

The background of the slide is a photograph of a modern building facade. The building is primarily grey with large glass panels. The name 'BBVA Continental' is visible on the upper part of the building, written in a light color. The sky is a pale, overcast blue. In the foreground, there are some dark, curved architectural elements and a small green plant.

# Situación Perú

4° TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE PERÚ

## Índice

<b>1. Resumen</b>	<b>3</b>
<b>2. Crecimiento global robusto, estable y más generalizado</b>	<b>5</b>
<b>3. Perú: crecimiento se acelerará en 2018, en línea con impulso fiscal y favorables condiciones externas</b>	<b>7</b>
<b>4. Política fiscal: se mantiene la calificación crediticia y mejoran perspectivas de ingresos en un entorno de recuperación de los precios de los metales</b>	<b>16</b>
<b>5. Déficit en cuenta corriente en niveles bajos y compatibles con un ratio relativamente estable de pasivos externos sobre PIB en 2017-2021</b>	<b>19</b>
<b>6. Mercados financieros: tipo de cambio estable a corto plazo, pero hacia adelante prevemos una ligera depreciación del PEN</b>	<b>20</b>
<b>7. Inflación: anticipamos un escenario sin mayores presiones sobre los precios para los siguientes meses</b>	<b>22</b>
<b>8. Política monetaria: no descartamos un recorte adicional de la tasa de referencia en lo que resta del año</b>	<b>23</b>
<b>9. Riesgos sobre nuestra previsión de crecimiento para 2018</b>	<b>24</b>
<b>10. Cuadros</b>	<b>26</b>

**Fecha de cierre: 6 de octubre de 2017**

## 1. Resumen

**El panorama económico ha mejorado en el segundo semestre del año:** el contexto internacional es favorable, los impactos negativos del fenómeno climatológico El Niño Costero se disipan, y las políticas fiscal y monetaria adquieren un tono más contracíclico. Con ello, la demanda interna tenderá a dinamizarse, lo que compensará el menor ritmo de expansión de las exportaciones. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre apuntan en ese sentido. La inversión se empieza a recuperar, sobre todo la pública pero también la privada. Sectorialmente, la Construcción está ganando tracción, mientras que el desempeño de los Servicios y el Comercio mejora. Como resultado, **la economía peruana crecerá en torno a 2,5% interanual en la segunda mitad del año y cerca de esa cifra en el conjunto de 2017.** La expansión del PIB en el segundo semestre no será así mucho mayor que en el primero (2,3%), pero sí habrá un cambio interesante al interior del producto: se moderará la expansión de las actividades extractivas, más vinculadas con las exportaciones, y se irán recuperando las actividades que reflejan de manera más estrecha el desempeño de la demanda interna.

**La previsión que tenemos para el crecimiento de la actividad económica el próximo año está fuertemente condicionada a la expansión que se anticipa para el gasto público.** El gasto para reconstruir las zonas que fueron afectadas por El Niño Costero y la aceleración de los trabajos para construir infraestructura (la segunda línea del metro de Lima, por ejemplo) y las sedes (y obras viales complementarias) que se utilizarán durante los Juegos Panamericanos de 2019 contribuirán directamente con 2,3 puntos porcentuales al PIB del próximo año según nuestras estimaciones. Aunque algo más moderados, los vientos de cola del entorno internacional seguirán, y junto con el impulso fiscal favorecerán que el gasto del sector privado mejore. **Es en ese contexto que prevemos que la economía peruana crecerá cerca de 4% en 2018.** De manera consistente con el desempeño más positivo de la demanda interna, sectorialmente serán la Construcción, la Manufactura no primaria y los Servicios algunas de las actividades que avanzarán más el próximo año.

**El incremento del gasto público en 2018 tendrá un impacto positivo sobre la actividad económica, pero también es cierto que resultará en cierto deterioro de las cuentas fiscales.** Estimamos que esto será, por la naturaleza del mayor gasto que se dará, **solo transitorio. En 2019 empezará la consolidación fiscal.** Es importante mencionar en ese sentido que las principales calificadoras de riesgo han mantenido la calificación crediticia soberana de Perú con perspectiva estable, algo que no ha ocurrido en algunos de los demás países de la región. Hay coincidencia en el historial de credibilidad de la política económica peruana y las cuentas externas han mejorado, fortalezas clave que permiten al país implementar una flexibilización temporal del gasto público asociada al proceso de reconstrucción. En ese escenario, prevemos que la deuda pública bruta se estabilizará en torno a 29% del PIB hacia el año 2021, por debajo del límite que impone la ley (30%).

Por el lado de los mercados financieros locales, y en particular el cambiario, la **moneda peruana se ha apreciado 3% en lo que va del año.** Este fortalecimiento se ha dado en un contexto de mayor oferta de moneda extranjera asociada a la mejora en la balanza comercial y a un fuerte apetito por activos financieros locales. En el último caso,

por ejemplo, los inversionistas no residentes adquirieron en torno a 75% de la emisión neta de bonos soberanos que el Gobierno peruano realizó en lo que va de 2017. El Banco Central ha venido interviniendo de manera activa en el mercado cambiario con la finalidad de reducir las presiones a la baja sobre el tipo de cambio. Prevemos, sin embargo, que en adelante el tipo de cambio tenderá a subir. Esta tendencia recoge que tanto la Reserva Federal de Estados Unidos como el Banco Central Europeo irán gradualmente normalizando la posición de sus políticas monetarias, con lo que la liquidez global, hasta ahora abundante, irá reduciéndose. En ese contexto, los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se incrementarán y el dólar se fortalecerá, lo que desincentivará la búsqueda de rentabilidad en los activos de economías emergentes como la peruana. Además, el crecimiento de China irá moderándose y los precios de los metales, entre ellos el cobre, corregirán a la baja. Y finalmente, del lado local, las importaciones se acelerarán con la mejora de la demanda interna, lo que implicará una mayor demanda de dólares. Como resultado, **estimamos que el tipo de cambio cerrará el año en un nivel no muy distinto al actual (entre 3,25 y 3,30), pero que se depreciará moderadamente en 2018 y finalizará ese año entre 3,30 y 3,35.**

Por el lado de los precios, la inflación volvió al rango meta en septiembre (2,9%). Esto se dio, principalmente, por la corrección que han tenido los precios de los alimentos que se elevaron a principios de año debido a El Niño Costero. La inflación subyacente, la inflación que excluye alimentos y energía, y las expectativas inflacionarias están todas dentro del rango meta. En ausencia de choques de oferta, la inflación seguirá disminuyendo porque hay holguras en la economía (ausencia de presiones de demanda), la depreciación que anticipamos para la moneda local es solo moderada, y en el corto plazo los precios de algunos alimentos aún corregirán a la baja. Estimamos que en ese contexto la inflación fluctuará desde fines de este año y durante el próximo entre 2,0% y 2,5%, salvo en el primer trimestre de 2018, cuando probablemente se ubicará transitoriamente por debajo de esos niveles debido a la alta base de comparación interanual de principios de este año (por efectos de El Niño Costero).

**En este entorno de debilidad del PIB y de la demanda interna en la primera mitad del año**, y tomando en cuenta que la inflación estaba desviada por encima del rango meta de manera solo transitoria (choques de oferta negativos), **el Banco Central ha venido flexibilizando la posición de la política monetaria** a través de rebajas del encaje y de la tasa de interés de referencia. Sin embargo, con el mayor empuje del gasto público desde el segundo semestre, la flexibilización monetaria adicional, en particular a través de la tasa de interés de referencia, se torna menos necesaria. Actualmente la tasa de política se ubica en 3,50%. Sin embargo, nuestro escenario base de proyección no descarta que esta tasa concluya el año en 3,25% (y que se mantenga así en 2018): si la recuperación del gasto público y de la inversión privada no logra sostenerse, o si esa recuperación continúa pero no es tan fuerte como anticipa el banco central (esto es lo que considera nuestro escenario base), podría darse un nuevo recorte de tasa que la lleve a 3,25%. Habrá espacio para hacerlo porque la inflación irá bajando y la depreciación de la moneda local estará relativamente contenida.

