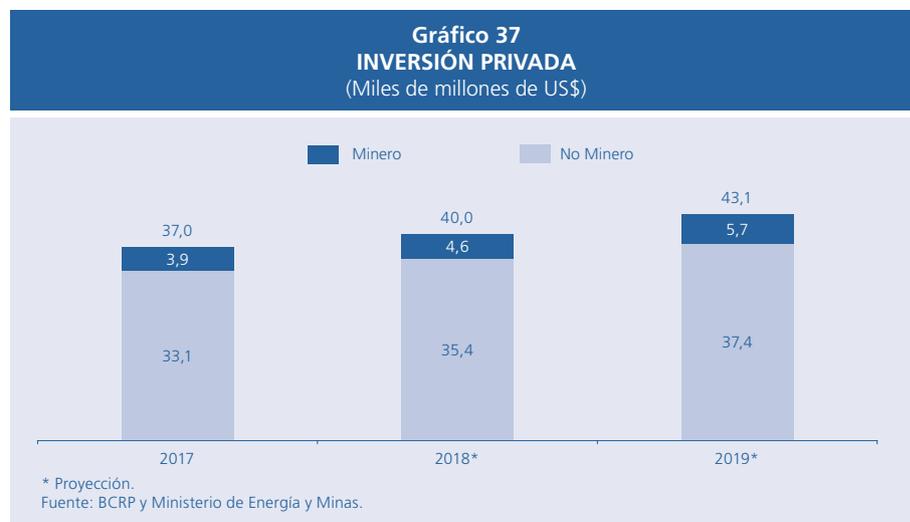
Para el periodo 2018-2019, en el **sector minero** importantes proyectos culminarían su ampliación y nuevos proyectos empezarían su construcción. La empresa Southern Perú Copper Corp, en julio, informó el 95 por ciento de avance en su proyecto de Ampliación de Toquepala, proyecto que tiene como inversión estimada US\$ 1,2 mil millones. Asimismo, la Ampliación de Marcona de Shougang Hierro Perú, en julio empezó con las pruebas operativas las que terminarán a fines de año. Esta ampliación permitirá incrementar producción en 10 millones de toneladas de concentrados de hierro, con lo cual la producción llegaría a 20 millones de toneladas. La segunda etapa de la ampliación comprendió la planta de beneficio y planta de desalinización. La inversión de este proyecto fue de US\$ 1,3 mil millones.

Por otro lado, en lo que va del año anunciaron el inicio de construcción de los proyectos: Quellaveco (Anglo American), Mina Justa (Marcobre), la ampliación de Toromocho (Chinalco), Quecher Main (Yanacocha) y Relaves B2 San Rafael (Minsur). En 2019 otros proyectos como Pampa del Pongo (Jinzhao Mining) y Corani (Bear Creek), empezarían su construcción luego de realizar obras tempranas a fines de 2018. Todos estos nuevos proyectos representan alrededor de US\$ 11,7 mil millones y se estarían ejecutando en los próximos años. Cabe señalar, que el proyecto minero Quellaveco ha anunciado inversiones de alrededor de US\$ 5 mil millones. Se espera el inicio de producción en 2022 llegando a la producción máxima en 2023 con aproximadamente 300 mil toneladas de cobre. Por su parte Minsur anunció en agosto último el inicio de construcción de su proyecto Mina Justa con una inversión estimada de US\$ 1,6 mil millones.





En **infraestructura**, los proyectos que darían mayor dinamismo a este sector son: la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez. Se espera que el inicio de obras sea para inicios de 2019 luego de que se puedan absolver observaciones del estudio de impacto ambiental (EIA) y de que se solucione el problema de la entrega de terrenos. La inversión estimada es de US\$ 1,5 mil millones. Por su parte Lima Airport Partnes definió las empresas que se encargarán del desarrollo del proyecto: grupo formado por FCC Construcción, Salini Impregilo y AECOM. Respecto a la línea 2 del Metro de Lima, el Ministerio de Transportes estima que en octubre de este año, se firmaría la adenda N°2 al contrato de concesión con lo cual se agilizará su realización. La adenda tiene como objetivo central redefinir los plazos de este proyecto teniendo como meta al 2021 la construcción de 12 estaciones y 10 trenes operando en 12 kilómetros de línea. Hasta el momento se han completado obras civiles en tres estaciones (Evitamiento, Óvalo Santa Anita y Colectora Industrial), además de la aprobación de los estudios para iniciar obras de arquitectura y electromecánica en cinco estaciones.



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

La inversión estimada de **proyectos por adjudicar** para el periodo 2018-2019 es de US\$ 3,4 mil millones, según cronograma de Proinversión. En el primer trimestre del año el proyecto minero Michiquillay fue adjudicado a Southern Perú. Además, a fines de mayo se adjudicó la Modernización del Terminal Portuario Salaverry al Consorcio Transportadora Salaverry, conformado por las empresas Tramarsa y Naviera Tramarsa, ambas del Grupo Romero. Este proyecto demandará una inversión de US\$ 229 millones.

En lo que resta de 2018, **Proinversión** adjudicaría los siguientes proyectos: (i) en telecomunicaciones, Banda Ancha (Ancash, Arequipa, Huánuco, La Libertad, Pasco y San Martín) por US\$ 359 millones; (ii) en energía, la Masificación de Gas Natural, Línea de Transmisión Carabayllo y Compensador en subestación Trujillo por US\$ 490 millones; y (iii) en agua y saneamiento, PTAR Titicaca por US\$ 263 millones.

Cuadro 20
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2018-2019
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
A. Adjudicados	2 729
Proyecto Minero Michiquillay	2 500
Terminal Portuario de Salaverry	229
B. Por Adjudicar	3 366
Masificación del uso del gas natural para el centro y sur del Perú	400
Instalación de Banda Ancha para Ancash, Arequipa, Huánuco, La Libertad, Pasco y San Martín	359
Repotenciación a 1000 MVA de LT 500 kV Carabayllo-Chimbote-Trujillo y	
Compensador Reactivo Variable +400/-150 MVAR en SE Trujillo Norte 500 kV	90
Sistema de tratamiento de aguas residuales de la cuenca del Lago Titicaca	263
Longitudinal de la sierra tramo 4: Huancayo-Izcuchaca-Mayocc-Ayacucho y	
Ayacucho-Andahuaylas-Puente Sahuinto/Dv. Pisco-Huaytará-Ayacucho.	464
Ferrocarril Huancayo-Huancavelica	235
Enlace 500 Kv La Niña-Piura, Subestaciones, Líneas y Ampliaciones Asociadas.	
Enlace 220 Kv Pariñas-Nueva Tumbes, Subestaciones y Ampliaciones Asociadas.	
Enlace 220 Kv Tingo María-Aguaytía, Subestaciones, Líneas y Ampliaciones Asociadas.	200
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva-Frontera	144
Planta de tratamiento de aguas residuales de Puerto Maldonado	23
Planta de tratamiento de aguas residuales de Huancayo, El Tambo y Chilca	90
Nuevo Terminal Portuario San Juan De Marcona	582
SE Nueva Carhuaquero 220 KV, Subestación Chincha Nueva, subestación Nazca Nueva y compensador reactivo variable	66
Hospitales de Alta complejidad: Piura y Chimbote	254
Gestión de residuos sólidos de establecimientos de salud del MINSA	36
Instalación de servicios de salud especializados en el distrito de Piura y redimensionamiento de los servicios de hospital de apoyo III Sullana	160

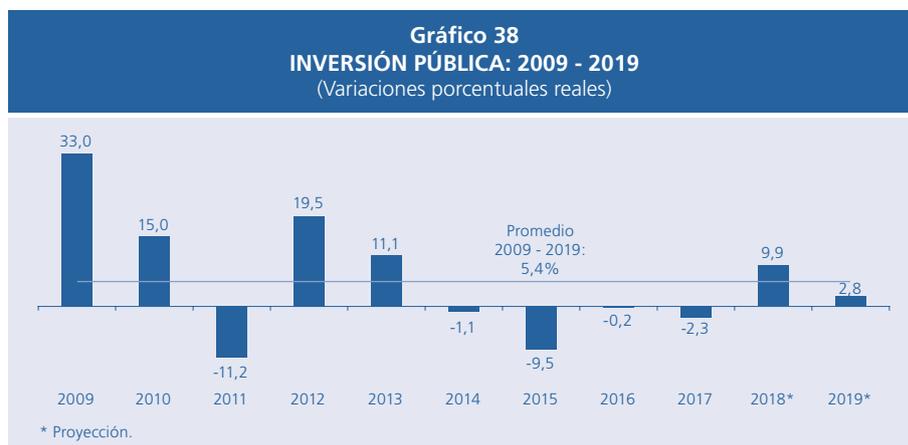
Fuente: Proinversión.

En el marco de las facultades delegadas por el Congreso de la República mediante Ley 30823, el Poder Ejecutivo ha promulgado al 17 de setiembre de 2018 un total de 89 Decretos Legislativos. Las medidas tomadas en los campos de Gestión Económica y Competitividad, así como en la Modernización del Estado, tendrían un efecto positivo sobre la inversión, en tanto coadyuven y/o faciliten el desarrollo de la actividad privada. En particular se destacan:

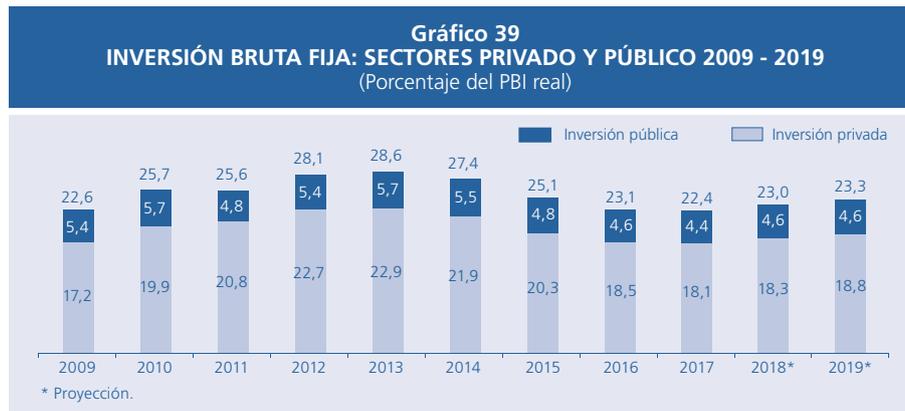




- **Promoción de la Acuicultura:** se establece una tasa del impuesto a la renta de 15 por ciento (similar al de la agricultura) y depreciación acelerada.
 - **Cabotaje:** se facilita el transporte marítimo entre puertos locales.
 - **Mercado de Capitales:** se mejora el marco tributario para las inversiones en fondos FIRBI (Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles) y FIBRA (Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces). Asimismo se facilita la recuperación de créditos mediante garantías mobiliarias.
 - **Promoción de pequeñas empresas:** se mejora la eficiencia de los fondos para el financiamiento de pequeñas empresas (Crecer), en particular de las exportadoras. Se facilita la formación de empresas a través de la Sociedad por Acciones Cerrada Simplificada. Asimismo se mejora el marco de compras del Estado a través de Núcleos Ejecutores.
 - **Simplificación Administrativa y Modernización del Estado:** se perfecciona la creación de ventanillas únicas y se facilita la obtención de licencias de edificación. En general se mejora la interacción con el sector privado a través de la simplificación del proceso administrativo general.
27. Debido al menor ritmo de crecimiento del **gasto público** entre enero y agosto de 2018, por retraso en las obras de reconstrucción en el norte del país y obras de infraestructura (como la Línea 2 del Metro de Lima), se revisa a la baja la proyección de crecimiento de la inversión pública de 12,6 a 9,9 por ciento para este año, y de 5,0 a 2,8 por ciento en 2019, esperando que se continúe con las obras en el norte del país y las de los Juegos Panamericanos el próximo año.



La evolución de la inversión privada y pública implicará un aumento del ratio de inversión bruta fija a PBI de 23,0 por ciento en el año 2018 a 23,3 por ciento en el año 2019.



PBI sectorial

28. La recuperación del PBI durante el primer semestre del año (4,3 por ciento) se debe principalmente al crecimiento de los sectores no primarios (4,4 por ciento), resultado consistente con la recuperación de la demanda interna durante el mismo lapso. Dentro de los sectores no primarios, destaca el crecimiento del sector servicios (4,6 por ciento), el crecimiento del sector construcción (6,1 por ciento) y la recuperación de la manufactura no primaria.

Cuadro 21
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2017		2018*		2019*		
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.18	RI Set.18	RI Jun.18	RI Set.18
Agropecuario	0,2	2,6	8,4	4,8	6,0	4,0	4,0
Agrícola	-1,1	2,3	10,0	5,1	7,1	4,1	4,1
Pecuario	2,5	3,1	5,6	4,4	4,4	3,8	3,8
Pesca	82,9	4,7	20,4	30,0	30,0	-4,2	-4,2
Minería e hidrocarburos	3,1	3,4	-0,1	0,1	-1,1	4,0	4,6
Minería metálica	3,9	4,5	-0,4	0,5	-1,1	3,5	5,0
Hidrocarburos	-1,3	-2,4	1,3	-2,0	-0,4	7,6	2,2
Manufactura	3,4	-0,2	5,7	5,1	5,6	3,8	3,6
Recursos primarios	21,2	1,9	11,7	9,9	10,7	4,1	4,1
Manufactura no primaria	-2,4	-0,9	3,5	3,5	3,8	3,8	3,4
Electricidad y agua	1,3	1,1	3,3	3,3	3,4	4,0	4,0
Construcción	-4,4	2,1	6,1	7,5	6,0	8,0	7,0
Comercio	0,5	1,0	3,0	3,7	3,3	3,8	3,1
Servicios	3,0	3,3	4,6	4,1	4,5	4,2	3,9
PRODUCTO BRUTO INTERNO	2,4	2,5	4,3	4,0	4,0	4,2	4,0
Nota:							
PBI primario	5,5	3,1	4,0	2,9	2,6	3,8	4,2
PBI no primario	1,5	2,3	4,4	4,3	4,3	4,3	4,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Los sectores primarios tuvieron un menor crecimiento que el registrado en mismo semestre del año anterior debido a la menor producción minera. Por el contrario, los sectores agropecuario y pesca registraron tasas de crecimiento significativas, favorecidos por la recuperación de sus principales productos respecto al primer semestre del año anterior.





El 10 de setiembre el Centro de Predicciones Climáticas de la NOAA actualizó su informe sobre el estado de alerta de El Niño en el Pacífico. La mayoría de los modelos predicen que la probabilidad de ocurrencia del Niño en el Pacífico Central (zona 3.4) durante el otoño 2018 (setiembre –noviembre) es de 60 por ciento, aumentando a 70 por ciento para el invierno 2018-19. Para el Pacífico Oriental (zona 1+2), la zona relevante para el desarrollo del Niño en el Perú, la comisión ENFEN en su Comunicado de setiembre del 2018 actualizó el estado de “No Activo” a “Vigilancia El Niño” pues existen condiciones favorables para la ocurrencia de Niño de magnitud débil: las probabilidades de un Niño en el verano son de 57 por ciento frente al 42 por ciento de condiciones neutras. En base a este pronóstico, se esperan lluvias normales o ligeramente por encima del promedio, pero en ningún caso extraordinarias, en la costa norte.

Cuadro 22 PROBABILIDAD DE OCURRENCIA DE UN EVENTO EL NIÑO EN EL VERANO DE 2019	
Magnitud del evento diciembre 2018 - marzo 2019	Probabilidad de ocurrencia
El Niño fuerte-extraordinario	0%
El Niño moderado	9%
El Niño débil	48%
Neutro	42%
La Niña débil	1%
La Niña moderada-fuerte	0%

Fuente: Comisión ENFEN.

Para el horizonte de proyección, se espera se mantenga el impulso de la actividad no primaria aunque en algunos sectores (como construcción) con cierta moderación, consistente con la evolución esperada de la demanda interna y el impacto de los menores términos de intercambio. En el caso de los sectores primarios, se proyecta una recuperación en 2019, principalmente por minería. Con ello, se espera un crecimiento del PBI de 4,0 por ciento en el horizonte de proyección tanto en 2018 como en 2019.

- a) El sector **agropecuario** creció 8,4 por ciento en el primer semestre de 2018 por la normalización de las condiciones climáticas, la incorporación de nuevas áreas destinadas a cultivos de agroexportación, las mayores siembras de arroz incentivadas por la mayor disponibilidad hídrica y el crecimiento de la producción de carne de ave.

Para 2018, se revisa la proyección de 4,8 a 6,0 por ciento por una mayor recuperación de los cultivos afectados por El “Niño” en igual periodo en la costa norte e incremento de áreas de cultivos de agroexportación.

Para 2019, se esperan condiciones climáticas normales proyectándose una tasa de crecimiento de 4,0 por ciento para ambos años.