Para finalizar, **nuestras previsiones de crecimiento económico para 2017 y 2018 están sujetas a ciertos riesgos:** las vulnerabilidades financieras que sigue presentando China, incertidumbre sobre lo que hará la FED en 2018, retrasos en las labores de reconstrucción y de construcción de infraestructura, y deterioro de las confianzas del sector privado.

## 2. Crecimiento global robusto, estable y más generalizado

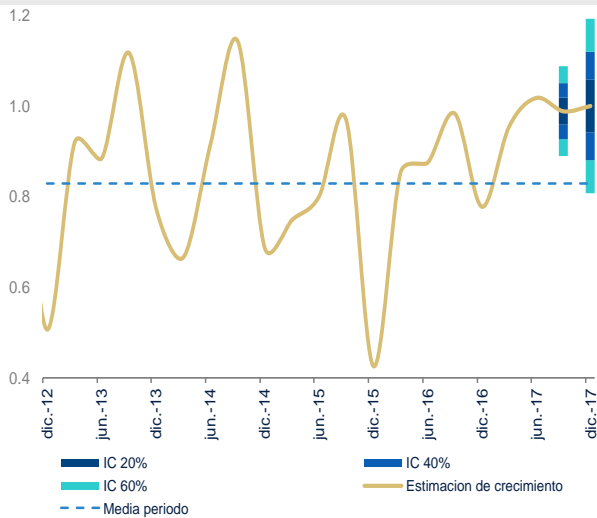
El crecimiento de la economía mundial se ha estabilizado a mediados de año alrededor del 1% t/t, y los indicadores disponibles hasta el momento sugieren que este avance se estaría manteniendo en la segunda parte del año (Gráfico 2.1). Esta dinámica positiva refleja un mejor desempeño económico en todas las áreas, lo que hace que la actual recuperación sea la más sincronizada desde la crisis financiera de 2008-9.

Este entorno de crecimiento positivo y más sincronizado viene acompañado hasta ahora de niveles de inflación moderados, también generalizados por áreas, a pesar de la abundancia de liquidez en los mercados, mientras que sigue sin haber señales claras de acumulación de presiones inflacionistas. Este contexto ayuda a que los bancos centrales en las economías emergentes tengan más margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento, mientras que permite a las autoridades monetarias en las economías avanzadas seguir siendo cautas a la hora de implementar la normalización. En un entorno en el que el crecimiento sigue siendo dinámico y sin sorpresas a la baja en inflación, los bancos centrales continúan adelante con el proceso gradual de retirada de los estímulos monetarios. En particular, en la Reserva Federal (Fed) esperamos una subida de tipos oficiales de 25 pbs en diciembre de este año y dos subidas adicionales hasta el 2% en 2018. Sin embargo, la incertidumbre sobre la senda de subidas ha aumentado no sólo porque la inflación se mantiene en niveles bajos, sino por los cambios de varios de los miembros de la Fed.

Como en el trimestre anterior, la combinación de baja volatilidad, tipos bajos y debilidad del dólar han dibujado un entorno favorable para países emergentes. Las estrategias de búsqueda de rentabilidad han propiciado fuertes entradas de flujos en emergentes, sobre todo en deuda, así como la apreciación de las divisas. En general, el panorama internacional ha sido acompañado por unos mercados financieros relativamente complacientes que no están sufriendo de manera persistente por las fuentes de estrés político o geopolítico.

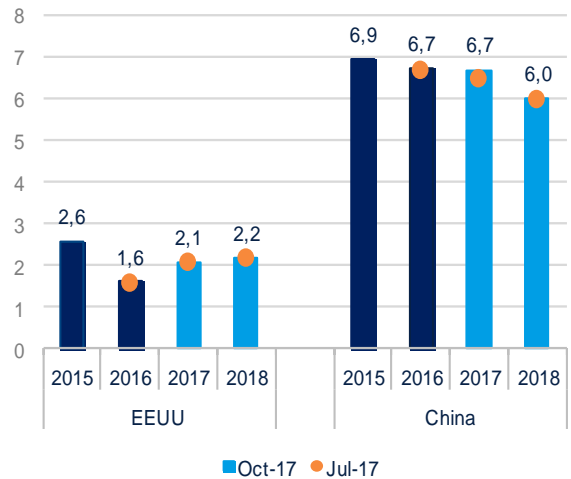
Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento global se acelera hasta el 3,4% en 2017-18, lo que supone una revisión al alza de alrededor de dos décimas este año y una aceleración desde el 3,2% del año pasado. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para China como para Europa en 2017 debido a las sorpresas positivas en ambas regiones desde el segundo trimestre. Así, anticipamos que China crezca 6,7% y 6% en 2017-18 (Gráfico 2.2), mientras Europa lo haría un 2,2% y 1,8%. Para EE.UU. se mantiene la proyección de un crecimiento sostenido algo por encima del 2% en el horizonte de previsión (Gráfico 2.2), mientras que el mayor avance esperado para las economías latinoamericanas se va confirmando. Por su parte, el crecimiento del resto de economías asiáticas seguirá siendo robusto, pero sentirá los efectos de la moderación prevista de la economía China en los próximos trimestres.

**Gráfico 2.1** Crecimiento PIB mundial (t/t, %)   
 Previsiones basadas en BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

**Gráfico 2.2** Crecimiento del PIB en EEUU y China (%)



Fuente: BBVA Research

Los factores subyacentes que han ayudado a la aceleración y estabilización del crecimiento mundial seguirán estando presentes, si bien algunos podrían ir desvaneciéndose gradualmente en los próximos trimestres. El más inmediato será la normalización de la política monetaria por parte tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo, ya que supondrá una reducción paulatina de la liquidez global y un menor apoyo a los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Además, siguen existiendo múltiples riesgos de carácter político que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados.

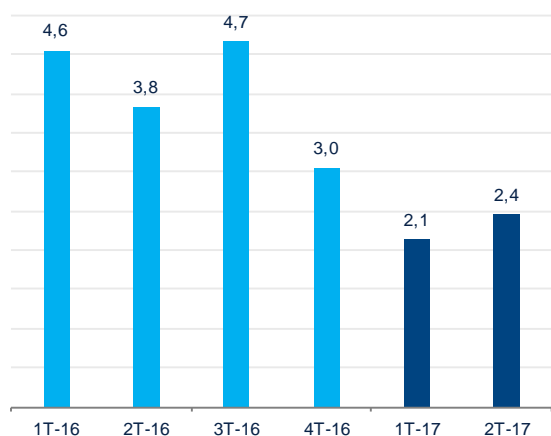
Los riesgos a la baja sobre este escenario global que más pueden afectar a América Latina siguen siendo, por el lado de EEUU las incógnitas sobre la implementación de las medidas de política económica anunciadas, mientras que el largo periodo de expansión cíclica junto con unas políticas de demanda laxas siguen favoreciendo la acumulación de vulnerabilidades financieras que podrían desencadenar una recesión en el medio plazo. Por el lado de China, la estrategia de las autoridades y la desaceleración más gradual del crecimiento han reducido los riesgos en el horizonte de previsión, pero siguen aumentando en el medio plazo ya que el endeudamiento continúa creciendo, con unos indicadores del servicio de la deuda en niveles elevados, mientras que los ajustes de las empresas estatales se siguen postergando.

### 3. Perú: crecimiento se acelerará en 2018, en línea con impulso fiscal y favorables condiciones externas

La actividad económica creció 2,4% en el segundo trimestre de 2017, una cifra no muy distinta a la del primero. La mayor extracción pesquera explicó cerca de dos tercios de esa expansión, empuje que es solo transitorio

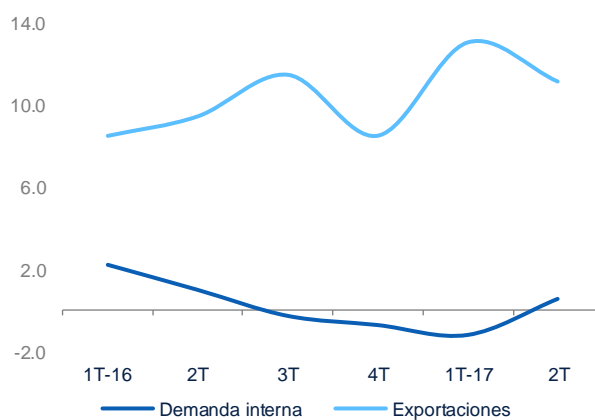
El PIB continuó mostrando un bajo dinamismo en el segundo trimestre (ver Gráfico 3.1). Por el lado sectorial, lo positivo fue el empuje del conjunto de actividades primarias, es decir, de aquellas vinculadas con la extracción de recursos naturales. La Pesca, en particular, se vio favorecida por la mayor extracción de anchoveta en un contexto en el que la primera temporada de captura de esta especie en la zona centro-norte del litoral empezó este año más temprano que el año pasado y en el que la cuota que se estableció para los desembarques fue bastante mayor. Ello, a su vez, tuvo un impacto positivo sobre la industria que elabora harina y aceite de pescado. Estimamos que los mayores desembarques de anchoveta explicaron alrededor de un punto porcentual y medio de la tasa de crecimiento del PIB en el trimestre. El conjunto de actividades no primarias, por el contrario, tuvo un desempeño incluso más débil que en el primer trimestre del año. Por el lado del gasto, lo que se observó fue una fuerte expansión de las exportaciones -que sigue así reflejando el significativo incremento que ha tenido la producción de cobre, a lo que se sumó la mayor elaboración de harina y aceite de pescado-, en tanto que la demanda interna mantuvo un pobre desempeño (ver Gráfico 3.2). Al interior de esta última, el gasto público y la inversión privada continuaron retrocediendo, aunque de manera más acotada que en el primer trimestre en un entorno en el que el impacto negativo de El Niño Costero empezó a disiparse.

**Gráfico 3.1** PIB (var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research

**Gráfico 3.2** Demanda interna\* y Exportaciones (en términos reales, var. % interanual)

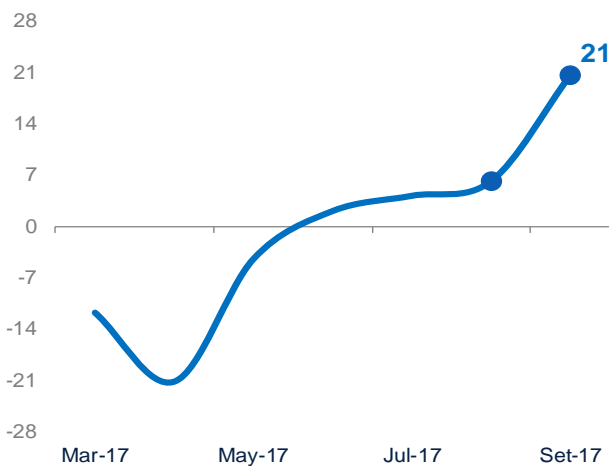


\* Excluye la variación de inventarios  
Fuente: BCRP y BBVA Research

## El ritmo al que avanza el PIB no habría mejorado en el tercer trimestre. Sin embargo, se estaría dando un cambio en la composición del crecimiento: la demanda interna gana protagonismo y las exportaciones pierden fuerza

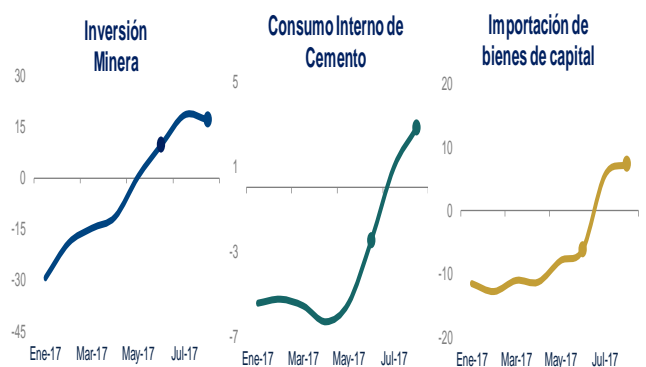
Estimamos que en el tercer trimestre el PIB se incrementó entre 2,0% y 2,5% interanual, una cifra no muy distinta a la que se observó en los dos trimestres anteriores. Sin embargo, al interior del producto se estaría empezando a dar una recomposición. Por el lado del gasto, las exportaciones, el principal soporte del crecimiento desde hace casi dos años, se habrían debilitado en un entorno en el que el ritmo de expansión de la producción de cobre ha cedido y se diluye el impacto positivo de los mayores desembarques de anchoveta (la primera temporada de captura de esta especie en el litoral centro-norte finalizó en julio). Lo contrario habría ocurrido con la demanda interna, que estaría ganando mayor protagonismo. Esta mejora habría encontrado soporte en el favorable panorama externo (en términos del crecimiento mundial, las políticas monetarias expansivas en las economías más desarrolladas, la baja aversión global al riesgo, y los altos precios de los metales) y, localmente, en que los impactos negativos de El Niño Costero están terminando de disiparse y las políticas monetaria y fiscal le están dando más apoyo a la actividad económica. Por ejemplo, la inversión pública ha vuelto a avanzar, algo que no sucedía desde hace un año (ver Gráfico 3.3); los indicadores disponibles para la inversión privada, por su parte, apuntan a que esta habría vuelto a incrementarse en el tercer trimestre (ver Gráfico 3.4), algo que en este caso no ocurría desde fines de 2013.

**Gráfico 3.3** Inversión pública\* (var. % interanual)



\* Corresponde solo al Gobierno General; no incluye a las empresas públicas  
Fuente: BCRP y BBVA Research

**Gráfico 3.4** Indicadores de inversión privada (promedio móvil tres meses, var. % interanual)



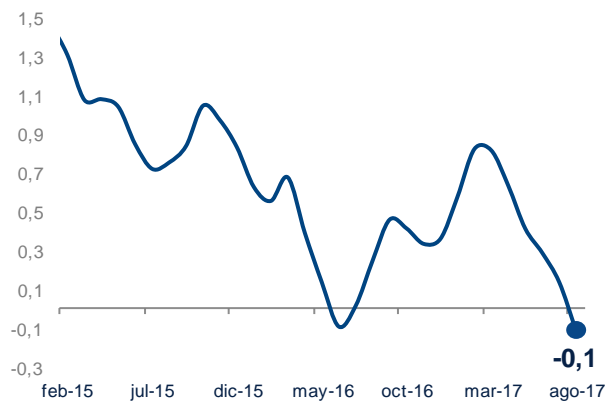
Fuente: MINEM, INEI, BCRP y BBVA Research.

Es importante mencionar que, por el lado del consumo privado, algunos indicadores disponibles muestran también una mejora en los últimos meses, como por ejemplo las ventas de vehículos familiares nuevos. Otros indicadores no son tan auspiciosos. La generación de empleo formal, por ejemplo, sigue siendo débil (ver Gráfico 3.5) y los préstamos de consumo que otorga la banca avanzan a un ritmo cada vez menor (ver Gráfico 3.6). Por lo tanto, es menos claro que el consumo privado haya mejorado mucho en el tercer trimestre. Sin embargo, evidencia pasada



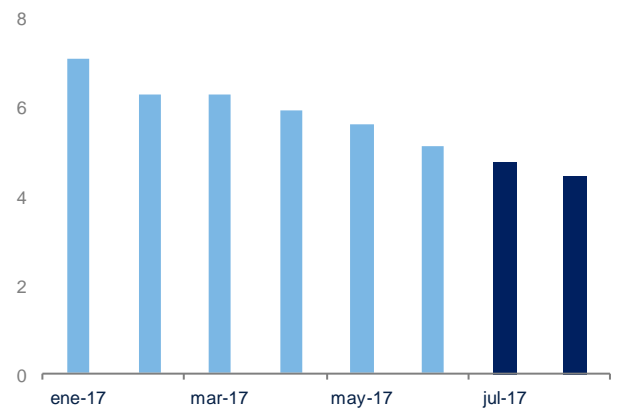
sugiere que el gasto de las familias responde con cierto rezago a la mejora de la inversión. Si esta última es importante y se sostiene, la demanda de trabajo se recuperará conforme se vayan reduciendo las holguras en los sectores productivos, lo que favorecerá la generación de empleo y así el gasto de las familias. La disminución de la inflación que anticipamos para los próximos también incidirá positivamente.