- b) Durante el primer semestre de 2018, el sector **pesca** creció 20,4 por ciento. Este resultado refleja principalmente los mayores desembarques de anchoveta, en el marco de una mayor cuota de la especie para la primera temporada de pesca de la zona norte-centro, la cual fue de 3,3 millones de TM, cifra superior a los 2,8 millones de TM asignados en 2017. Este año la temporada de pesca se vio

favorecida por un adecuado nivel de biomasa y por la ausencia de condiciones climáticas y oceanográficas extraordinarias lo cual permitió que al cierre de la primera temporada se cumpliera con el 95,0 por ciento de la cuota, avance mayor al logrado en la primera temporada del año anterior (85,0 por ciento).

Para 2018 se mantiene la proyección de 30,0 por ciento de crecimiento del sector pues se espera una segunda temporada de pesca con un adecuado nivel de biomasa. Para 2019 se espera una normalización de las condiciones de pesca como se mencionó en el Reporte anterior, con lo cual la proyección de crecimiento para ese año se mantiene (-4,2 por ciento).

- c) En el primer semestre de 2018, el subsector **minería metálica** disminuyó 0,3 por ciento por la menor producción de cobre y oro por menores leyes y por mantenimiento en algunas unidades mineras; y por una menor producción de molibdeno. Por otro lado, se observó una mayor producción de zinc. En línea con esta evolución se ha revisado a la baja el crecimiento del subsector, de 0,5 a -0,7 por ciento.

Se espera una recuperación de la producción minera principalmente por la mayor producción de cobre y oro en 2019.

Cuadro 23 PRODUCCIÓN MINERA (Variaciones porcentuales)					
	2015	2016	2017	2018*	2019*
Cobre	25,8	40,1	4,5	-0,4	6,1
Oro	4,8	4,2	-0,7	-7,3	1,1
Zinc	8,0	-5,9	10,2	2,7	-1,3

* Proyección.

- d) La producción del subsector **hidrocarburos** creció 1,3 por ciento en el primer semestre de 2018 por la mayor producción de petróleo en el lote 192, la cual se vio beneficiada porque el Oleoducto Norperuano operó normalmente a diferencia del año 2017. En contraste, hubo una menor extracción de líquidos de gas natural y de gas natural, en ambos casos debido a una menor producción en el lote 56 de Pluspetrol. Se revisa al alza la proyección del subsector para 2018 (de -2,0 por ciento a -0,4 por ciento) pues el impacto del mantenimiento de Camisea sobre la producción fue menor al proyectado.
- e) La **manufactura no primaria** creció 3,5 por ciento en el primer semestre de 2018 por la mayor producción de bienes vinculados a las exportaciones y al consumo masivo, así como de maquinarias y equipo por la mayor inversión en el periodo.

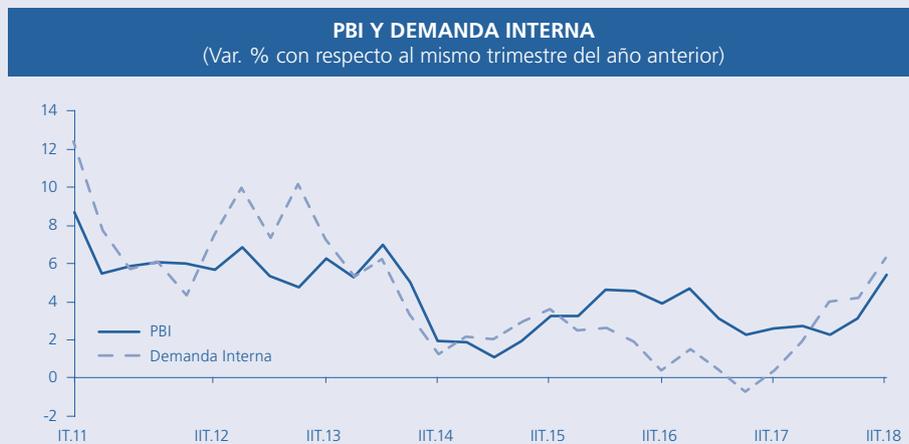
Para el horizonte de proyección se espera que esta evolución se mantenga para el resto del año por lo que se proyecta un crecimiento de 3,8 por ciento para el 2018. Para el 2019, se estima un crecimiento de 3,4 por ciento, consistente con un crecimiento más bajo de la demanda interna debido a la menor producción de bienes de consumo masivo, insumos y bienes de capital.



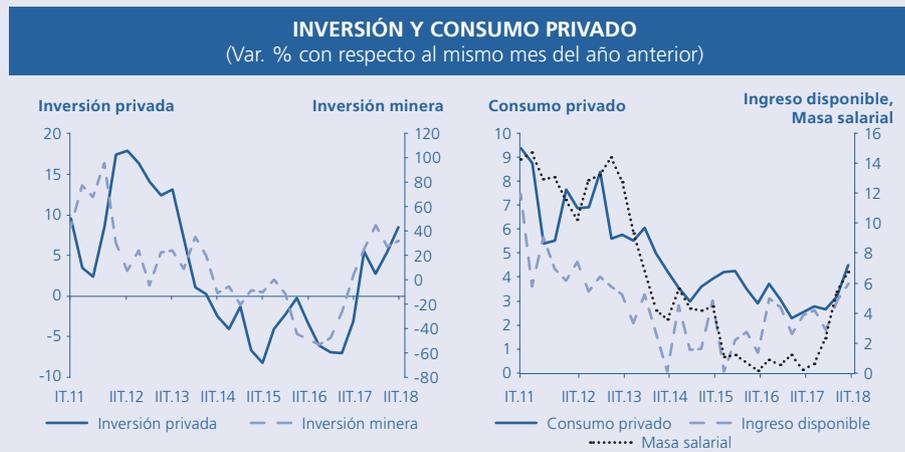


Recuadro 3 RECUPERACIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La evolución reciente de las tasas de crecimiento tanto de la demanda interna como del PBI hasta el segundo trimestre de 2018 muestra un comportamiento similar entre ambas variables. La demanda interna se desaceleró consistentemente desde 2011, hasta registrar una tasa negativa en el primer trimestre de 2017, punto a partir del cual empieza a registrar una recuperación. Las tasas de crecimiento del PBI en 2018 reflejan una recuperación con respecto de las tasas observadas en 2016.



El mayor dinamismo de las inversiones de las empresas mineras, desde su punto más bajo registrado en el tercer trimestre de 2016, es consistente con una inversión privada creciente desde el primer trimestre de 2017. En términos de aceleración en el consumo privado, que registró su tasa de crecimiento más baja en el primer trimestre de 2017, esta se asocia con un mayor ingreso disponible y una mayor masa salarial, las que aceleran sus tasas de crecimiento desde el primer y segundo trimestre de 2017, respectivamente.



En general, se observa que hay una serie de indicadores de actividad económica que muestran signos de un mayor dinamismo: confianza empresarial, créditos de consumo, importaciones de bienes de consumo duradero, entre otros. Pese a que el PBI sigue debajo de su potencial, el mayor dinamismo de los mencionados indicadores es consistente con la recuperación gradual de la brecha del producto en el horizonte de proyección.

INDICADORES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

(Var. % con respecto al mismo trimestre del año anterior)

	IT.17	II.T.17	IIIT.17	IVT.17	IT.18	II.T.18
Confianza empresarial *	55,3	58,0	58,1	59,3	56,9	58,7
Empleo formal	2,0	1,3	1,6	1,7	3,1	3,6
Impuesto a la Renta - 5ta. Categoría	-2,5	-0,5	-1,6	2,9	2,2	9,8
Créditos de consumo	4,4	4,5	4,6	6,3	8,8	10,5
Importación de bienes de consumo duradero	-5,3	5,2	-3,9	-0,8	16,0	7,0
Términos de intercambio	5,9	3,4	5,7	8,1	9,1	7,7
Precios de exportación	15,3	9,8	11,2	15,5	14,4	16,3
Cotización del cobre	24,9	19,6	33,0	29,2	19,4	21,3

* Número índice, en donde valores encima de 60 indican una igual o mejor situación económica de las empresas del sector al cual pertenece el encuestado.

Los resultados en términos de PBI pueden coincidir con las mayores cotizaciones de cobre, las cuales pasan de caer 12 por ciento en 2016 a crecer 27 por ciento en 2017 y mantiene un ritmo de crecimiento entre 19 y 22 por ciento hasta el segundo trimestre de 2018. Economías pequeñas y abiertas como la peruana y la chilena tienden a recibir choques exógenos de competitividad en la forma de mejores cotizaciones y podrían modificar sus patrones de consumo e inversión debido a la alta participación del cobre en las exportaciones de ambos países.

La evolución de las tasas de crecimiento de las variables más importantes del Gasto Agregado en el segundo trimestre de 2018 muestra resultados muy similares para Perú y Chile: el consumo privado creció en 4,5 por ciento tanto en Perú como en Chile; la inversión privada aumento en 8,5 por ciento en Perú en comparación con el crecimiento de 7,1 por ciento en Chile; y la demanda interna creció 6,2 por ciento en Perú versus un 6,0 por ciento en Chile.

COMPONENTES DEL GASTO AGREGADO, SEGUNDO TRIMESTRE 2018

(Var. % con respecto al segundo trimestre de 2017)

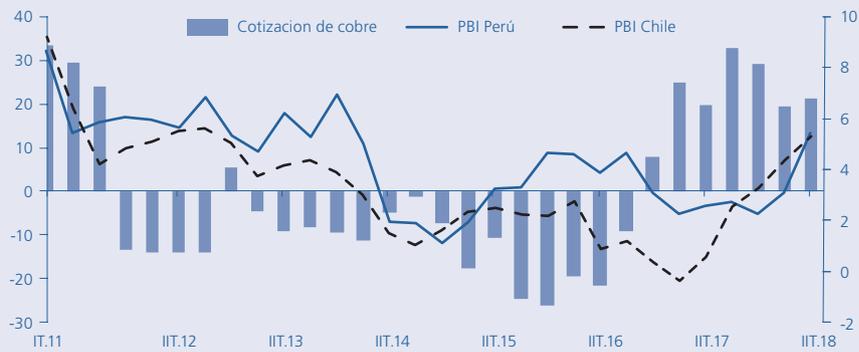
	Perú	Chile
PBI	5,4	5,3
Inversión privada	8,5	7,1
Consumo privado	4,5	4,5
Demanda Interna	6,2	6,0





De hecho, una revisión de mediano plazo del PBI de ambos países podría señalar una convergencia en la senda de crecimiento. Al crecimiento del PBI de 5,4 por ciento en Perú, el resultado en Chile fue de 5,3 por ciento durante el segundo trimestre de 2018. El coeficiente de correlación para el crecimiento trimestral observado en Perú y Chile es de 0,79, lo cual sugiere un co-movimiento bastante cercano entre ambos.

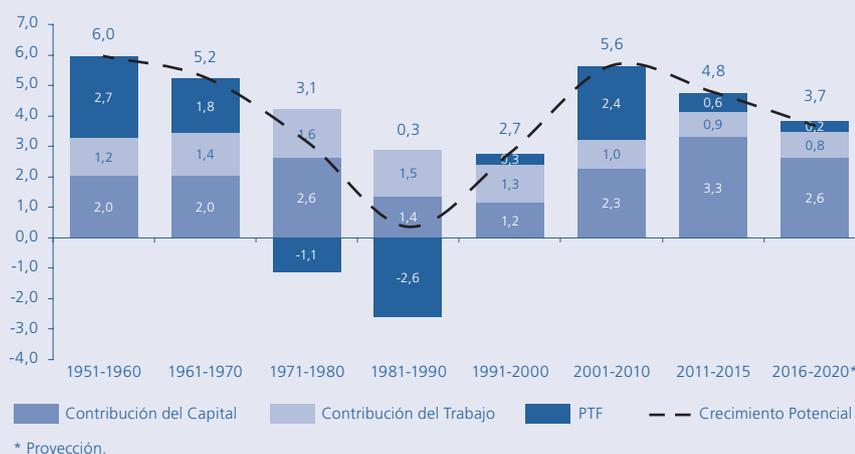
COTIZACIÓN INTERNACIONAL DE COBRE Y PBI DE PERÚ Y CHILE (Var. % con respecto al mismo trimestre del año anterior)



Recuadro 4
DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO POTENCIAL

El Producto Bruto Interno (PBI) potencial se define como el que puede generarse a partir del volumen de empleo y capital instalado. Su crecimiento refleja, por tanto, el crecimiento del empleo, la acumulación de capital y los avances de productividad. Cuando la actividad económica del país coincide con el nivel potencial del producto, se entiende que no existen presiones inflacionarias o deflacionarias.

CONTABILIDAD DEL CRECIMIENTO POTENCIAL, PERÚ 1951-2020
(Contribuciones en puntos porcentuales del PBI potencial)



La productividad total de factores (PTF) ha tenido una evolución cambiante en los últimos 70 años. Así, en las décadas 50 y 60 la PTF tuvo una evolución positiva asociada a un entorno interno y externo favorables. Por otro lado, las políticas intervencionistas y proteccionistas de las décadas 70 y 80, provocaron que la PTF se deteriore de manera significativa. A partir de la década de los 90, a raíz de las reformas estructurales que se implementaron para promover la economía de mercado y estabilizar la economía, la PTF comenzó a recuperarse, teniendo un auge importante en la década de 2000 y principios de la década de 2010. Por su parte, en el periodo más reciente la creciente rigidez laboral y las regulaciones excesivas no han permitido que la PTF registre los niveles obtenidos en la década pasada.

Si bien el menor crecimiento potencial está asociado a una menor contribución de la PTF, es importante identificar los principales determinantes macroeconómicos de su evolución. Al respecto, se utiliza la ecuación de los determinantes de la PTF para identificar el impacto que han tenido las reformas estructurales en su crecimiento.





DETERMINANTES DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES

(Reporte de Inflación Diciembre de 2015)

Crecimiento de la PTF	Coefficiente ^{1/}
Constante	-0,003
Índice de Reformas Estructurales ^{2/}	0,170 *
Inestabilidad Macroeconómica ^{3/}	-0,013 ***
Términos de Intercambio	0,071 **

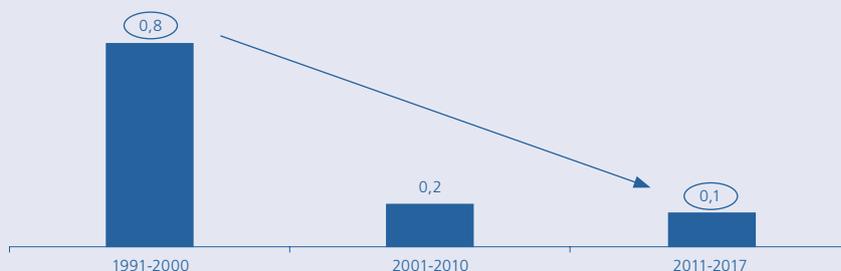
1/* es significativo al 20 por ciento, **significativo al 10 por ciento, y *** significativo al 5 o 1 por ciento.

2/ IRE: Índice de Reformas Estructurales.

3/ Desviación estándar de la tasa de crecimiento (4 trimestres) del PBI dentro de un año.

Fuente: BCRP (2015) Reporte de Inflación de diciembre.

CONTRIBUCIÓN DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES AL CRECIMIENTO DE LA PTF* (Puntos porcentuales)



* Contribución calculada a partir de la variación del Índice de Reformas ponderada por el coeficiente estimado en el Reporte de Inflación Diciembre 2015. El índice es calculado en Lora (2012), "Las reformas estructurales en América Latina: Qué se ha formado y cómo medirlo (versión actualizada)". Documento de trabajo n° 346. Banco Interamericano de Desarrollo.

Observando el gráfico anterior es importante destacar que las reformas estructurales han contribuido significativamente al crecimiento potencial en las décadas de los 90 y 2000, y adicionalmente, han permitido que el incremento de precios de *commodities* impacte de manera significativa en el crecimiento potencial hasta inicios de la década de 2010 gracias a la mayor acumulación de capital. Esta contribución al crecimiento se ha ido diluyendo gradualmente pues se ha impuesto una excesiva regulación en la economía, lo cual se refleja en un retroceso de 11 posiciones en los últimos 11 años en el ranking del Reporte de Competitividad Global del Foro Económico Mundial (WEF⁴).

En ese sentido, resulta urgente acelerar la adopción de reformas a fin de estimular el crecimiento potencial. Algunas de las áreas en las que hubo menos progreso en las últimas décadas, y que tienen un alto impacto en la productividad total de factores están relacionadas con el funcionamiento del mercado de trabajo, la calidad de la educación, la calidad de la infraestructura y de las instituciones. Para lograr avances en estas áreas se requieren reformas que permitan:

4 El Perú se ubica en el puesto 72 de 137 países en el Reporte de Competitividad Global 2017-2018. En el año 2012, el Perú alcanzó el puesto 61.