**Gráfico 3.5** Empleo formal urbano (promedio móvil tres meses, var.% interanual)



Fuente: Ministerio de Trabajo y Promoción de Empleo.

**Gráfico 3.6** Banca: colocaciones para financiar consumo (var. % interanual)



Fuente: SBS.

Por el lado sectorial, la recomposición del crecimiento hacia la demanda interna, y en particular hacia la inversión, se refleja en un mejor desempeño de las actividades no primarias. Estimamos que en el tercer trimestre la Construcción volvió a expandirse e incluso habría liderado el crecimiento sectorial, en tanto que Comercio y Servicios habrían registrado un desempeño más positivo. La Pesca y la Manufactura primaria, por otra parte, habrían retrocedido en línea con la menor extracción de anchoveta.

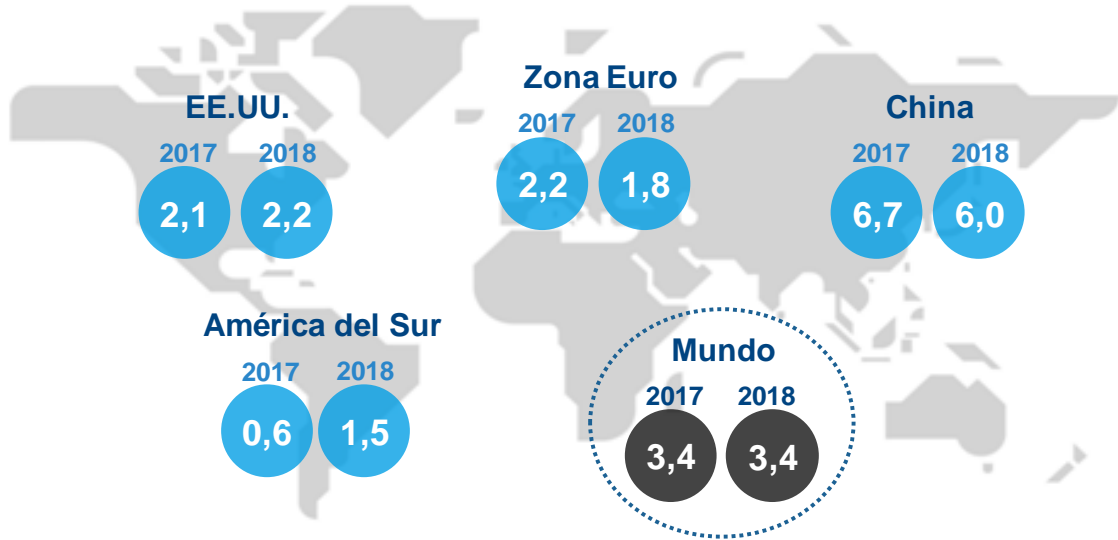
Para lo que resta de este año y para 2018 nuestro escenario base considera condiciones externas favorables y un estímulo fiscal asociado al gasto en reconstrucción e infraestructura. En este contexto, prevemos que Perú crecerá 2,4% en 2017 y 3,9% en 2018

Además de las tendencias actuales que viene mostrando la economía peruana, para lo que resta del año y hacia adelante nuestro escenario base de proyección toma en cuenta lo que sigue.

**Por el lado externo**, condiciones favorables debido a:

- Crecimiento de la actividad económica global. Se consolida en torno a 3,4% en 2017 y 2018 (ver Gráfico 3.7), con una mayor sincronización entre los principales bloques: buen desempeño en las economías desarrolladas (en particular EE.UU. y Europa), mejoras en algunos mercados emergentes como Rusia y Brasil, que salen de profundas recesiones, y una leve moderación en China (mantenemos la previsión de una desaceleración y rebalanceo gradual en el mediano plazo).

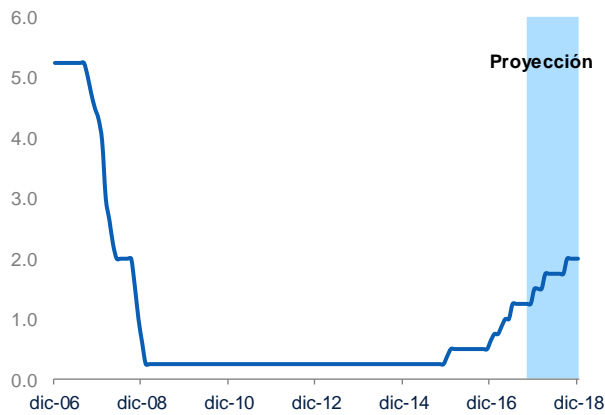
**Gráfico 3.7** Crecimiento mundial  
(var. % interanual)



Fuente: BBVA Research

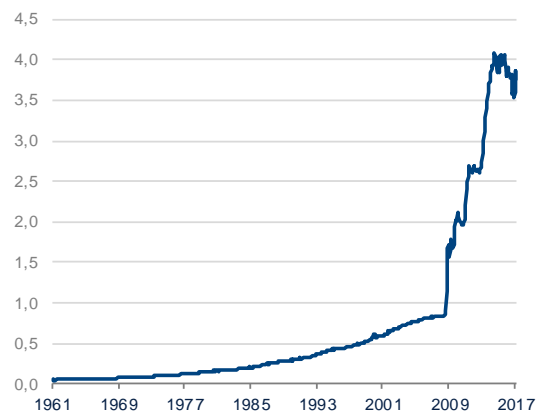
- Política monetaria en los países más desarrollados. Los bancos centrales avanzan hacia una normalización, aunque gradual. En el caso de la FED, esta seguirá normalizando las condiciones monetarias en EE.UU. de manera anunciada y ordenada, lo que facilitará su asimilación por los mercados. Esto implica que la próxima subida de tasa será en diciembre y que habrá dos alzas adicionales en 2018, todas de 25pb cada una (ver Gráfico 3.8). Asimismo, estamos asumiendo que la FED desplegará el proceso de reducción de su balance --ver Gráfico 3.9-- a partir de octubre y de acuerdo con lo anunciado. En el caso del Banco Central Europeo, la reducción de las compras de deuda iniciará en el primer semestre de 2018 y estimamos que no habrá subidas de tasa de interés antes de mediados de 2019.

**Gráfico 3.8** Proyección de la tasa FED  
(%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research.

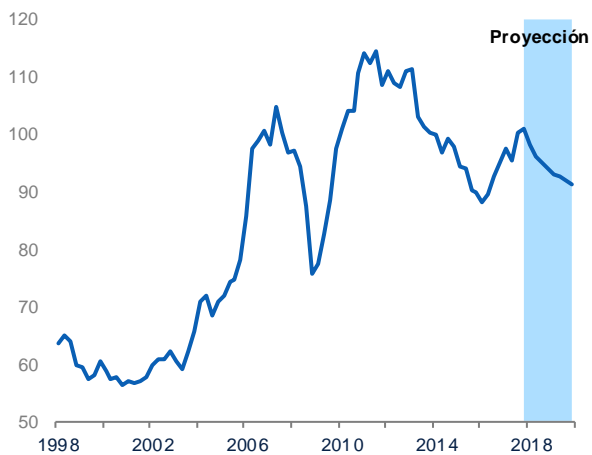
**Gráfico 3.9** EEUU: base monetaria  
(billones de dólares)



Fuente: FED y BBVA Research.

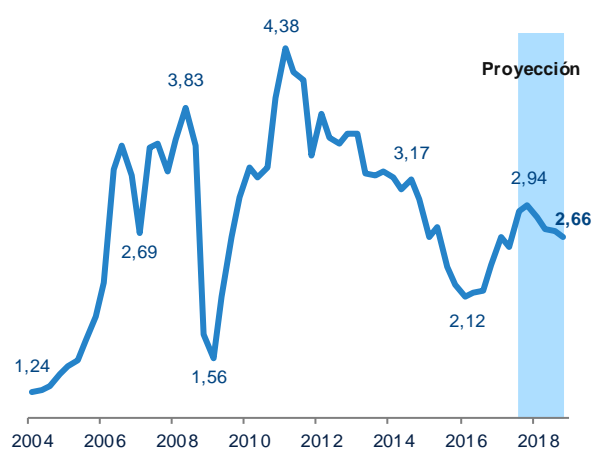
- Los precios promedio de los metales que Perú exporta se estabilizarán en niveles similares a los observados este año, por lo que se mantendrá un escenario con las mejores cotizaciones desde 2015. En cuanto a los precios de los principales productos importados, esperamos una ligera trayectoria al alza, semejante a la que previmos hace tres meses. De esta manera, el nivel promedio de los términos de intercambio, mostrará una recuperación en 2017, luego de cinco años de retrocesos consecutivos, y se corregirá a la baja en el horizonte 2018-2021 (ver Gráfico 3.10).

**Gráfico 3.10** Términos de intercambio (índice, base 2007 = 100)



Fuente: BCRP y BBVA Research

**Gráfico 3.11** Precio del cobre (USD/libra)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

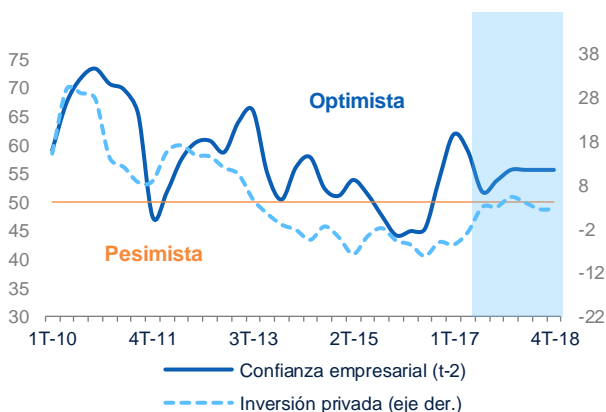
Para 2017, en particular, proyectamos que la cotización promedio anual del cobre aumentará poco más de 25%, lo que en buena parte se explica por el nivel alcanzado en los últimos meses —el precio promedio del cobre superó los USD 3,0 por libra en septiembre, el mayor nivel en casi tres años— en un entorno de depreciación del dólar a nivel internacional y las mayores posiciones por parte de agentes no comerciales (especuladores). Las mejores cifras de China en 1S17 también han respaldado al mayor precio del metal rojo. A mediano plazo, sin embargo, seguimos viendo una convergencia gradual del precio del cobre desde los niveles actuales hacia los USD 2,52 por libra (ver Gráfico 3.11), un nivel más consistente con los balances de oferta y demanda que estimamos actualmente.

En cuanto al petróleo (Perú es un importador neto de este *commodity*), proyectamos que la cotización promedio del WTI para este año se ubicará alrededor de los USD 49 por barril, un aumento con respecto al año anterior, pero ligeramente por debajo de lo que preveíamos hace tres meses. Hacia adelante, seguimos descontando un ajuste gradual de los actuales desbalances y una convergencia hacia niveles de USD 57 por barril.

Por el lado local, estamos considerando los siguientes supuestos:

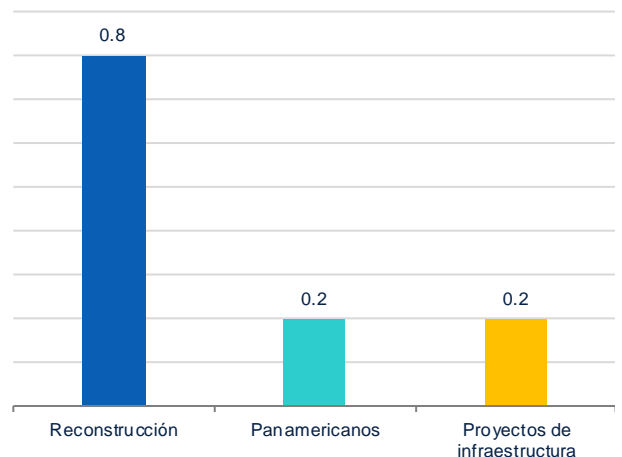
- Los índices de confianzas se mantendrán en niveles similares a los actuales, es decir, fluctuando entre 50 puntos y 55 puntos (ver Gráfico 3.12).
- Un impulso fiscal significativo<sup>1</sup> debido a: (i) las obras de reconstrucción de la infraestructura dañada por el Niño Costero, (ii) una mayor ejecución de las grandes obras de infraestructura (entre ellas la Línea 2 del metro de Lima), y (iii) la construcción de las sedes para la realización de los Juegos Panamericanos (así como también obras viales complementarias). De esta manera, estimamos que el soporte del mayor gasto fiscal en estas tres tareas será importante para el avance de la actividad económica el próximo año, con una contribución directa al crecimiento de alrededor de 1,2 puntos porcentuales (ver Gráfico 3.13).

**Gráfico 3.12** Confianza empresarial e Inversión privada (índice en puntos, var. % interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

**Gráfico 3.13** Soporte del mayor gasto público: contribución al crecimiento del PIB en 2018 (puntos porcentuales)\*



\* Cifras reflejan el aumento en 2018 del gasto público en cada tarea (en comparación con 2017), luego expresadas como porcentaje del PIB.  
Fuente: BBVA Research

Bajo el escenario base descrito, prevemos que el PIB crecerá 2,4% en 2017 y 3,9% en 2018. Por el lado sectorial, los sectores primarios<sup>2</sup> seguirán siendo los más dinámicos (proyectamos que el conjunto de estos sectores crecerá 3,8% y 6,2% en 2017 y 2018, ver Tabla 3.1). En 2017, el sector Pesca mostrará una fuerte expansión (alrededor de 24%), lo que impactará positivamente sobre la industria que procesa los recursos que se extraen de la actividad pesquera (esto sustenta que la Manufactura primaria se expandirá 5% este año). En 2018, la aceleración de las actividades primarias se explica fundamentalmente por la Minería metálica (por la normalización en los niveles de producción<sup>3</sup>) y la producción de Hidrocarburos (se asume que se restablece el normal funcionamiento del oleoducto Norperuano).

1: Para más detalle ver la sección fiscal.

2: Agropecuario, Pesca, Minería e Hidrocarburos y Manufactura Primaria, vinculados todos ellos a la extracción de recursos naturales.

3: En la producción de cobre se proyecta que las minas que este año han mostrado niveles de extracción por debajo de su potencial, como Antamina, se recuperarán.

En cuanto a las actividades no primarias (más vinculadas con la demanda interna y que representan un poco más del 70% de la producción total de bienes y servicios), proyectamos que se acelerarán en 2018 debido al impulso del gasto en las obras de reconstrucción e infraestructura, lo que se reflejará en un mayor dinamismo de los sectores Construcción, Manufactura no primaria y Servicios.

**Tabla 3.1** PIB por sectores productivos  
(var. % interanual)

	2015	2016	2017(e)	2018(p)
Agropecuario	3,5	2,3	2,1	3,9
Pesca	15,8	-10,1	23,6	3,5
Minería e hidrocarburos	9,5	16,3	3,7	7,0
Minería metálica	15,7	21,2	4,1	5,7
Hidrocarburos	-11,6	-5,4	1,6	14,5
Manufactura	-1,5	-1,4	-0,2	3,2
Primaria	1,3	-0,6	5,0	7,0
No primaria	-2,4	-1,6	-2,0	1,9
Electricidad y agua	5,9	7,3	2,0	4,5
Construcción	-5,8	-3,1	0,8	6,4
Comercio	3,9	1,8	1,0	1,9
Otros servicios	5,0	4,4	3,1	3,7
<b>PIB Global</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,9</b>
PIB primario	6,9	9,9	3,8	6,2
PIB no primario*	2,6	2,5	1,8	3,4

\* Excluye derechos de importación e impuestos  
Fuente: BCRP y BBVA Research.