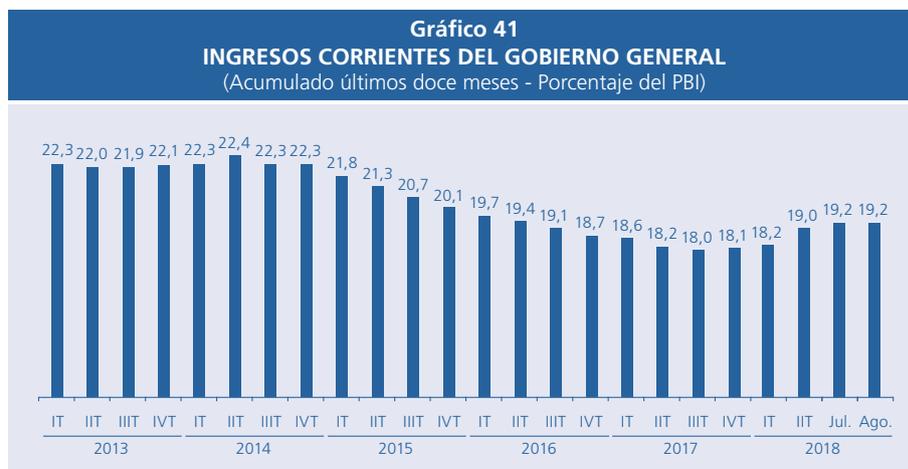
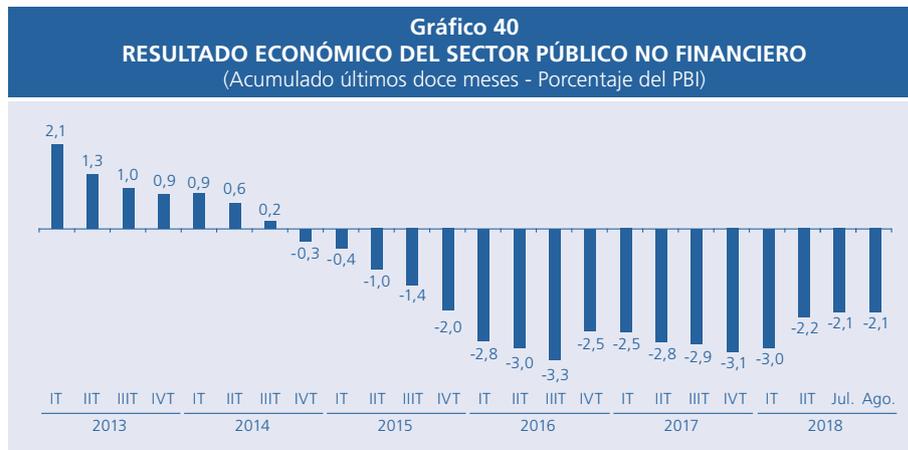
- **Fomentar el empleo formal, mediante una mayor flexibilidad en el mercado laboral.** Perú, se encuentra dentro de los 10 países con mayores dificultades para contratar y despedir (puesto 129 de una muestra de 137 países). Así, las reformas orientadas a reducir la rigidez en la contratación y despidos, y que a su vez incentive la formalidad, mediante la reducción de los costos laborales, podrían tener impacto sobre la productividad de los trabajadores y generar ganancias sustantivas en la competitividad.
- **Promover la calidad en la educación y alinear mejor los mecanismos formativos a las necesidades productivas.** Por ejemplo, ampliando la oferta de formación técnica de calidad.
- **Fortalecer las Instituciones y elevar la calidad regulatoria.** Es necesario profundizar la reforma iniciada con el Sistema Único de Trámites (SUT), respecto a la estandarización de los Textos Únicos de Procedimientos Administrativos (TUPA) de las entidades de la administración pública. Asimismo, se requiere que el Análisis de Calidad Regulatoria se extienda a todas las entidades de la administración pública. También es urgente mejorar la administración de justicia y fortalecer la lucha contra la corrupción.
- **Desregular y simplificar procesos.** La inversión privada enfrenta un sin número de regulaciones ambientales, de defensa civil, sectoriales, municipales, entre otras, que complican y desincentivan la inversión privada.
- **Emprender la reforma del sistema de justicia.** Para facilitar y promover la inversión privada se requiere un sistema judicial predecible, expedito y transparente.
- **Cerrar las brechas de infraestructura.** Para ello resulta urgente, reformar la Ley de Contrataciones y Adquisiciones del Estado para mejorar su eficiencia. Por ejemplo incorporando el mecanismo de Fideicomiso Público como una modalidad para la ejecución de proyectos de inversión pública. Asimismo es imperativo dictar normas para facilitar la ejecución de obras públicas y de las concesiones.
- **Reducir costos logísticos.** Se necesita la integración de la infraestructura portuaria y aeroportuaria con servicios de cadena de frío que faciliten el comercio.
- **Promover la digitalización en los procesos del Estado.** Ello permitiría ampliar el alcance de los servicios públicos a costos más bajos y de mayor calidad, lo que además beneficiaría la eficiencia en el sector privado.

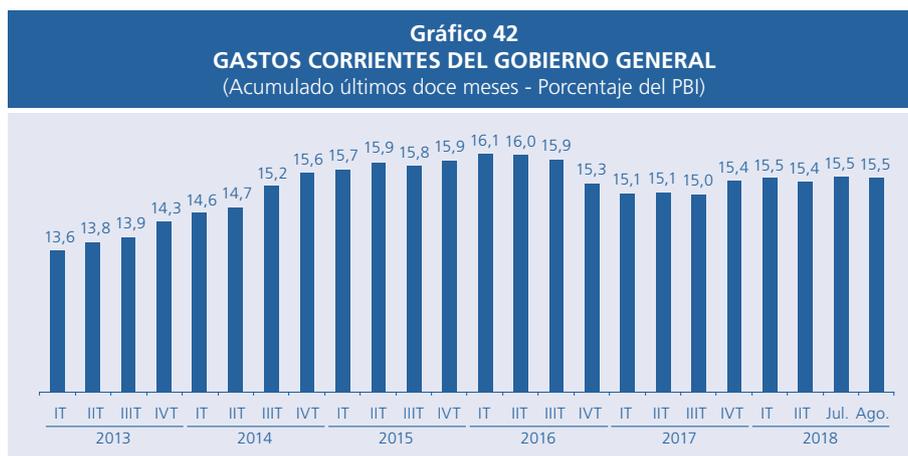




IV. Finanzas públicas

29. En agosto de 2018, el déficit fiscal acumulado en doce meses se redujo a 2,1 por ciento del PBI, luego de haber alcanzado 3,1 por ciento del PBI al finalizar 2017. El menor déficit se debe a los mayores ingresos corrientes del gobierno general impulsados por el incremento en la recaudación del impuesto a la renta y del Impuesto General a las Ventas (IGV), así como a las menores devoluciones de impuestos. En porcentaje del PBI, los gastos no financieros se mantuvieron, debido a que el aumento de remuneraciones fue compensado por una caída en los gastos de capital no asociados a inversión pública (transferencias).





30. Para 2018 se reduce la proyección del déficit fiscal de 3,1 puntos porcentuales del PBI en el Reporte previo a 2,8 por ciento, debido a los mayores ingresos corrientes, consistente con la evolución registrada en lo que va del año. Los ingresos corrientes alcanzarían un nivel de 19,1 por ciento del PBI en 2018 impulsados por los ingresos tributarios, mientras que los gastos no financieros serían equivalentes a 20,5 por ciento del PBI, en línea con el avance proyectado de las obras de infraestructura. En 2019 se espera un incremento en los ingresos, producto de medidas tributarias anunciadas por el gobierno, en un contexto de reversión en los precios de *commodities*; mientras que los gastos se moderarían como consecuencia del cambio de autoridades de los gobiernos subnacionales, con lo que se estima un déficit fiscal de 2,6 por ciento.

Cuadro 24
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2017		2018*			2019*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.18	RI Set.18	RI Jun.18	RI Set.18
1. Ingresos corrientes del gobierno general ^{1/}	19,0	18,1	20,7	18,7	19,1	18,8	19,3
Variación % real	-2,5%	0,4%	16,5%	9,6%	10,4%	5,0%	4,5%
2. Gastos no financieros del gobierno general ^{2/}	17,8	20,1	17,8	20,4	20,5	20,3	20,4
Variación % real	-0,2%	4,2%	6,3%	7,3%	6,7%	4,0%	3,2%
Del cual:							
Gasto corriente	14,2	15,4	14,2	15,4	15,6	15,3	15,7
Variación % real	-0,3%	3,9%	6,9%	6,0%	6,3%	4,0%	4,1%
Formación bruta de capital	2,8	4,0	3,1	4,3	4,3	4,2	4,1
Variación % real	-10,1%	1,6%	16,9%	14,5%	11,8%	2,6%	0,0%
3. Otros	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	0,9	-1,9	2,8	-1,8	-1,5	-1,6	-1,3
5. Intereses	1,2	1,2	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
6. Resultado económico	-0,3	-3,1	1,4	-3,1	-2,8	-2,9	-2,6
Nota:							
Impulso Fiscal Ponderado	0,1	0,0	-0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1
Brecha del Producto	-1,1	-1,1	-1,0	-0,6	-0,6	0,0	-0,3

^{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

31. En el periodo comprendido entre enero y agosto de 2018, los ingresos corrientes del gobierno general se ubicaron en 20,0 puntos porcentuales del PBI, lo que representó un incremento de 1,7 por ciento respecto a lo registrado en el mismo periodo de 2017. Con este resultado se revierte la tendencia decreciente observada desde 2014, siguiendo la recuperación de la demanda interna y los mayores precios de los metales en la primera mitad del año.

El impuesto a la renta creció en 0,7 puntos porcentuales del PBI, principalmente por la campaña de regularización del impuesto a la renta del ejercicio 2017, consecuencia de las mayores utilidades registradas en el sector minero. El Impuesto General a las Ventas (IGV) aumentó 0,4 puntos porcentuales del PBI en línea con la recuperación de la actividad económica. Sumado a ello, las devoluciones de impuestos se redujeron en 0,5 puntos porcentuales del PBI debido a menores devoluciones por exportación.

Se estima que los ingresos corrientes aumentarán hasta llegar a 19,1 y 19,3 por ciento del PBI en 2018 y 2019, respectivamente. La corrección al alza de los ingresos de 2018 se fundamenta en la mejor evolución registrada por los ingresos tributarios en lo que va del año. La ligera mejora esperada de los ingresos en 2019 respecto a 2018 se fundamenta en los siguientes factores: (i) las medidas anunciadas por el gobierno para mejorar la recaudación, como la masificación de comprobantes electrónicos y el intercambio internacional de información fiscal, (ii) el retorno de las devoluciones tributarias a sus niveles históricos, tal como se ha venido observando; y (iii) el impacto del incremento del Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) – vigente desde mayo de 2018– a combustibles, automóviles, cigarrillos y bebidas alcohólicas y azucaradas. Los mencionados factores compensarían el efecto adverso del ajuste a la baja en los términos de intercambio.

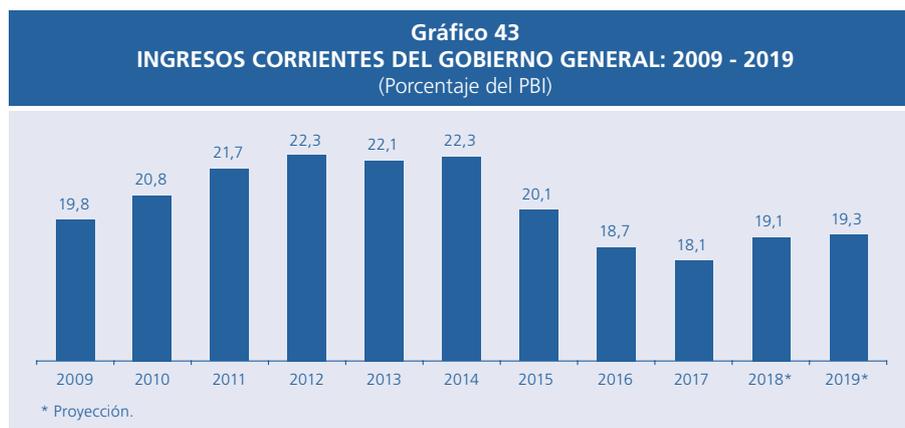
Cuadro 25
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2017		2018*			2019*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.18	RI Set.18	RI Jun.18	RI Set.18
INGRESOS TRIBUTARIOS	13,6	13,4	15,5	14,2	14,4	14,4	14,5
Impuesto a la Renta ^{1/}	5,9	5,3	6,7	5,6	5,6	5,7	5,5
Impuesto General a las Ventas	7,9	7,8	8,3	8,0	8,2	8,0	8,3
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1
Impuesto a las Importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7
Devolución de impuestos	-2,8	-2,5	-2,3	-2,3	-2,4	-2,2	-2,3
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,3	4,7	5,2	4,5	4,7	4,4	4,7
TOTAL	19,0	18,1	20,7	18,7	19,1	18,8	19,3

1/ Incluye los ingresos por repatriación de capitales.

* Proyección.

R.I.: Reporte de Inflación.



Gasto público

32. El gasto público no financiero del gobierno general aumentó en 0,1 puntos porcentuales del PBI en el periodo enero-agosto de 2018 con respecto a igual periodo de 2017, alcanzando 18,5 por ciento del PBI. El incremento de los gastos corrientes se explica por las mayores remuneraciones, lo que fue parcialmente compensado por la caída en las transferencias. Este último disminuyó por menores transferencias a empresas públicas en este año, luego de una transferencia de S/ 1 056 millones a Petroperú en enero de 2017. Cabe mencionar que la formación bruta de capital se elevó en 13,8 por ciento en términos reales, impulsada principalmente por el avance en los Juegos Panamericanos y por la inversión a nivel nacional en infraestructura de transporte, telecomunicaciones y agua potable y alcantarillado.

Para 2018, se proyecta que los gastos representen 20,5 por ciento del PBI, 0,4 puntos porcentuales del producto por encima de lo registrado en 2017. Respecto a 2017, esto representa un incremento de 0,2 puntos del PBI en gastos corrientes y de 0,3 puntos porcentuales del PBI en la formación bruta de capital, que alcanzaría 4,3 por ciento del PBI, e incorpora la ejecución de obras de la Línea 2 del Metro de Lima, de los Juegos Panamericanos, y en menor medida del Plan Integral de Reconstrucción con Cambios.

Se proyecta que en 2019 el gasto no financiero equivaldría a 20,4 por ciento del PBI, lo que considera un aumento del gasto corriente de 15,3 a 15,7 por ciento del PBI, en tanto que el gasto de capital de los gobiernos subnacionales se ajustará a la baja de 2,6 a 2,5 por ciento del PBI en razón del inicio de gestión de nuevas autoridades.

Principales proyectos de inversión

33. El Proyecto de Presupuesto 2019 considera inversiones por S/ 31 933 millones, de los cuales corresponden al Gobierno Nacional S/ 16 783 millones, a los





gobiernos regionales S/ 6 920 millones y a los gobiernos locales S/ 8 230 millones.

A nivel del Gobierno Nacional, los 15 proyectos con mayor marco presupuestal concentran S/ 3 172 millones (19 por ciento) de la inversión asignada a este nivel de gobierno. Destacan la rehabilitación del Eje Vial Piura-Guayaquil sector Perú (S/ 655 millones), la construcción de la Línea 2 y Ramal Av. Faucett-Gambetta del Metro de Lima (S/ 521 millones) y el mejoramiento de la carretera Huánuco - Conococha (S/ 262 millones), entre los más importantes.

Cuadro 26
GOBIERNO NACIONAL: PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN
EN EL PROYECTO DE LEY PRESUPUESTO 2019
(Millones de Soles)

PROYECTOS	Sectores	Monto
Rehabilitación del Eje Vial n° 01 Piura-Guayaquil, Perú-Ecuador, 21 intervenciones sector Perú	MTC	655
Construcción de la Línea 2 y Ramal Av. Faucett-Gambetta de la red básica del Metro de Lima	MTC	521
Mejoramiento de la carretera Huánuco-Conococha, sector: Huánuco-La Unión-Huallanca, ruta PE-3N	MTC	262
Gestión del programa y otros: programa de apoyo al transporte subnacional-PATS	MTC	231
Construcción de la carretera Bellavista-Mazán-Salvador-El Estrecho (Loreto)	MTC	206
Mejoramiento de los servicios deportivos de la Villa Deportiva Nacional -Videna, San Luis, Lima	MTC	141
Programa integral de agua y saneamiento rural-PIASAR	MVCS	140
Mejoramiento de la carretera Oyón-Ambo (Huánuco)	MTC	135
Construcción de Sistemas de Riego (multidepartamental)	Agricultura y Riego	134
Creación de los servicios de la Villa Panamericana en el distrito de Villa El Salvador, Lima	MTC	133
Sectorización del sistema de agua potable y alcantarillado de la parte alta de Chorrillos Matriz Próceres-Chorrillos	MVCS	130
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Cajamarca-Celendín-Balzas (Cajamarca)	MTC	124
Rehabilitación y mejoramiento de la carretera Pallasca-Mollepata-Mollebamba-Santiago de Chuco (La Libertad)	MTC	121
Mejoramiento de la Red Vial departamental Moquegua-Arequipa	MTC	120
Mejoramiento y ampliación de la capacidad operativa y logística de la Base Aeronaval del Callao	Defensa	120
Resto de proyectos		13 611
TOTAL		16 783

Fuente: Anexos del Proyecto de Ley de Presupuesto Público del Año 2019.