**Tabla 3.2** PIB por el lado del gasto  
(var. % interanual)

	2015	2016	2017 (e)	2018 (p)
<b>1. Demanda interna</b>	<b>2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>
a. Consumo privado	3,4	3,4	2,5	2,8
b. Consumo público	9,8	-0,5	2,0	4,9
c. Inversión bruta interna	-1,5	-4,3	1,8	5,9
Inversión bruta fija	-5,3	-4,6	0,3	6,0
- Privada	-4,3	-5,9	-0,5	3,5
- Pública	-9,5	0,6	3,7	15,1
2. Exportaciones	4,0	9,5	3,2	3,8
<b>3. PIB</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,9</b>
4. Importaciones	2,4	-2,2	2,8	3,0
<i>Nota:</i>				
<i>Demanda interna (excl. inventarios)</i>	1,8	1,0	1,9	3,8
<i>Gasto privado (excl. inventarios)</i>	1,5	1,2	1,8	2,9
<i>Gasto público (consumo e inversión)</i>	3,6	-0,2	2,5	7,8

Fuente: BCRP y BBVA Research

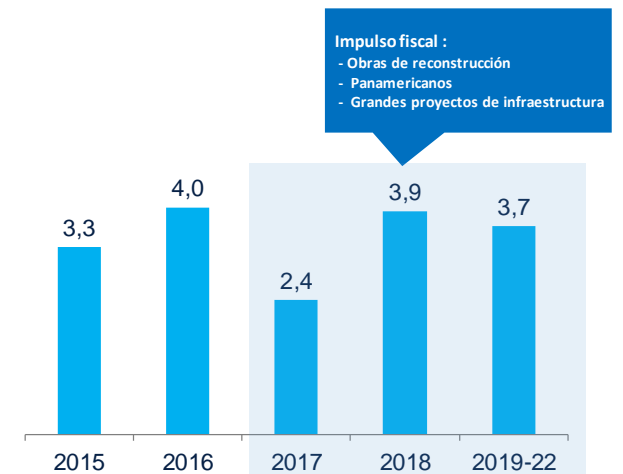
Por el lado del gasto, cabe destacar que el próximo año la demanda interna seguirá acelerándose –ver Tabla 3.2-- debido principalmente al mayor gasto público (obras de infraestructura, reconstrucción, y Juegos Panamericanos), lo que favorecerá que el gasto privado reaccione de manera gradual. Por su parte las exportaciones se moderarán<sup>4</sup> y las importaciones empezarán a recuperarse debido al mayor dinamismo de la demanda interna.

**Para 2019-2021, el crecimiento se desacelerará. Y si bien la realización de megaproyectos de inversión que están en el “pipeline” daría un mayor impulso, lo más importante es relanzar la agenda de reformas**

Para el periodo 2019-2021 estimamos un crecimiento promedio anual de 3,7% (ver Gráfico 3.14). Este es un escenario pasivo en el que no se anticipa la implementación de reformas para mejorar la productividad y competitividad del país. Bajo este escenario, el ratio de la inversión bruta fija (privada y pública) sobre PIB se estabilizaría alrededor de 23%, por debajo de los niveles más altos (de aproximadamente 27%) que se observaron en el periodo de fuerte crecimiento de 2012-2013 (ver Gráfico 3.15), y también inferiores a los registrados en economías que experimentaron fases de rápido crecimiento, como las del este de Asia.

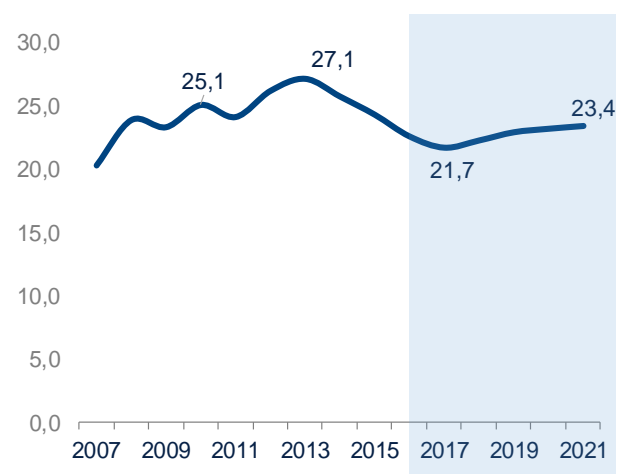
4: En términos interanuales, el empuje de la producción minera –y en particular, de cobre– será cada vez menor debido a que los principales proyectos/minas ya han alcanzado niveles de plena capacidad.

**Gráfico 3.14 PIB**  
(% interanual)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

**Gráfico 3.15 Inversión Bruta Fija**  
(% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

Cabe mencionar que el crecimiento promedio para el trienio 2019-2021 podría acelerarse si se concreta una rápida ejecución de grandes proyectos de inversión que están en el “pipeline” (por USD 18 mil millones) y que tienen cierta posibilidad de ser anunciados en los próximos meses (ver Tabla 3.3): (i) Quellaveco (un proyecto que está en la cartera de Anglo American y que ascendería a aproximadamente USD 5 000 millones), (ii) Michiquillay (USD 1 950 millones, proyecto que el gobierno espera adjudicar en noviembre de este año), (iii) Línea 3 del Metro de Lima (USD 5 600 millones), y (iv) Anillo vial periférico de Lima (USD 2 047 millones). Sobre los dos últimos proyectos, el gobierno planea concesionarlos hacia fines del próximo año.

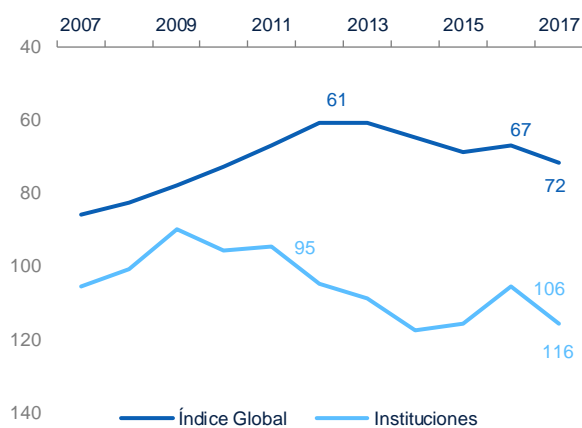
**Tabla 3.3 Proyectos de inversión**

Mineros	Transportes*
USD 9 550 millones	USD 8 530 millones
USD 5 000 millones Quellaveco	USD 5 600 millones Línea 3 del Metro de Lima
USD 1 950 millones Michiquillay*	USD 2 047 millones Anillo Vial Periférico
USD 1 300 millones Ampliación de Toromocho	USD 464 millones Longitudinal de la Sierra Tramo 4
USD 520 millones San Gabriel	USD 215 millones Modernización del puerto Salaverry
USD 480 millones Pukaqaga	USD 204 millones Ferrocarril Huancayo - Huancavelica
USD 300 millones Magistral	

\*Por licitar.  
Fuente: Apoyo Consultoría y Proinversión.

Sin embargo, para asegurar que la economía peruana pueda sostener un ritmo de crecimiento más elevado más allá del horizonte de proyección analizado, se requiere relanzar la agenda de reformas para mejorar la productividad, competitividad y diversificación productiva. Es importante señalar que en el Índice de Competitividad (WEF) de 2017, publicado recientemente, Perú retrocedió 5 posiciones respecto al año previo (ver Gráfico 3.16)<sup>5</sup>. El pilar que mostró el mayor deterioro fue el de Instituciones (bajó 10 posiciones); en contraste, los pilares relacionados con la tecnología e innovación han mostrado un mejor desempeño (ver Tabla 3.4).

**Gráfico 3.16** Índice de Competitividad (posición en el ranking)



Fuente: WEF y BBVA Research.

**Tabla 3.4** Pilares del Índice de Competitividad (posición en el ranking)

Pilares	2013	2016	2017	Dif 2017-2016
<b>Factores Básicos</b>				
1. Instituciones	109	106	116	10
2. Infraestructura	91	89	86	-3
3. Estabilidad macroeconómica	52	75	78	3
4. Salud y educación primaria	95	98	93	-5
<b>Eficiencia</b>				
5. Educación superior y capacitación	86	80	81	1
6. Eficiencia del mercado de bienes	65	69	75	6
7. Eficiencia del mercado laboral	48	61	64	3
8. Desarrollo del mercado financiero	40	26	35	9
9. Disposición tecnológica	86	88	86	-2
10. Tamaño del mercado	43	48	48	0
<b>Innovación</b>				
11. Sofisticación de los negocios	72	80	81	1
12. Innovación	122	119	113	-6

Fuente: WEF y BBVA Research.