A nivel de los gobiernos regionales, los 15 mayores proyectos representan S/ 1 229 millones que dan cuenta de 18 por ciento de la inversión total de estas entidades. Destaca el proyecto Chavimochic III Etapa (S/ 201 millones), la construcción, operación y mantenimiento del Túnel Trasandino y la I Etapa de la Presa Limón del Proyecto Olmos (S/ 141 millones), los proyectos de mejoramiento, construcción y equipamiento de los centros de salud de las regiones de Arequipa, Loreto y Cusco, así como la ejecución del proyecto Majes Siguas – II Etapa (S/ 95 millones) en la región Arequipa.

Cuadro 27
GOBIERNOS REGIONALES: PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN EN EL PROYECTO DE LEY PRESUPUESTO 2019
(Millones de soles)

PROYECTOS	Regiones	Monto
Proyecto Chavimochic Tercera Etapa	La Libertad	201
Construcción, operación y mantenimiento del Túnel Trasandino y la primera etapa de la Presa Limón	Lambayeque	141
Mejoramiento y ampliación de los servicios de salud, Establecimiento de Salud Maritza Campos Diaz del Dist. Cerro Colorado, Prov. Arequipa	Arequipa	103
Construcción y equipamiento del nuevo Hospital de Iquitos César Garayar García / provincia de Maynas	Loreto	102
Mejoramiento de la capacidad resolutive de los servicios de salud del Hospital Antonio Lorena nivel III-1-Cusco	Cusco	99
Majes Siguan - II Etapa	Arequipa	95
Mejoramiento de la capacidad resolutive de los servicios de salud del Hospital Regional Hermilio Valdizán de Huánuco-nivel III-1	Huánuco	67
Mejoramiento de los servicios de salud del Hospital Hipólito Unanue de Tacna, distrito de Tacna, provincia Tacna	Tacna	65
Mejoramiento Carretera Departamental Ju-103 Tramo: Emp.PE-22 a Palca-Tapo-Antacucho-Ricran-Abra Cayan-Yauli Pacán-Emp. PE-3S a Jauja	Junín	60
Mejoramiento Servicios de Salud, establecimiento de salud Jesús Guerrero Cruz de la Red Salud Huancabamba, Dist.y Prov. de Huancabamba	Piura	59
Mejoramiento de los servicios de salud del establecimiento de salud Ayabaca de la provincia y distrito de Ayabaca	Piura	51
Afianzamiento hídrico de la cuenca del Rio Grande-Santa Cruz-Palpa	Ica	51
Mejoramiento de los servicios de salud del establecimiento de salud Huarmaca, del distrito de Huarmaca, provincia de Huancabamba	Piura	48
Mejoramiento de riego y generación hidroenergética del Alto Piura	Piura	45
Mejoramiento de la capacidad resolutive del Hospital de apoyo San Francisco, segundo nivel de atención, Ayna-La Mar	Ayacucho	44
Resto de Proyectos		5 690
TOTAL		6 920

Fuente: Anexos del Proyecto de Ley de Presupuesto Público del Año 2019.

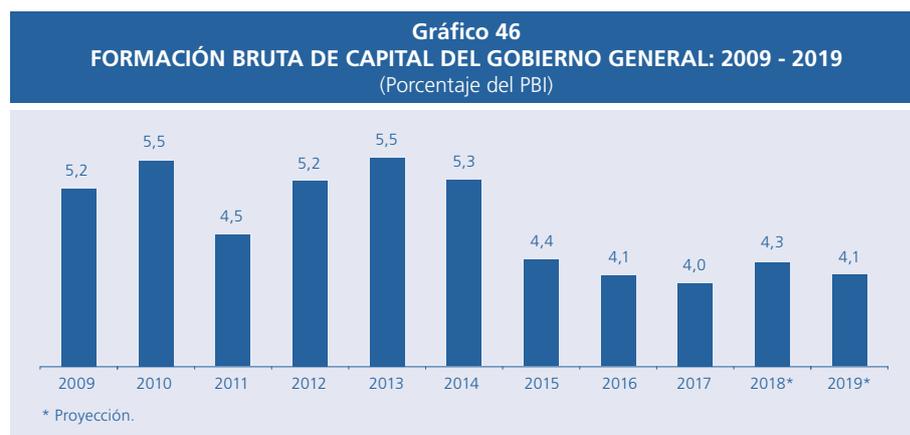
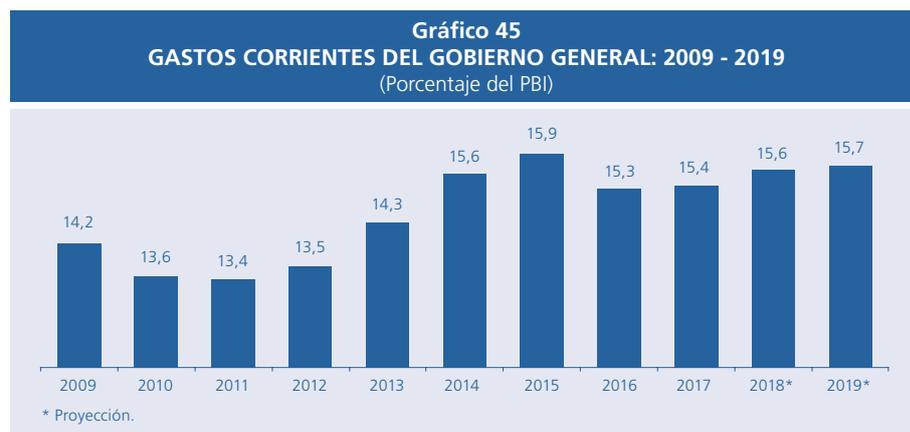
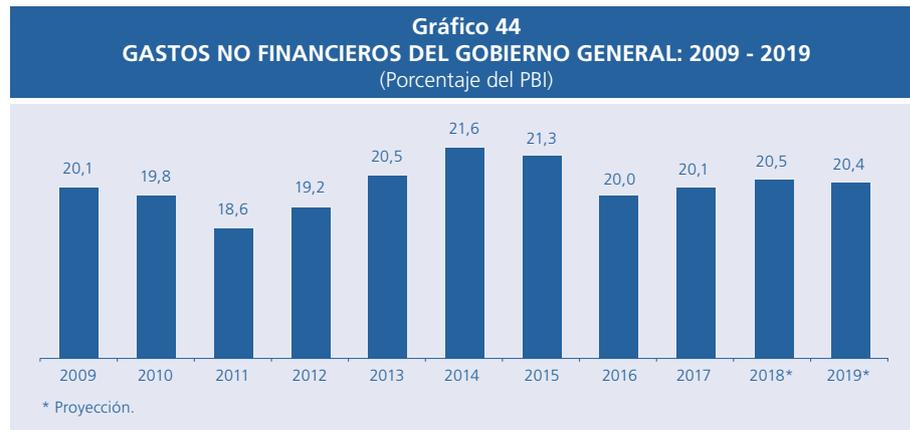
Cuadro 28
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2017		2018*			2019*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.18	RI Set.18	RI Jun.18	RI Set.18
GASTO CORRIENTE	14,2	15,4	14,2	15,4	15,6	15,3	15,7
Gobierno Nacional	9,7	10,5	9,5	10,5	10,7	10,5	10,7
Gobiernos Regionales	2,9	3,3	3,1	3,2	3,4	3,2	3,2
Gobiernos Locales	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8
GASTO DE CAPITAL	3,6	4,7	3,5	5,0	4,9	5,0	4,7
Formación Bruta de Capital	2,8	4,0	3,1	4,3	4,3	4,2	4,1
Gobierno Nacional	0,9	1,4	1,0	1,5	1,5	1,7	1,7
Gobiernos Regionales	0,6	0,8	0,6	0,9	0,9	0,8	0,8
Gobiernos Locales	1,3	1,8	1,5	1,9	1,9	1,8	1,7
Otros	0,8	0,7	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6
TOTAL	17,8	20,1	17,8	20,4	20,5	20,3	20,4
Gobierno Nacional	11,4	12,6	10,9	12,6	12,7	12,8	13,0
Gobiernos Regionales	3,5	4,1	3,7	4,2	4,2	4,0	4,0
Gobiernos Locales	2,9	3,4	3,1	3,6	3,6	3,5	3,4

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

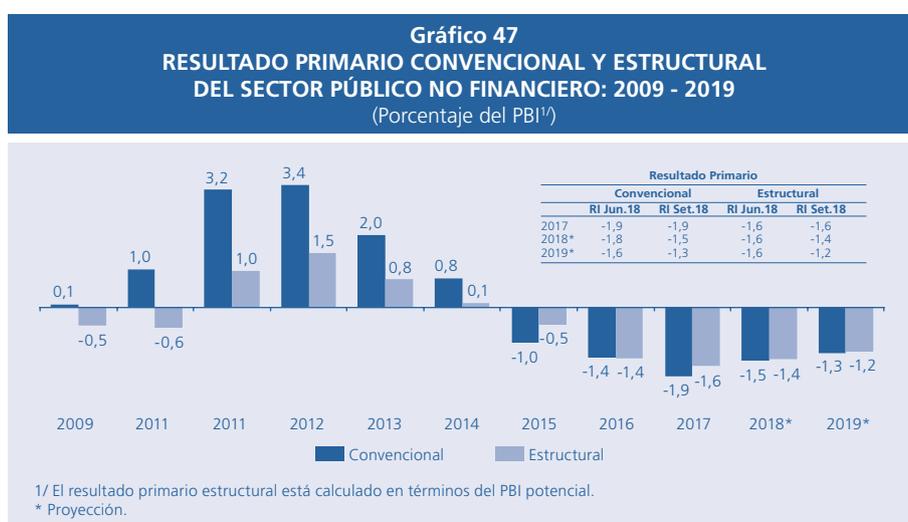




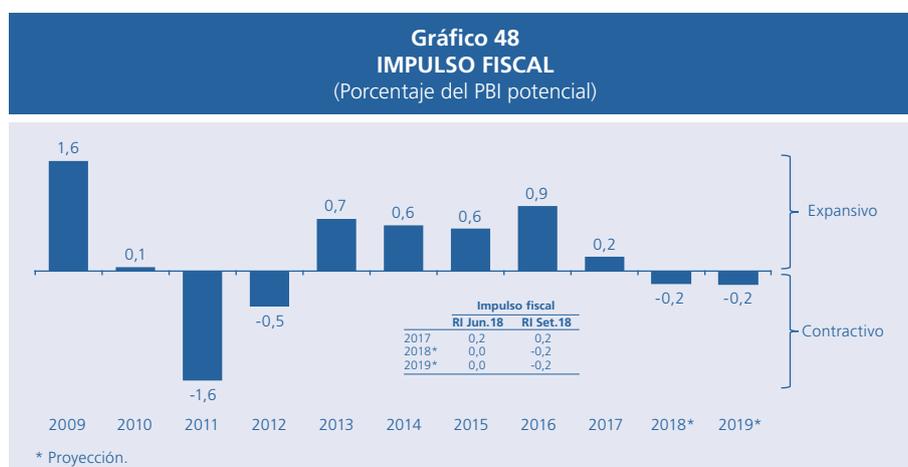
Resultado primario estructural e impulso fiscal

34. El resultado primario refleja la diferencia entre los ingresos y los gastos no financieros. Por su parte, el **resultado primario estructural** deduce los efectos transitorios

vinculados al ciclo económico, así como los efectos de los precios de *commodities* relevantes para nuestra economía. En 2017, el resultado primario estructural fue deficitario en 1,6 por ciento del PBI potencial, nivel que se moderaría a 1,4 y 1,2 puntos porcentuales del PBI en 2018 y 2019, respectivamente. La actual proyección considera un menor déficit que en el Reporte anterior debido a la corrección al alza en los ingresos y a la baja en la variación real del gasto, ambos en línea con su evolución reciente.



35. La disminución del Resultado Primario Estructural en los años 2018 y 2019, implicaría un ligero impulso fiscal negativo (contractivo) de -0,2 por ciento del PBI en ambos años. Esta proyección es menor a la del Reporte anterior pues incorpora un menor crecimiento real del gasto, el cual es consistente con la evolución observada en lo que va del año.



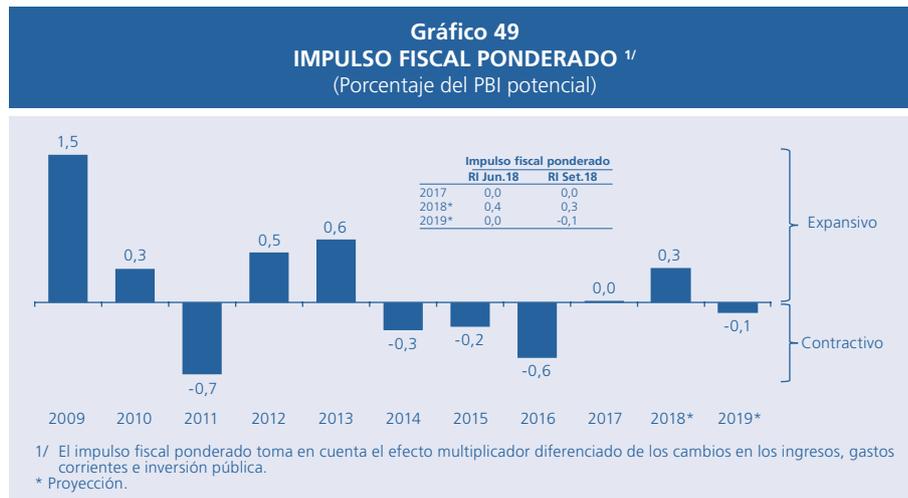


Teniendo en cuenta que el efecto de los cambios en ingresos fiscales, gastos corrientes y gastos de capital no tienen igual impacto sobre la actividad, se procede a ajustar estos componentes con sus respectivos multiplicadores, consiguiéndose de esta manera un indicador de impulso fiscal ponderado:

Cuadro 29 IMPULSO FISCAL PONDERADO (Porcentaje del PBI potencial)					
	2015	2016	2017	2018*	2019*
1. Impulso Fiscal (a+b+c)	0,6	0,9	0,2	-0,2	-0,2
a. Por ingresos estructurales	0,9	1,6	0,3	-0,7	-0,2
b. Por gastos corrientes ^{1/}	0,2	0,0	-0,2	0,4	0,1
c. Por gastos de capital	-0,4	-0,7	0,1	0,1	-0,1
2. Impulso Ponderado (a+b+c)^{2/}	-0,2	-0,6	0,0	0,3	-0,1
a. Por ingresos estructurales	0,2	0,4	0,1	-0,2	-0,1
b. Por gastos corrientes ^{1/}	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,1
c. Por gastos de capital	-0,6	-0,9	0,1	0,2	-0,2

* Proyección.
 1/ Incluye Empresas Públicas.
 2/ Pondera los cambios en ingresos, gastos corrientes y gastos de capital con sus multiplicadores de impacto, según se trate de períodos de expansión (0; 0,28 y 0,73) o períodos de contracción económica (0,25; 0,93 y 1,42).

El cálculo del impulso fiscal ponderado revela que en 2018, la política fiscal sería expansiva en 0,3 por ciento del PBI y en 2019, sería ligeramente contractiva (-0,1 por ciento).



Deuda pública

36. El menor déficit fiscal respecto a las proyecciones del Reporte de Inflación de junio, reduce el Requerimiento de Financiamiento Bruto (RFB) del sector público en 2018

y 2019. En estas nuevas proyecciones, el RFB baja de S/ 39,4 mil millones en 2017 a S/ 24,8 mil millones en 2018, subiendo ligeramente a S/ 25,6 mil millones en 2019.

Cuadro 30 REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Millones de soles)							
	2017		2018*			2019*	
	I Sem.	Año	I Sem.	RI Jun.18	RI Set.18	RI Jun.18	RI Set.18
II. USOS	4 546	39 428	-1 902	27 109	24 833	27 986	25 645
1. Amortización	3 690	17 695	2 817	3 808	4 199	5 048	5 189
a. Externa	2 711	13 566	779	1 600	1 511	3 771	3 810
b. Interna	979	4 130	2 038	2 209	2 689	1 276	1 378
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	448	818	677	941	1 030	658	650
2. Resultado económico (<i>signo negativo indica superávit</i>)	856	21 733	-4 719	23 300	20 634	22 938	20 457
II. FUENTES	4 546	39 428	-1 902	27 109	24 833	27 986	25 645
1. Desembolsos y otros	16 721	33 080	4 098	17 703	18 006	22 841	24 339
2. Variación de Depósitos y Otros ^{1/}	-12 176	6 348	-6 000	9 405	6 827	5 146	1 306

1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

El saldo de la deuda pública en términos brutos representaría 25,7 por ciento del PBI en 2018 y 26,9 por ciento en 2019. Por su lado, la deuda pública neta –la que deduce el monto de los depósitos del sector público– llegaría a 11,4 y 13,5 por ciento del PBI en dichos años.



37. El saldo de **bonos soberanos** asciende a S/ 92 300 millones en agosto de 2018, monto superior en S/ 2 426 millones al saldo del segundo trimestre de 2018. Cabe destacar que, de acuerdo a la Ley de Endeudamiento del año fiscal 2018, el MEF podría emitir un monto máximo de S/ 12 173 millones en el año, del cual ya se ha emitido S/ 4 869 millones. Por el lado de la demanda, los inversionistas no residentes

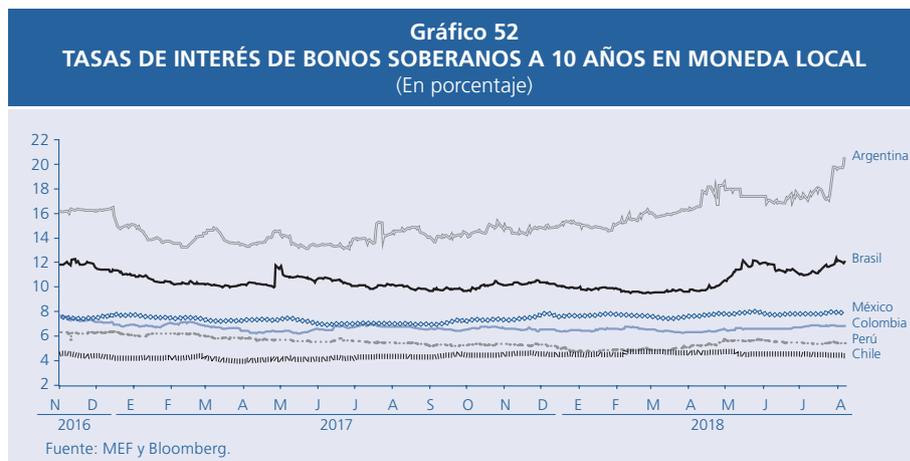




fueron los principales demandantes de estos instrumentos, cuyas tenencias se incrementaron de S/ 34 842 millones en junio a S/ 38 456 millones en agosto. Por el lado de la oferta, las AFP son los principales vendedores de bonos.



El rendimiento de los bonos en soles a 10 años fue 5,45 por ciento al cierre de agosto, mayor en 27 puntos básicos que el del fin del año pasado.



Recuadro 5

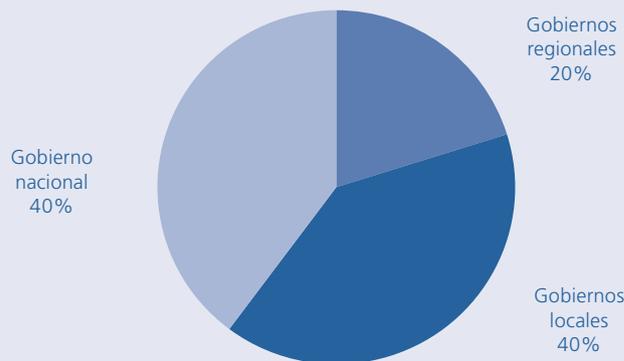
LA INVERSIÓN PÚBLICA SUBNACIONAL Y EL CICLO DE CAMBIO DE AUTORIDADES

En este recuadro se evalúan los posibles efectos del recambio de autoridades sobre la inversión pública de gobiernos locales y regionales.

Evolución de la inversión subnacional

En el periodo 2009-2017, alrededor del 20 por ciento de la inversión pública fue ejecutada por los gobiernos regionales, mientras que un 40 por ciento estuvo a cargo de los gobiernos locales. En conjunto, los gobiernos subnacionales representaron aproximadamente el 60 por ciento de la inversión pública total, superando en magnitud a la inversión del gobierno nacional.

**COMPOSICIÓN DE LA INVERSIÓN PÚBLICA POR NIVELES DE GOBIERNO
(2009-2017)**



Fuente: SIAF-MEF.

En dicho periodo, la inversión pública subnacional ha mostrado alta volatilidad. Por un lado, se registraron altas tasas de crecimiento, por ejemplo en 2010, 2012 y 2013. En cambio, en los años 2011, 2014 y 2015, la inversión subnacional se contrajo en 12, 5 y 19 por ciento, respectivamente.

Dada su importancia (60 por ciento de la inversión total), el patrón en el comportamiento de la inversión subnacional agregada introduce volatilidad en la dinámica de la inversión pública. Así, como se observa en el siguiente cuadro, la inversión subnacional contribuyó con 7 y 11 puntos porcentuales en la contracción de la inversión agregada en 2011 y 2015, respectivamente. En dichos años, la inversión total se contrajo en 5 y 4 por ciento, a pesar de la expansión de la inversión del gobierno nacional.



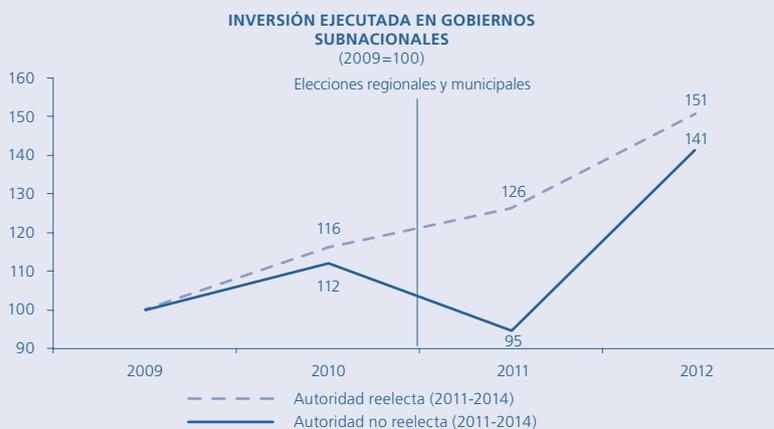


EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN PÚBLICA EN GOBIERNOS SUBNACIONALES						
Año	Inversión pública (millones de soles nominales)			Contribución al crecimiento de la inversión		
	Gobiernos subnacionales	Gobierno nacional	Total	Gobiernos subnacionales	Gobierno nacional	Total
2009	13 141	6 659	19 800			
2010	14 928	9 591	24 519	9%	15%	24%
2011	13 121	10 057	23 179	-7%	2%	-5%
2012	18 842	9 599	28 441	25%	-2%	23%
2013	21 188	11 077	32 265	8%	5%	13%
2014	20 233	13 243	33 475	-3%	7%	4%
2015	16 455	15 604	32 059	-11%	7%	-4%
2016	17 295	11 973	29 268	3%	-11%	-9%
2017	18 391	11 932	30 323	4%	0%	4%

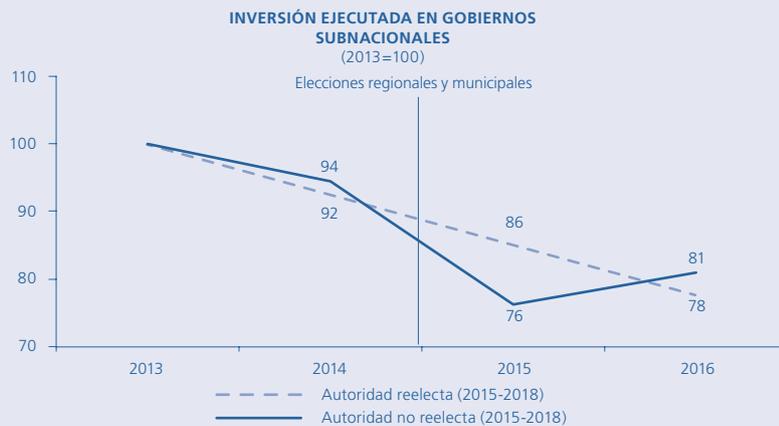
La contracción de la inversión fue mayor en las regiones y municipios en los que hubo cambio de autoridades. Haciendo uso de información del Jurado Nacional de Elecciones (JNE), es posible construir dos conjuntos de circunscripciones, en uno de ellos se incluyen las regiones o municipalidades en las que su autoridad consiguió la reelección, mientras que en el otro conjunto estarán comprendidas las circunscripciones en las que no hubo reelección.

La inversión pública en ambos grupos creció a un ritmo semejante en 2010. En cambio, se evidencia una divergencia entre el monto invertido en el año 2011. Mientras que la inversión de los gobiernos subnacionales que reeligieron a sus autoridades aumentó en 8,7 por ciento en términos nominales, la inversión en los gobiernos que cambiaron de autoridades cayó en 15,5 por ciento (ver siguiente gráfico).

En 2012, el grupo de gobiernos con nuevas autoridades recuperó el ritmo de ejecución de inversiones, pero no lograron alcanzar los niveles registrados por el grupo de municipios y regiones que sí reeligieron autoridades.



Si evaluamos el episodio derivado de las elecciones de 2014, también se manifiesta una divergencia en el año postelectoral. Así, el grupo de autoridades reelectas registró una reducción en la inversión del orden del 7 por ciento, mientras que la caída en la inversión fue más pronunciada en el caso de autoridades no reelectas, equivalente al 19,4 por ciento.



Posibles explicaciones para dicho patrón

Dos factores podrían haber contribuido a este hecho. En primer lugar, la no reelección de una autoridad generaría retrasos en la implementación de los procesos de la cadena de gasto, ya que la nueva autoridad requeriría de un periodo de aprendizaje. Este hecho se suma a las posibles remociones de funcionarios.

Además, la nueva autoridad podría decidir no continuar con los proyectos que la anterior gestión dejó pendientes de ejecución y priorice otras inversiones compatibles con su oferta electoral. Estos factores impactarían negativamente en la ejecución, especialmente en el primer año de gestión.

La magnitud de la contracción de la inversión subnacional en 2015 fue mayor que la producida en 2011. Estas disparidades responderían a las siguientes causas:

- Los gobiernos subnacionales vieron reducidos sus recursos presupuestarios en 14 por ciento en el año 2015, lo cual habría reforzado el efecto del cambio de autoridades. En cambio, el presupuesto disponible para inversión se incrementó en 1 por ciento en 2011 (ver siguiente cuadro).
- La tasa de reelección inmediata de alcaldes y gobernadores regionales se redujo. En las elecciones de 2010, 393 de un total de 1 836 alcaldes fueron reelegidos, lo que representa una tasa de 21,4 por ciento. En cambio, la tasa de reelección de alcaldes fue de 18,2 por ciento (335 alcaldes de un total de 1 838) en las elecciones de 2014. Un fenómeno similar ocurrió con los gobernadores regionales: en las elecciones de 2010, 6 de los 25 gobernadores fueron reelegidos; mientras que en 2014 solamente 4 gobernadores lograron su reelección.





PIM DE INVERSIÓN PÚBLICA EN GOBIERNOS SUBNACIONALES						
	Presupuesto Institucional Modificado - PIM ^{1/} (millones de soles nominales)			PIM (Var. % respecto al año previo)		
	Gobiernos regionales	Gobiernos locales	Total	Gobiernos regionales	Gobiernos locales	Total
2009	7 255	15 747	23 002			
2010	8 135	13 796	21 931	12%	-12%	-5%
2011	7 561	14 631	22 192	-7%	6%	1%
2012	8 790	19 417	28 207	16%	33%	27%
2013	9 083	21 396	30 479	3%	10%	8%
2014	8 181	19 330	27 510	-10%	-10%	-10%
2015	7 346	16 298	23 644	-10%	-16%	-14%
2016	6 961	15 609	22 570	-5%	-4%	-5%
2017	7 881	17 329	25 209	13%	11%	12%
2018	7 746	15 190	22 935	-2%	-12%	-9%

1/ Adquisición de activos no financieros.
Fuente: SIAF-MEF.

Perspectivas para 2019

A partir de las Elecciones Regionales y Municipales de 2018 entra en vigencia la Ley N° 30305, la cual prohíbe la reelección inmediata de alcaldes y gobernadores regionales. La aplicación de esta norma probablemente tendrá un efecto negativo en la inversión subnacional para el próximo año, pues todas las circunscripciones cambiarán de titulares de pliego.

Sin embargo, dichos efectos negativos podrían mitigarse por el hecho que la norma sí permite la reelección no inmediata. Ello hace posible que ex autoridades participen de las elecciones de este año. Además, se permite que las autoridades postulen a un cargo distinto al que actualmente poseen, por ejemplo, un alcalde distrital puede postular a alcalde provincial o gobernador regional sin que ello implique un incumplimiento de la norma.

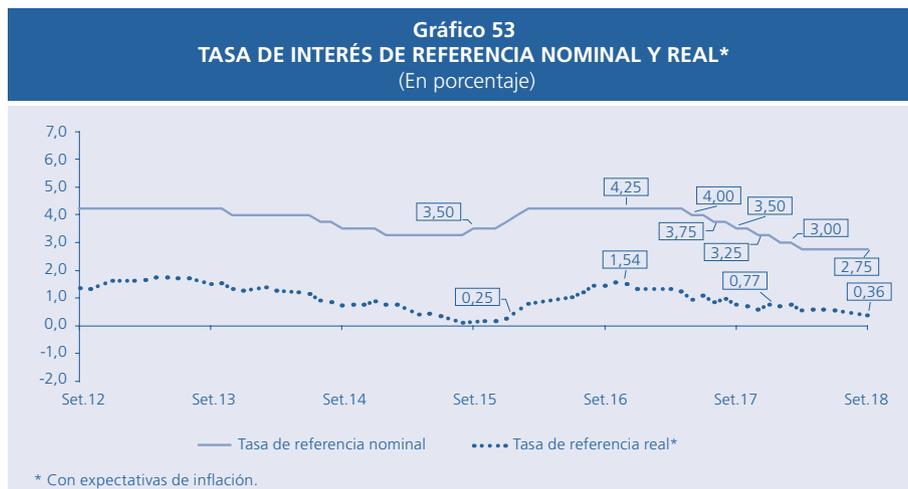
Al respecto, en el caso de las Elecciones Regionales, se han inscrito un total de 368 candidatos en el JNE; de los cuales, 61 de ellos (17 por ciento) ya ha ejercido previamente un cargo ejecutivo de elección popular, ya sea alcalde o gobernador. En el caso de ser elegidos, el impacto sobre el avance del gasto podría ser menos pronunciado. Otro factor que contribuiría a que no se presente una contracción semejante a la registrada en 2015 es que no se prevén reducciones en los recursos presupuestarios (PIM) de los gobiernos subnacionales en 2019.

V. Política monetaria y mercados financieros

Acciones de política monetaria

38. En el tercer trimestre de 2018, las acciones del BCRP continuaron orientadas a mantener una posición expansiva de política monetaria, con el objetivo de garantizar que la inflación y sus expectativas se mantengan dentro del rango meta en el horizonte de proyección relevante, en un contexto de actividad económica todavía por debajo de su potencial.

En este contexto, el Directorio del BCRP mantuvo la **tasa de interés de referencia** en 2,75 por ciento entre junio y setiembre. Estas decisiones estuvieron en línea con los últimos comunicados de política monetaria en los que el Directorio reiteró que *“considera apropiado mantener la posición expansiva de la política monetaria hasta que se asegure que la convergencia de la inflación se dé junto a expectativas de inflación ancladas en un entorno en el que el nivel de actividad económica se encuentre cerca a su potencial”*. Como resultado de estas acciones de política monetaria, la tasa de interés real se mantuvo en promedio alrededor de 0,4 por ciento en este periodo, por debajo de su nivel neutral estimado en 1,75 por ciento. Esta posición de política monetaria expansiva es consistente con un nivel de inflación alrededor de 2,0 por ciento.



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





- i. La **inflación interanual** retornó al rango meta en junio (1,43 por ciento) para luego aumentar hasta 1,62 por ciento en julio y caer en agosto a 1,07 por ciento. Este resultado se explica principalmente por la reversión de choques de oferta, y al efecto base asociado a la alta inflación de agosto de 2017. Por su parte, la inflación sin alimentos y energía se ubicó alrededor de 2,0 por ciento.
- ii. Las **expectativas de inflación a 12 meses** se ubicaron dentro del rango meta.
- iii. Los indicadores de la **actividad económica** continuaron mostrando signos de dinamismo en los últimos tres meses, aunque el PBI sigue debajo de su potencial. La brecha producto negativa estimada para el primer semestre indica ausencia de presiones inflacionarias de demanda.
- iv. Un mayor riesgo respecto a la **actividad económica mundial** y una mayor volatilidad financiera, ambos vinculados a las recientes tensiones comerciales.