En general, se requiere mejorar el funcionamiento de los mercados de factores (en particular el laboral, donde aproximadamente el 70% de la fuerza laboral está “atrapada” realizando actividades de baja productividad) y reformar instituciones y sectores clave en toda economía de mercado (como el poder judicial y los sectores educación y salud) para transformarlas en entidades “pro-crecimiento” que generen los incentivos adecuados para invertir e innovar.

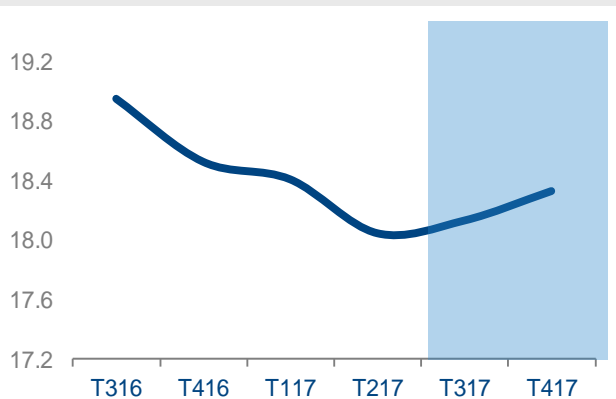
Además, un mayor entendimiento político será fundamental para definir una agenda mínima de medidas y reformas que fortalezcan las perspectivas de crecimiento de mediano plazo. Sin el apoyo de los actores políticos, la economía podría ralentizarse de manera persistente, lo que hará más difícil seguir reduciendo la pobreza, combatir la informalidad, mejorar la disponibilidad de bienes y servicios públicos y, en general, seguir generando inclusión.

<sup>5</sup> Países de la región como Chile (33) México (51) y Colombia (66) muestran una mejor posición.

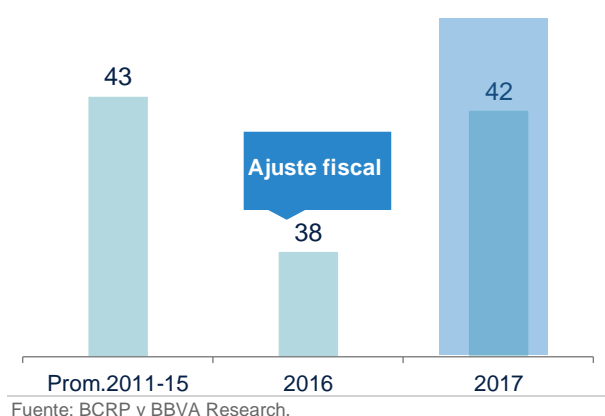
## 4. Política fiscal: se mantiene la calificación crediticia y mejoran perspectivas de ingresos en un entorno de recuperación de los precios de los metales

Estimamos que en 2017 el déficit fiscal se ubicará en 2,7% del PIB, por debajo de lo previsto hace tres meses (3,0% del PIB). Este menor déficit es consistente con una proyección más alta de ingresos fiscales y una corrección a la baja del gasto de inversión pública. Con respecto a los ingresos, proyectamos una mayor recaudación (ver Gráfico 4.1) vinculada a una senda más positiva del precio del cobre y un mayor dinamismo del gasto que realiza el sector privado. Es importante mencionar que en la previsión de ingresos fiscales para el año ya se incorporan la recaudación que provendrá de la amnistía tributaria para capitales en el exterior no declarados (0,2% del PIB)<sup>6</sup> y el fin del aplazamiento que se dio para el pago de obligaciones tributarias en las zonas afectadas por el Niño Costero; ambos favorecerán una mejora de los ingresos en la segunda mitad del año en comparación con el primer semestre. De otro lado, con respecto a la corrección a la baja en el gasto público (en comparación con la previsión que teníamos hace tres meses), este se sustenta en la sorpresa negativa que se tuvo en la inversión pública durante el segundo trimestre, a lo que se suma que hemos considerado un menor gasto en el cuarto trimestre para que el ratio de ejecución sea así más parecido al que se observó en los años previos al ajuste fiscal de fines de 2016 (ver gráfico 4.2).

**Gráfico 4.1** Ingresos del Gobierno General (acumulado anual, como % del PIB)



**Gráfico 4.2** Inversión pública: gasto en el período octubre-diciembre como proporción del total gastado en el año (%)



En 2018, el déficit fiscal previsto también se ha reducido<sup>7</sup> debido a mayores ingresos vinculados con un precio del cobre más alto. Por el lado de los gastos no hay mayores cambios respecto a lo previsto hace tres meses. Así, se

6: El escenario base de proyección asume que la recaudación por este concepto será de S/ 2,4 mil millones el próximo año (0,3% del PIB)

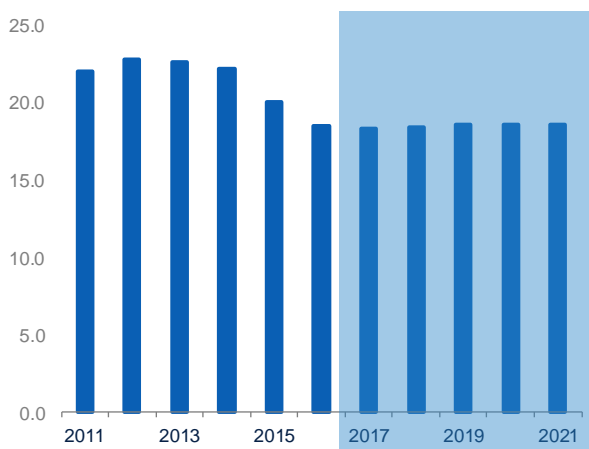
7: La proyección actual para el déficit es 3,3% del PIB, dos décimas de punto porcentual del PIB por debajo de lo proyectado hace tres meses



mantiene el impulso fiscal que considera la ejecución de grandes proyectos de infraestructura, entre ellos la Línea 2 del metro de Lima (S/ 2,7 mil millones) y la construcción de la refinería en Talara (S/ 3,0 mil millones). Además, se consideran los trabajos de reconstrucción<sup>8</sup> (S/ 7,1 mil millones<sup>9</sup>) y el despliegue de infraestructura de los Juegos Panamericanos de 2019 (S/ 2,3 mil millones<sup>10</sup>). Con todo ello, proyectamos un crecimiento del gasto público cercano al 8% en 2018 (15% en inversión y 5% en consumo).

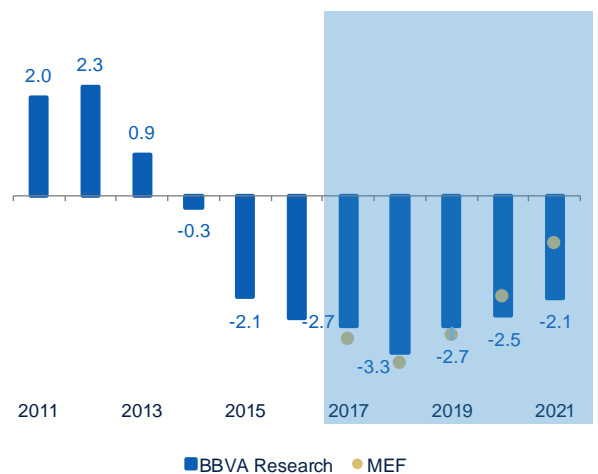
Es importante señalar que los ingresos fiscales como porcentaje del PIB se mantendrán en niveles bajos con relación a los alcanzados hace cuatro años (ver Gráfico 4.3). Y dados los mayores gastos que se desean realizar en infraestructura y mejoras en la administración pública, se mantiene el reto de elevar los ingresos del gobierno en los próximos años. En esa línea, el gobierno implementaría diversas medidas tributarias con la finalidad de incrementar la recaudación, entre las que se cuentan el fortalecimiento de la tributación municipal, la racionalización de las exoneraciones tributarias, la continua reducción de los índices de evasión, y la mejora de los mecanismos de fiscalización de la SUNAT (el Impuesto a la Renta tiene un nivel de evasión de 57% y el IGV de 36%)<sup>11</sup>.