Tasas de interés

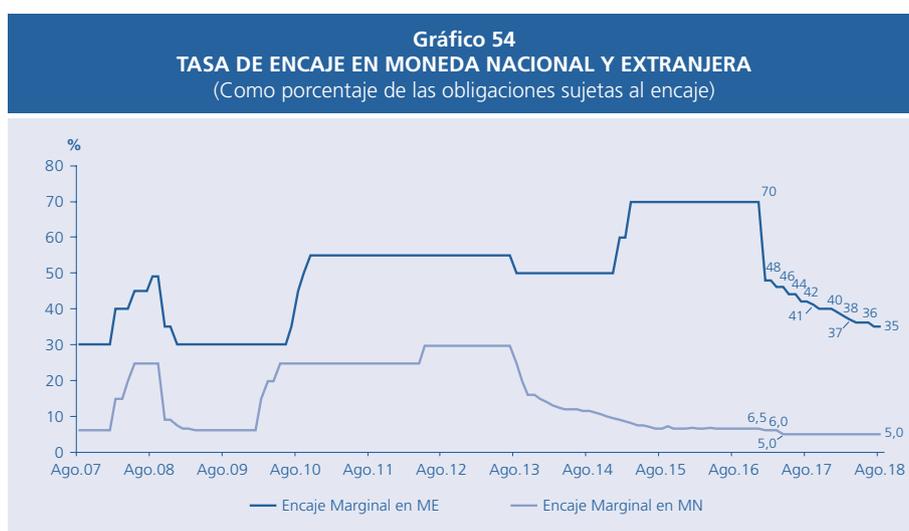
40. Entre junio y agosto de 2018, las **tasas de interés** en los mercados monetarios y crediticios continuaron ubicándose por debajo de sus valores promedios históricos, consistente con la posición expansiva de política monetaria. Así la tasa activa preferencial corporativa a 90 días se ubicó en 3,85 por ciento en agosto de 2018, por debajo del 4,67 por ciento, su promedio para el periodo 2010 y 2018, mientras que las tasas para préstamos a empresas grandes y medianas se ubicaron en 6,24 y 10,15 por ciento en agosto, niveles menores a sus promedios históricos de 7,07 y 10,48 por ciento, respectivamente. En el caso de las tasas de interés pasivas, las de depósitos hasta 30 días se ubicaron 78 pbs. por debajo de sus promedios históricos, mientras que las de plazos hasta 180 y 360 días lo hicieron en 59 y 66 pbs, respectivamente.

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

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Jul.18	Ago.18	Prom. Hist.	
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	2,97	2,65	2,85	2,85	2,77	3,55
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,30	2,97	2,76	2,99	3,15	3,74
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,61	3,19	3,32	3,31	3,51	4,17
Activas	Preferencial Corporativa 90 días	3,63	3,11	3,56	3,67	3,85	4,67
	Corporativos	4,03	3,75	4,25	3,99	4,15	5,52
	Grandes Empresas	6,23	6,41	6,28	6,26	6,24	7,07
	Medianas Empresas	9,68	9,76	9,34	9,32	10,15	10,48
	Pequeñas Empresas	19,76	19,78	19,05	18,76	19,51	21,59
	Consumo	48,56	43,94	41,73	41,52	41,31	41,86
	Hipotecario	7,65	7,42	7,30	7,35	7,46	8,88

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

41. En el caso de las tasas de interés en dólares, éstas presentaron comportamientos mixtos. En el mercado monetario local, la tasa activa preferencial corporativa a 90 días disminuyó de 3,14 por ciento en junio a 3,08 por ciento en agosto; mientras que la tasa interbancaria *overnight* aumentó de 1,89 por ciento a 2,00 por ciento, en línea con el incremento de las tasas de interés en el mercado internacional. De forma similar, las tasas de interés del mercado de créditos bancarios aumentaron en la mayoría de segmentos. Las medidas de encaje continúan contribuyendo a que las tasas de interés se incrementen en menor magnitud que las del mercado externo.



Fuente: BCRP y Bloomberg.

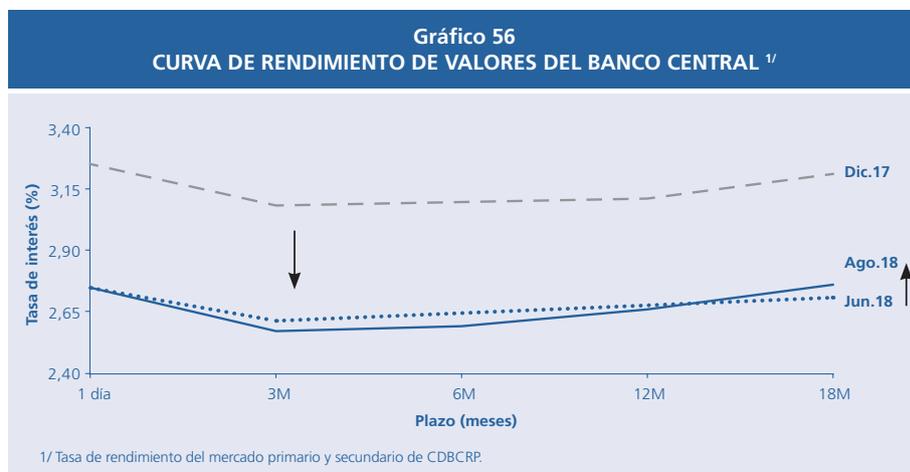




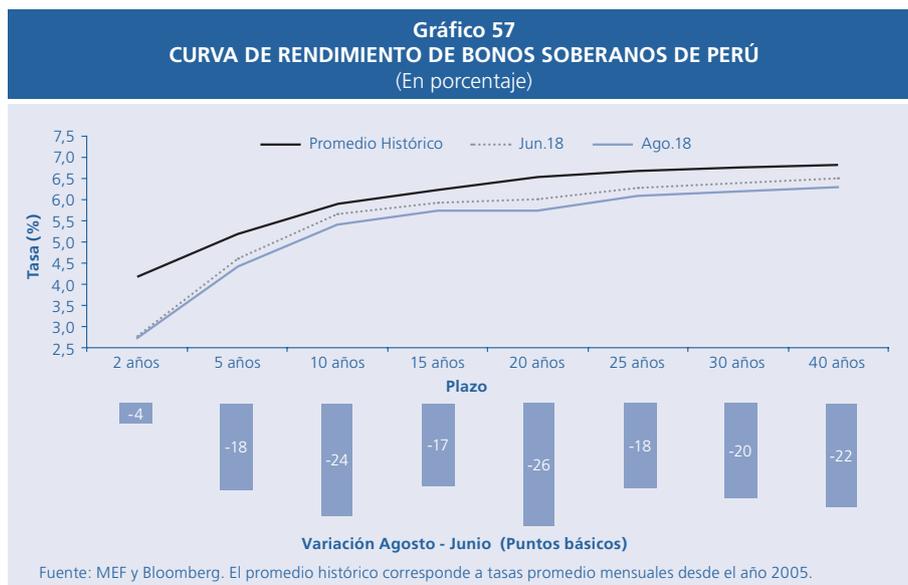
		Dic.17	Mar.18	Jun.18	Jul.18	Ago.18
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	1,10	1,15	1,33	1,44	1,37
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,32	1,43	1,65	1,73	1,80
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,05	1,12	1,45	1,66	1,39
Activas	Preferencial Corporativa 90 días	2,32	2,77	3,14	3,11	3,08
	Corporativos	3,22	2,98	3,36	3,69	3,87
	Grandes Empresas	5,25	5,14	5,06	5,42	5,43
	Medianas Empresas	6,35	6,65	7,06	7,11	7,27
	Pequeñas Empresas	7,29	10,09	10,17	9,41	9,81
	Consumo	32,91	34,12	33,87	34,32	34,56
	Hipotecario	5,90	5,92	5,75	5,88	5,96

Fuente: SBS.

42. La **curva de rendimiento** de valores del mercado primario y secundario de **CDBCRP** disminuyó en promedio 4 y 5 puntos básicos entre junio y agosto a plazos entre 3 y 6 meses. Las tasas de interés de agosto se ubican 48 puntos por debajo de las tasas de diciembre de 2017, asociado a la reducción acumulada de 50 puntos básicos en la tasa de referencia del BCRP para este periodo

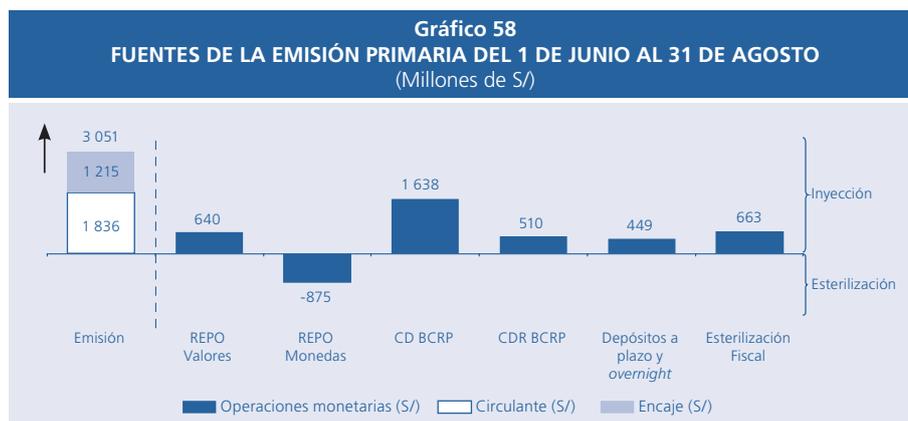


43. La **curva de rendimiento de bonos soberanos** a tasa fija de Perú presenta valorizaciones en todos sus plazos. El tramo medio de la curva fue el más favorecido por la mejora en las previsiones de crecimiento económico en los próximos años; y por la alta demanda de inversionistas no residentes y locales por activos de gobierno. Cabe destacar que, las tasas de interés de los bonos soberanos son menores a los promedios históricos.



Operaciones Monetarias

44. Entre junio y agosto, las **operaciones monetarias del Banco Central** se orientaron a atender los mayores fondos de encaje (S/ 1 836 millones) y la mayor demanda de circulante (S/ 1 215 millones) asociada a las fiestas patrias. Por fuentes, el BCRP atendió la demanda de liquidez mediante el vencimiento neto de CDBCRP (S/ 1 638 millones), de CDRBCRP (S/ 510 millones), de depósitos a plazo (S/ 449 millones) y la colocación neta de Repo de Valores (S/ 640 millones), que compensó parcialmente el vencimiento de Repo de Monedas (S/ 875 millones).



Como resultado del vencimiento neto de las operaciones de reporte, el saldo de estas pasó de representar el 6,8 por ciento de los activos netos del BCRP en junio de 2018 a 6,1 por ciento al cierre de agosto. En cuanto a la composición de los pasivos del BCRP, la disminución de los depósitos del Sector Público en el BCRP –para financiar un mayor





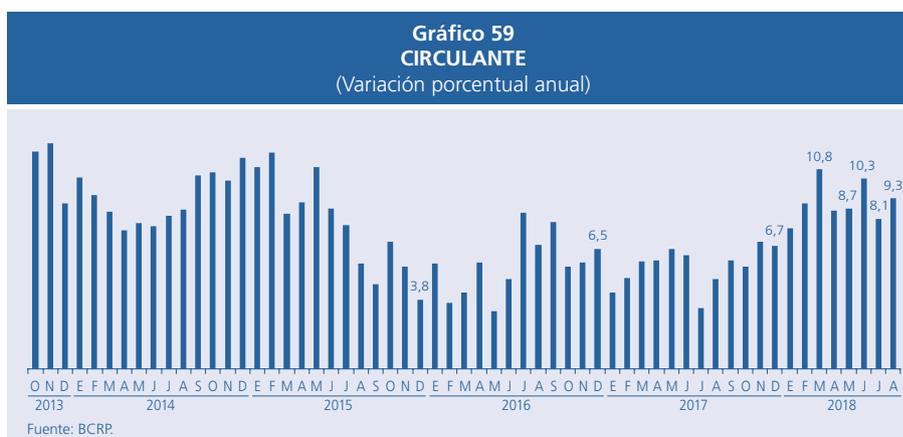
gasto por el pago de gratificaciones de julio y el pago de cupones de BTPs en agosto–disminuyó su participación de 34,2 a 33,1 por ciento, aunque se mantienen como el pasivo más importante del BCRP. Por su parte, el vencimiento neto de los instrumentos de esterilización del BCRP redujo la participación de estos de 13,9 por ciento a 12,9 por ciento del total de pasivos, reflejando así la posición expansiva de la política monetaria.

Cuadro 33 BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP* (Como porcentaje de los Activos Netos)					
	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Jul.18	Ago.18
I. Activos netos	100	100	100	100	100
Reservas Internacionales Netas	90,3	93,2	93,2	93,8	93,9
<i>En millones de US\$</i>	63 621	59 079	59 079	60 797	60 275
Repos	9,7	6,8	6,8	6,2	6,1
II. Pasivos netos	100	100	100	100	100
1. Depósitos totales del Sector Público	32,0	34,2	34,2	34,3	33,1
En moneda nacional	18,7	20,7	20,7	21,1	19,8
En moneda extranjera	13,4	13,5	13,5	13,2	13,3
2. Depósitos totales del sistema financiero	29,9	25,8	25,9	27,5	27,8
En moneda nacional	5,0	5,2	5,2	4,8	5,7
En moneda extranjera	24,9	20,6	20,6	22,7	22,1
3. Instrumentos del BCRP	14,8	13,9	13,9	11,9	12,9
CD BCRP	13,6	12,9	12,9	11,1	12,0
CDLD BCRP	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
CDR BCRP	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0
Depósitos a Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depósitos <i>overnight</i>	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
4. Circulante	19,5	21,4	21,3	21,7	21,2
5. Otros*	3,7	4,7	4,7	4,6	5,1

* Incluye intereses, descuentos y ganancias netas.

Liquidez

45. En agosto, el **circulante** creció 9,3 por ciento interanual, evolución que refleja la recuperación del ritmo de expansión del gasto agregado.



La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue 10,6 por ciento en agosto, con lo que este agregado continúa creciendo a una tasa de dos dígitos por 10 meses consecutivos. Este dinamismo se apoya en un incremento de los depósitos de ahorro y a la vista en moneda nacional. Por monedas, los depósitos en soles crecieron 15,9 por ciento interanual en agosto, mientras que los depósitos en dólares crecieron 2,6 por ciento.



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

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

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

El mayor ritmo de crecimiento de los depósitos en soles continúa favoreciendo la reducción del ratio de dolarización de este agregado que se ubicó en 37,2 por ciento en agosto. En este último mes, destaca la caída de la dolarización de los depósitos a empresas en más de 1 punto porcentual a 45,6 por ciento (47,9 por ciento en julio).





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

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Jul.18	Ago.18
Depósitos de personas	34,6	34,0	33,4	33,3	33,2
<i>A tipo de cambio corriente</i>	34,6	33,9	33,6	33,6	33,6
Vista	47,1	45,6	47,3	46,8	44,5
Ahorro	38,7	37,5	37,4	36,1	36,2
Plazo	30,3	29,6	28,7	30,1	30,0
CTS	26,7	26,9	25,3	25,3	25,3
Depósitos de empresas	49,5	48,6	49,3	47,9	45,6
<i>A tipo de cambio corriente</i>	49,5	48,5	49,5	48,1	46,0
Vista	47,1	45,6	47,3	46,8	44,5
Ahorro	52,6	60,0	54,8	61,4	55,6
Plazo	58,9	56,9	56,3	49,6	48,2
TOTAL	39,5	38,9	38,6	38,1	37,2
<i>A tipo de cambio corriente</i>	39,5	38,8	38,9	38,3	37,6

Crédito al sector privado

46. El **crédito al sector privado** creció 8,7 por ciento interanual en agosto. Por segmentos, el crédito a empresas creció 7,1 por ciento, mientras que el crédito a los hogares lo hizo en 11,3 por ciento. En el caso del crédito a personas, el crédito de consumo e hipotecario continúa mostrando las mayores tasas de expansión (12,5 y 9,6 por ciento, respectivamente). En el caso de los créditos a empresas, los segmentos con mayor dinamismo fueron el sector corporativo y gran empresa así como la pequeña y microempresa (9,3 y 7,6 por ciento de crecimiento, respectivamente).

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

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Jul.18	Ago.18
Crédito a empresas	5,4	6,6	7,9	7,2	7,1
Corporativo y gran empresa	6,0	7,9	10,5	9,4	9,3
Medianas empresas	0,7	1,9	2,5	1,8	2,0
Pequeña y microempresa	9,5	8,8	8,1	8,0	7,6
Crédito a personas	8,7	9,7	10,7	11,0	11,3
Consumo	8,8	10,4	11,6	12,1	12,5
Vehiculares	-4,2	-0,6	-2,7	-2,4	-1,7
Tarjetas de crédito	3,0	3,8	5,9	7,8	8,2
Resto	13,0	14,8	15,6	15,4	15,7
Hipotecario	8,6	8,7	9,5	9,5	9,6
TOTAL	6,6	7,8	9,0	8,6	8,7

47. El crédito en soles ha acelerado su ritmo de expansión, mientras que el crédito en dólares ha moderado sus tasas de crecimiento, lo cual es consistente con el incremento de las tasas de interés en dólares, siguiendo los aumentos de la tasa de la Fed.



Cuadro 37
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual anual)

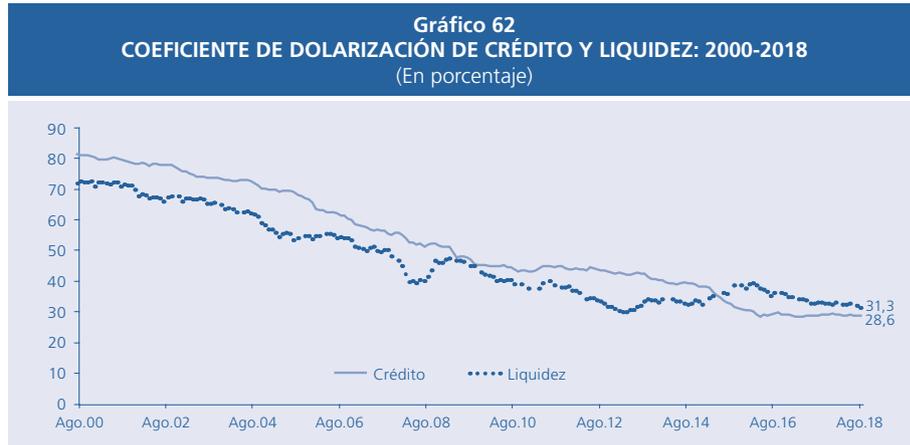
	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Jul.18	Ago.18
Moneda Nacional	5,3	7,4	9,2	9,4	9,6
Moneda Extranjera	9,9	8,6	8,5	6,7	6,5
Total	6,6	7,8	9,0	8,6	8,7

48. El coeficiente de dolarización del crédito, medido a tipo de cambio constante, se ubica en 28,2 por ciento. La desdolarización del crédito a personas continuó disminuyendo especialmente en los segmentos de créditos hipotecarios y vehiculares, cuyos ratios de dolarización se redujeron en agosto a 17,2 y 16,8 por ciento, respectivamente.

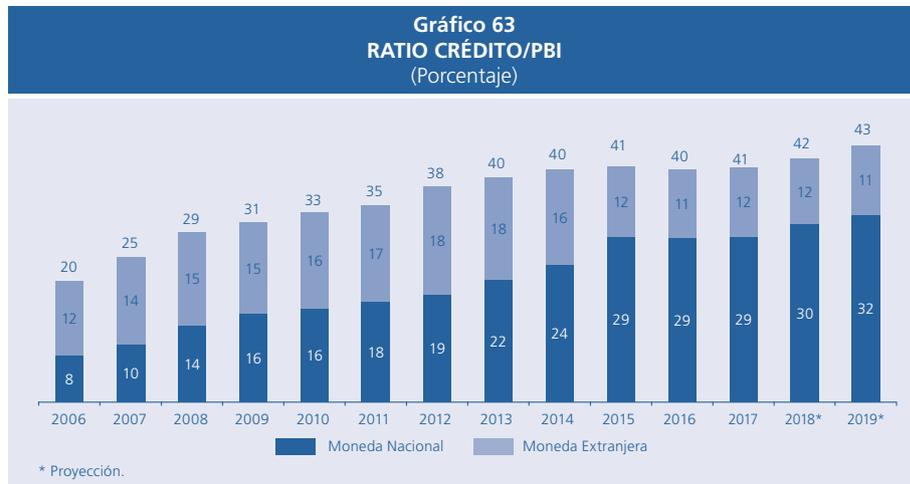
Cuadro 38
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO
(Porcentajes)

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Jul.18	Ago.18
Crédito a empresas	39,7	39,6	39,5	39,3	39,1
Corporativo y gran empresa	53,9	53,5	53,4	52,8	52,7
Medianas empresas	40,5	40,2	40,4	40,4	39,9
Pequeña y microempresa	6,7	6,4	6,2	6,2	6,2
Crédito a personas	11,9	11,4	11,0	10,9	10,7
Consumo	6,8	6,6	6,4	6,4	6,4
Vehiculares	20,2	17,5	15,9	16,8	16,8
Tarjetas de crédito	6,9	7,1	7,2	7,3	7,3
Resto	6,0	5,8	5,6	5,5	5,4
Hipotecario	19,3	18,5	17,7	17,5	17,2
TOTAL	29,3	28,9	28,6	28,5	28,2
A tipo de cambio corriente	29,3	28,8	28,8	28,7	28,6





49. Para el horizonte de proyección 2018-2019, se prevé que el **crédito al sector privado** crezca a tasas mayores que el PBI nominal con lo que su ratio respecto al PBI se incrementaría de 41 por ciento a 43 por ciento en ese periodo. Esta evolución toma en cuenta, condiciones monetarias flexibles y la recuperación del ritmo de crecimiento de la demanda interna para estos años.



50. El ratio de **morosidad del crédito** fue 3,59 por ciento en agosto, superior al registrado en junio de 2018 (3,45 por ciento). La morosidad para el caso de los créditos a empresas se incrementó de 3,54 a 3,71 por ciento entre junio y agosto, mientras que en el caso de los créditos a las personas, este indicador aumentó de 3,28 a 3,35 por ciento.

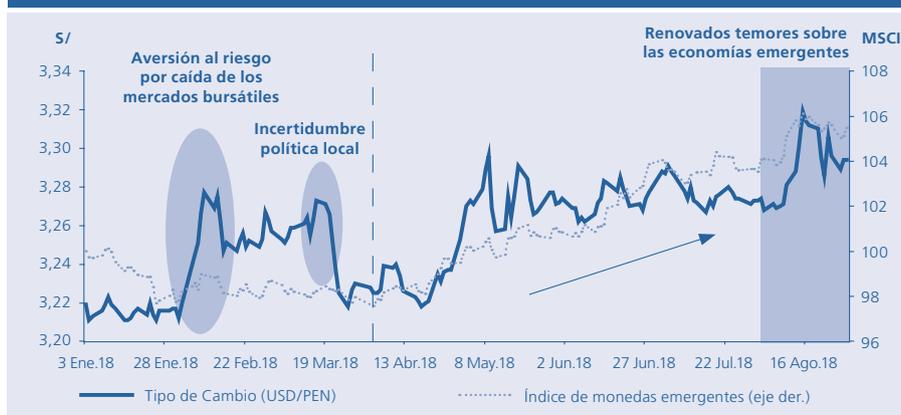
Cuadro 39
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(Porcentajes)

	Dic.17	Mar.18	Jun.18	Jul.18	Ago.18
Crédito a empresas	3,33	3,48	3,54	3,64	3,71
Corporativo y gran empresa	0,47	0,54	0,57	0,60	0,62
Medianas empresas	7,02	7,38	7,46	8,00	8,19
Pequeña y microempresa	7,12	7,53	7,74	7,71	7,83
Crédito a personas	3,29	3,27	3,28	3,32	3,35
Consumo	3,70	3,60	3,59	3,60	3,65
Vehiculares	5,13	4,89	4,84	4,73	4,77
Tarjetas de crédito	6,10	6,14	5,59	5,45	5,33
Hipotecario	2,78	2,86	2,89	2,95	2,97
TOTAL	3,31	3,40	3,45	3,52	3,59

Tipo de cambio e intervención cambiaria

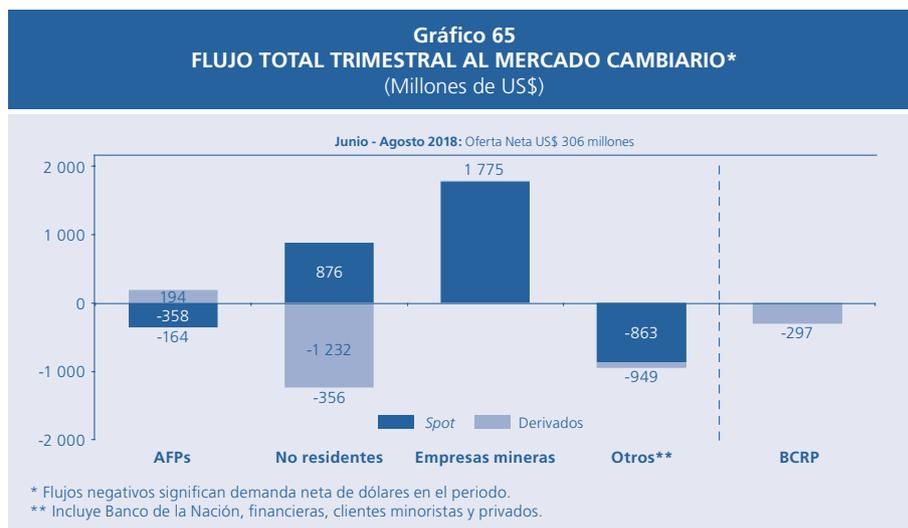
51. Entre junio y agosto de 2018, el tipo de cambio subió 0,7 por ciento, pasando de S/ 3,272 a S/ 3,294 por dólar. Con ello, el sol registra una depreciación acumulada de 1,7 por ciento en lo que va del año. Sin embargo, dentro del periodo la evolución del tipo de cambio no fue uniforme. Así, entre junio y las primeras semanas de agosto, el **tipo de cambio** se mantuvo estable debido al contexto externo menos negativo al reducirse la presión sobre los activos de economías emergentes y menor incertidumbre por tensiones comerciales al lograrse un acuerdo entre Estados Unidos y México. Posteriormente, en las últimas tres semanas de agosto, el sol se depreció 0,7 por ciento ante el riesgo de un posible contagio, al verse nuevamente afectadas las economías emergentes por la situación económica de Turquía y Argentina, y temores por tensiones comerciales entre China y Estados Unidos. Con respecto a lo anterior, es importante resaltar que desde abril el valor de la moneda en las economías emergentes ha estado influenciado por el mencionado contexto internacional negativo.

Gráfico 64
TIPO DE CAMBIO SOL-DÓLAR E ÍNDICE MSCI DE MONEDAS EMERGENTES: 2018





Con respecto a los **flujos en el mercado cambiario local**, entre junio y agosto de 2018 se registró una ligera oferta de dólares por US\$ 306 millones a pesar de la depreciación anteriormente mencionada, donde dicha oferta provino de empresas mineras (US\$ 1 775 millones). Por otro lado, la demanda provino mayormente de agentes no residentes (US\$ 356 millones), principalmente en el mercado de derivados. En particular, los agentes no residentes ofrecieron dólares en el mercado *spot* (US\$ 876 millones), en línea con el incremento de su posición en activos locales en bonos soberanos, pero también demandaron dólares en el mercado de derivados (US\$ 1 232 millones) con el principal objetivo de cubrir el riesgo cambiario de dichos activos en soles.

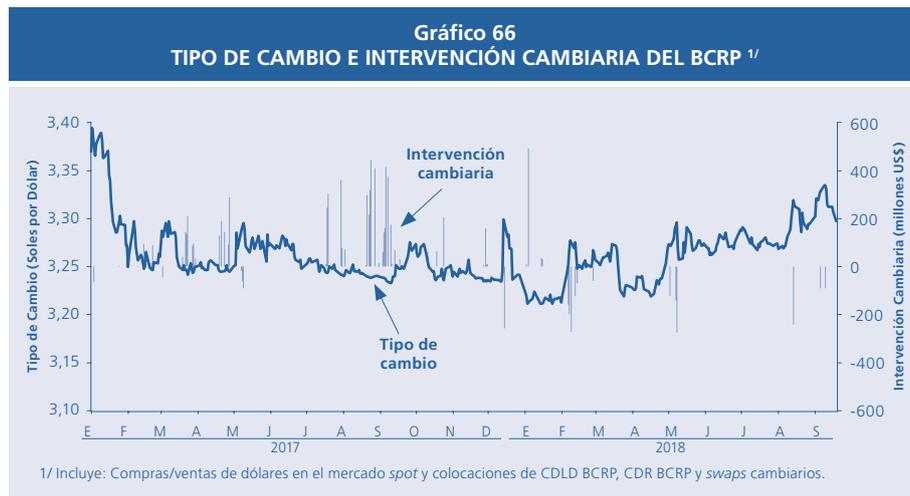


En cuanto a las acciones del Banco Central en el mercado cambiario, éste dejó vencer *Swaps* Cambiarios Venta (SCV) por US\$ 383 millones a inicios de julio. Posteriormente, intervino en un único día dentro del periodo, subastando *Swaps* Cambiarios Venta por US\$ 241 millones el 15 de agosto, ante la mayor volatilidad cambiaria y demanda por cobertura. Cabe señalar que en el mismo periodo el BCRP no intervino en el mercado cambiario *spot*.

Cuadro 40
INTERVENCIÓN CAMBIARIA

Días de negociación	Número de días de intervención					
	Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total (spot y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención	Desviación estándar del Tipo de Cambio (anualizado var.%)	
2017	249	55	23	63	25%	4,5%
Ene.17-Ago.17	166	38	15	43	26%	4,6%
Ene.18-Ago.18	165	4	12	15	9%	3,6%

Como resultado de una menor volatilidad cambiaria, el número de intervenciones del BCR, en relación al número de días de negociación, bajó de 26 por ciento entre enero y agosto de 2017 a 9 por ciento en igual lapso del presente año. Se mantiene de esta manera la política de intervención cambiaria orientada a la reducción de volatilidades excesivas en el tipo de cambio sin oponerse a la evolución de los fundamentos del tipo de cambio.



Cuadro 41
INTERVENCIÓN POR TIPO DE INSTRUMENTO*
(Millones de US\$)

	Compras netas en mesa de negociación	Compras netas utilizando derivados e instrumentos indexados						TOTAL
		Colocación de CDR	Vencimiento de CDR	Colocación de CDLD	Vencimiento de CDLD	Colocación de Swap cambiario Ventas	Vencimiento de Swap cambiario Venta	
2017	5 246	-368	347	1 453	-1 329	-172	322	5 499
Ene.-May. 2018	184	-733	835	382	-502	-720	337	-217
Junio 2018	0	0	0	0	0	0	0	0
Julio 2018	0	0	156	0	0	0	383	539
Agosto 2018	0	0	0	0	0	-241	0	-241
2018**	184	-733	991	382	-502	-961	720	81

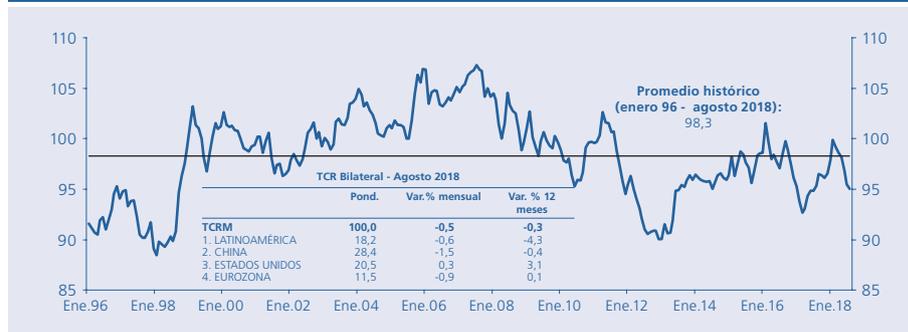
* Negativo indica ventas netas de dólares.
** Al 31 de agosto.

52. El **índice de tipo de cambio real multilateral** se ubicó en un nivel de 95,0 en agosto de 2018, nivel menor en 0,3 por ciento con respecto a similar periodo del año previo. Esta ligera disminución en los últimos doce meses se ha debido principalmente a la mejora del tipo de cambio real con respecto a Latinoamérica (4,3 por ciento), compensado por la depreciación real bilateral con respecto a Estados Unidos (3,1 por ciento). Cabe destacar que en los últimos meses el tipo de cambio real multilateral ha fluctuado alrededor de su promedio histórico, calculado en 98.





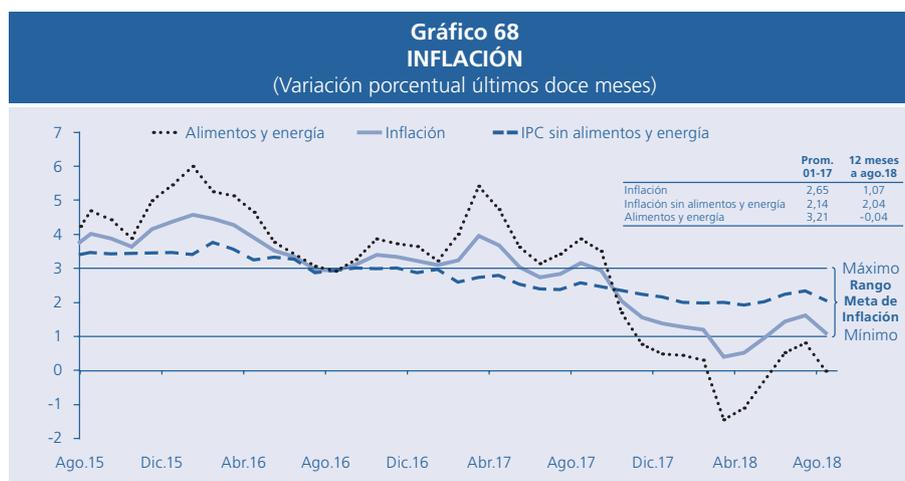
Gráfico 67
TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL
(Índice 2009=100)



VI. Proyección de la inflación y balance de riesgos

Evolución a agosto de 2018

53. La tasa de inflación anual pasó de 1,4 por ciento en diciembre de 2017 a 1,1 por ciento en agosto de 2018, en tanto que el indicador de inflación tendencial pasó de 2,0 a 2,1 por ciento en el mismo lapso. Esta diferencia entre las tasas de crecimiento general de precios al consumidor y la tendencial se explica por la reducción de precios de alimentos y bebidas como reflejo de la regularización de la actividad agrícola tras el fenómeno El Niño de 2017.



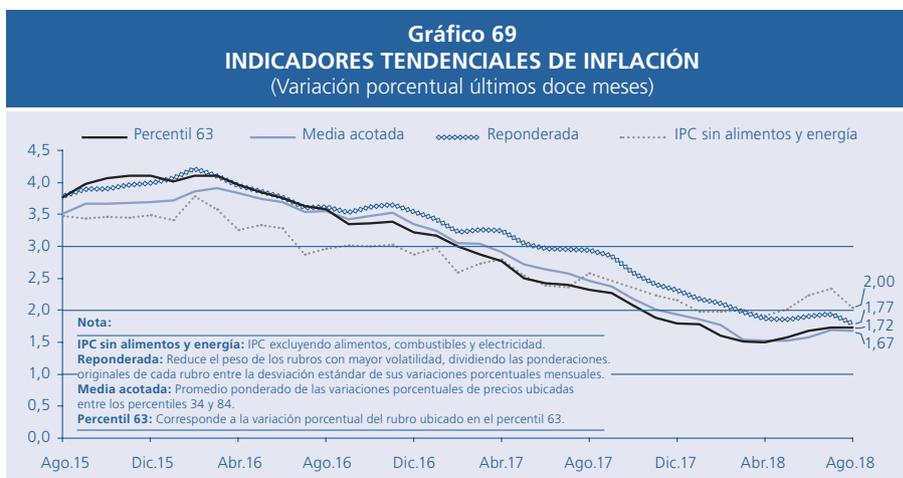
Cuadro 42
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2017	2018	
			Ene.-Ago.	12 meses
IPC	100,0	1,4	1,6	1,1
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	2,1	1,7	2,0
a. Bienes	21,7	1,2	1,7	1,9
b. Servicios	34,8	2,7	1,7	2,1
2. Alimentos y energía	43,6	0,5	1,5	0,0
a. Alimentos y bebidas	37,8	0,3	1,2	-1,1
b. Combustibles y electricidad	5,7	1,6	3,3	7,2
- Combustibles	2,8	3,9	4,7	8,3
- Electricidad	2,9	-0,2	2,2	6,5



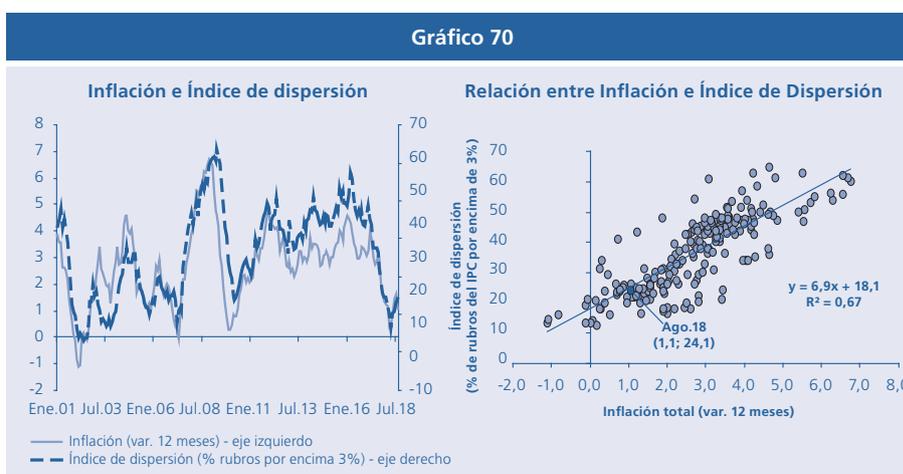


54. La medición de la inflación tendencial de acuerdo a distintas metodologías revela tasas entre 1,7 y 2,0 por ciento, esto es dentro del rango meta de inflación.



55. El bajo nivel del índice de dispersión de los precios al consumidor sugiere la ausencia de presiones inflacionarias generalizadas. Este índice es una herramienta que permite analizar qué tan dispersas son las presiones al alza de precios, pues mide el porcentaje de rubros de la canasta del IPC cuyas variaciones interanuales son mayores a 3 por ciento.

Considerando el periodo de enero de 2001 a julio de 2018, el índice de dispersión ha capturado episodios de incremento y disminución de la inflación anual. La relación entre estas dos variables sugiere que las altas tasas de inflación se asocian por lo general a un alto porcentaje de rubros con variaciones interanuales igualmente elevadas y, por el contrario, son atípicos los meses en los que las altas tasas de inflación se explican por el incremento de un reducido número de rubros. Actualmente, el bajo nivel de inflación se encuentra asociado con un nivel igualmente bajo del índice de dispersión



Proyección 2018 - 2019

56. 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).

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



La rápida normalización de los choques de oferta está corrigiendo la evolución de las expectativas de inflación en dirección hacia el punto medio del rango meta. Esta tendencia de las expectativas de inflación, sumada a la ausencia de presiones inflacionarias de demanda y una inflación importada moderada, conllevan a que la inflación sin alimentos y energía se mantenga muy cerca de 2,0 por ciento en el horizonte de proyección. Con ello se espera que la inflación se ubique a fines de 2018 alrededor de 2,2 por ciento y de 2,0 por ciento en 2019.

57. Los determinantes de la proyección de inflación se discuten a continuación:
- a) Se prevé que las **expectativas de inflación a 12 meses** continúen reduciéndose durante el horizonte de proyección hasta converger a alrededor de 2,2 por ciento durante 2018.

Las encuestas de expectativas siguen mostrando la moderación de las expectativas de inflación para 2018 y 2019 tal como se observa en el siguiente cuadro.





Cuadro 43
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: INFLACIÓN (%)
(Variaciones porcentuales)

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

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

Gráfico 72
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
(Puntos porcentuales)

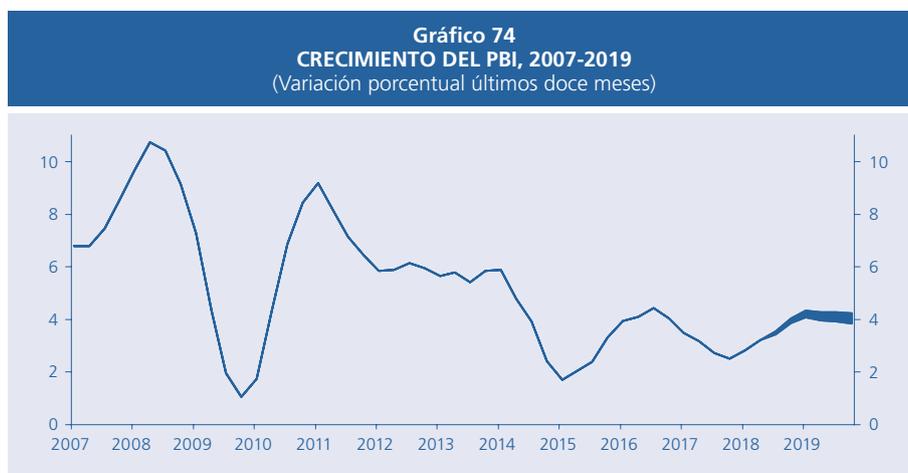


- b) Se prevé que el mayor gasto fiscal en proyectos de infraestructura, condiciones externas favorables en el presente año, una mejora en la confianza empresarial y el efecto del estímulo monetario, contribuyan a acercar la **brecha producto** a su posición neutral a fines de 2019.

Gráfico 73
BRECHA DEL PRODUCTO, 2010-2019
(Porcentaje del PBI potencial)

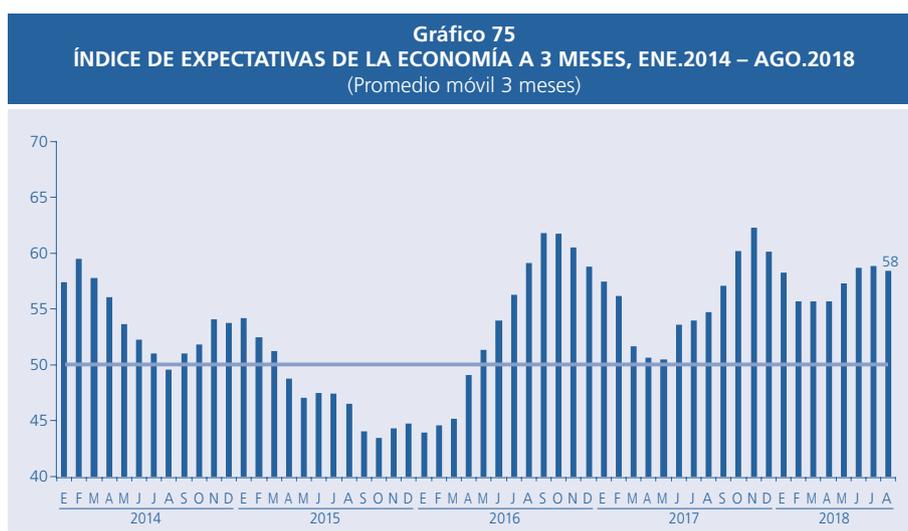


La proyección de crecimiento económico en el horizonte 2018-2019 a una tasa de 4,0 por ciento anual es consistente con esta recuperación gradual de la brecha del producto.



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

- **Confianza empresarial:** se prevé que la confianza continúe evolucionando favorablemente y se mantenga dentro del tramo optimista en el horizonte de proyección, consistente con la previsión de un crecimiento de la inversión privada de 5,5 por ciento para 2018 y 6,5 por ciento en 2019.



- **Condiciones externas:** se prevé condiciones externas favorables para 2018 impulsadas por el incremento en los términos de intercambio y por un mayor ritmo de crecimiento de nuestros socios comerciales que el observado

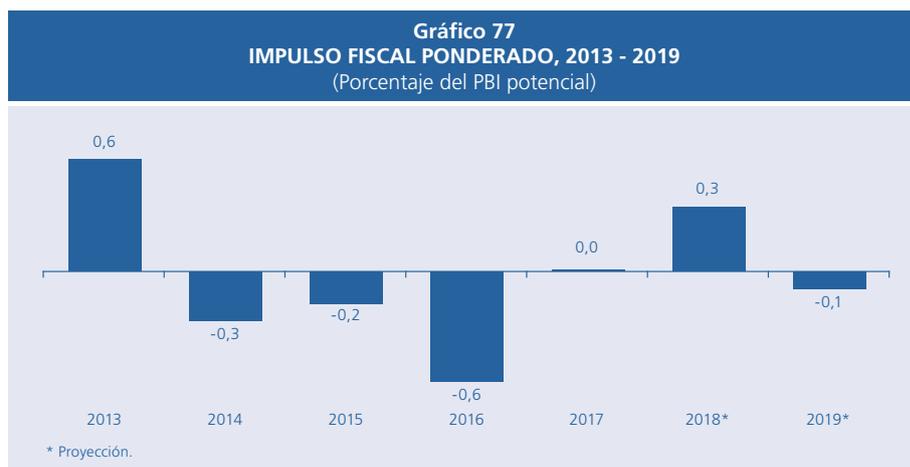




durante 2017. Para 2019 se anticipa una moderación en las condiciones externas.

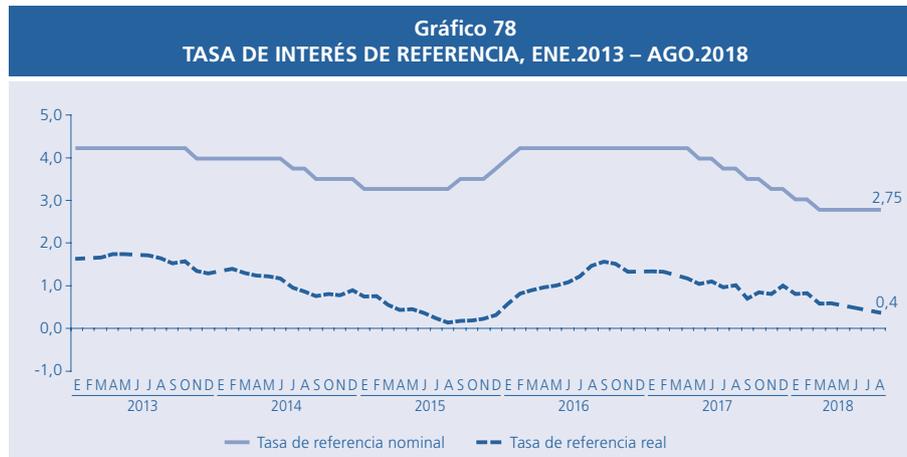


- **Impulso fiscal:** el impulso fiscal ponderado estimado para 2018 sería significativo y estaría explicado por el mayor gasto asociado al proceso de reconstrucción de la infraestructura afectada por el Fenómeno El Niño Costero y la infraestructura para los Juegos Panamericanos. Se espera que el impulso fiscal se ubique alrededor de su posición neutral para 2019 debido al menor gasto de gobiernos subnacionales.



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



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

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

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

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

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





Cuadro 45
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN
(Tasas anuales)

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

Balance de riesgos en el horizonte 2018 - 2019

58. 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 de demanda externos**

El escalamiento de la guerra comercial iniciada por parte de Estados Unidos y la represalia de China podrían generar mayor incertidumbre sobre la actividad económica mundial, lo cual generaría posibles impactos inflacionarios –por depreciación de la moneda– y recesivos por una disminución de la actividad económica mundial. El impacto de este riesgo y su probabilidad de ocurrencia son mayores al previsto en el Reporte de Inflación de junio.

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

Ajustes inesperados en las tasas de interés por parte de la Fed y volatilidad financiera en algunas economías emergentes podrían presionar el tipo de cambio al alza, y en el corto plazo, a través del efecto en la inflación importada, podría incrementar la inflación. La incidencia de este escenario se ha incrementado respecto al Reporte de inflación anterior.

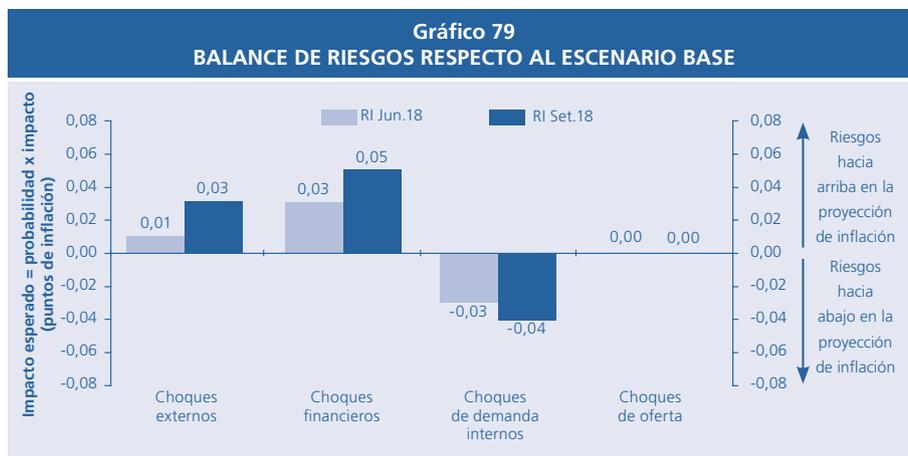
c. **Choques negativos en la demanda interna**

La recuperación económica podría ser más moderada si la inversión pública y la privada crecen a tasas menores a las esperadas, lo que supondría una brecha del producto más negativa por un periodo más prolongado, con lo que la inflación tendería a ubicarse por debajo del escenario base. La incidencia de este riesgo se revisa al alza con respecto al Reporte de Inflación anterior.

d. **Choques de oferta**

El riesgo de un repentino aumento en el precio de algunos alimentos tiene un impacto esperado nulo, similar al contemplado en el Reporte de Inflación de junio.

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



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.]