**Gráfico 4.3** Ingresos del Gobierno General (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research.

**Gráfico 4.4** Resultado fiscal (% del PIB)



Fuente: BCRP, MEF y BBVA Research.

Hacia adelante mantenemos un escenario de consolidación fiscal (ver Gráfico 4.4). Como resultado, la deuda pública bruta llegará a estabilizarse en torno al 29% del PIB hacia 2021 (ver Gráfico 4.5), cerca de medio punto porcentual por debajo de lo previsto hace tres meses. Es importante señalar que las principales calificadoras de riesgo han

8: El Plan de Reconstrucción con Cambios requerirá una inversión de S/ 25 655 millones (3,6% del PIB) entre los años 2017 y 2020. El 77% del gasto es para reconstrucción de infraestructura dañada; el resto considera gasto en prevención y en fortalecimiento de capacidades. Cerca del 50% de la inversión lo concentran las regiones de Piura y La Libertad. Además, los sectores Transportes y Educación concentran en conjunto poco más del 60% del monto de inversión

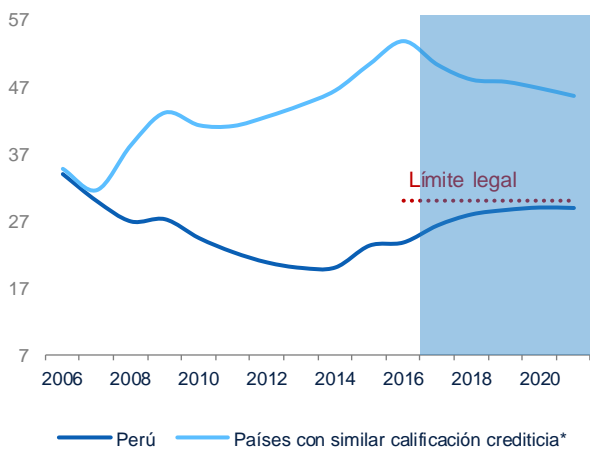
9: Se financiará con recursos del FEF por S/ 3,2 mil millones, emisión de bonos soberanos por S/ 2,2 mil millones, y créditos contingentes por S/ 1,7 mil millones (fuente: MEF)

10: Que considera la construcción de infraestructura en ocho sedes y de obras complementarias que permitirán mitigar los problemas de transporte vial en Lima. Las obras deberán estar listas a mediados de 2019

11: Los ratios de evasión son elevados en comparación con los de otros países en la región. La evasión del Impuesto a la Renta en Chile es de 31% y de 34% en Colombia. En el caso del IGV, el ratio de evasión en Chile es de 20% y 23% en Colombia. Fuente: MEF.

mantenido la calificación crediticia soberana de Perú con perspectiva estable, diferenciándolo así del resto de países de la región, que tienen perspectiva negativa o cuyas calificaciones fueron rebajadas (Chile es un ejemplo, ver Gráfico 4.6<sup>12</sup>). Cabe destacar que Fitch Ratings, Standard & Poor's y Moody's coinciden en que el historial de credibilidad de las políticas y un mejor perfil externo son fortalezas clave que brindan apoyo para implementar una flexibilización temporal de la política fiscal (reconstrucción).

**Gráfico 4.5** Deuda pública bruta (% del PIB)



\* Incluye a países que Fitch, S&P, y Moody's consideran como de similar calificación crediticia soberana que Perú. Se toma la mediana de ese grupo de países  
Fuente: FMI, BCRP y BBVA Research.

**Gráfico 4.6** Calificación Crediticia y Perspectivas

	S&P	Moody's	Fitch
<b>Perú</b>	BBB+	A3	BBB+
<b>Chile</b>	A+	Aa3	A
<b>Colombia</b>	BBB	Baa2	BBB
<b>México</b>	BBB+	A3	BBB+
<b>Brasil</b>	BB	Ba2	BB
<b>Uruguay</b>	BBB	Baa2	BBB-

Perspectiva estable	<span style="color: blue;">■</span>
Perspectiva negativa	<span style="color: red;">■</span>
Perspectiva estable con reciente rebaja de calificación	<span style="color: gold;">■</span>

Fuente: MEF.

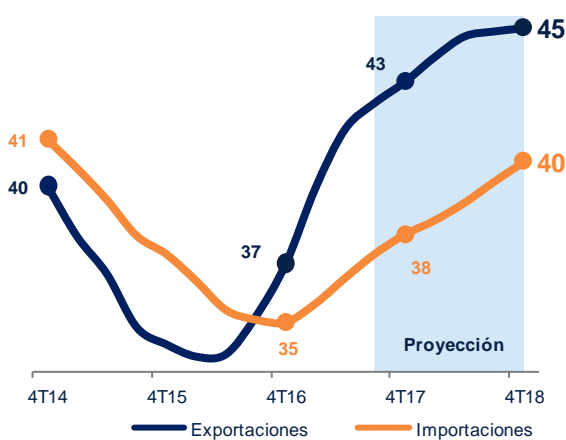
12: Entre julio y agosto, S&P y Fitch Ratings bajaron la calificación de Chile desde AA- hacia A+ y desde A+ hacia A, respectivamente.

## 5. Déficit en cuenta corriente en niveles bajos y compatibles con un ratio relativamente estable de pasivos externos sobre PIB en 2017-2021

Para este año proyectamos que el superávit comercial casi se triplicará con respecto al registrado en 2016 (USD 4,9 mil millones frente a USD 1,9 mil millones, ver Gráfico 5.1). Este resultado lo explica la recuperación del valor exportado de bienes, el que estimamos que ascenderá a USD 42,9 mil millones, el nivel más alto desde 2013, con lo que habrá un cambio en la tendencia declinante que se observó entre ese año y 2016. La mejora en el valor exportado recoge, principalmente, el efecto positivo de los mayores precios de exportación, que se refleja sobre todo en los envíos tradicionales (en particular, los mineros). De igual manera, los embarques del sector pesquero se expandirán por el incremento en la captura de anchoveta. Por su parte, las exportaciones no tradicionales registrarán una moderada recuperación debido a un mejor desempeño de la actividad económica en los países de la región (principales compradores).

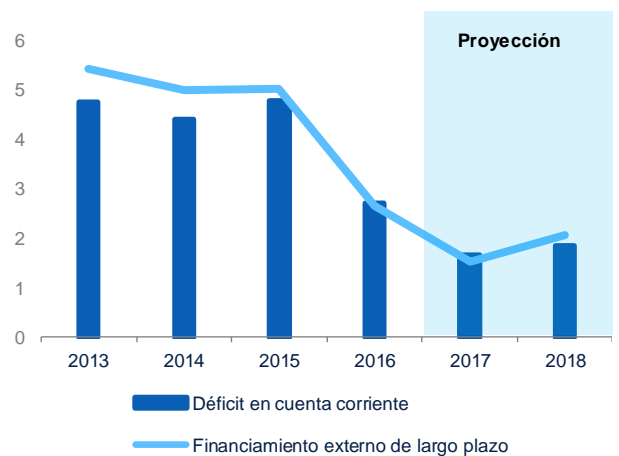
Como resultado del buen desempeño por el lado comercial, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos cerrará en 1,7% del PIB en 2017. Hacia adelante, este déficit se mantendrá entre 2,0% y 2,5% del PIB, lo que favorecerá que el ratio de pasivos externos sobre PIB se estabilice en sus niveles actuales. El bajo déficit en la cuenta corriente durante los próximos años implica que las necesidades de financiamiento externo del país serán relativamente acotadas, lo que fortalece la posición de la economía peruana para enfrentar eventuales episodios de volatilidad provenientes del exterior (ver Gráfico 5.2).

**Gráfico 5.1** Resultado anualizado de la balanza comercial (USD millones)



Fuente: BCRP y SUNAT

**Gráfico 5.2** Cuenta corriente y Financiamiento externo privado de largo plazo<sup>1/</sup> (% del PIB)



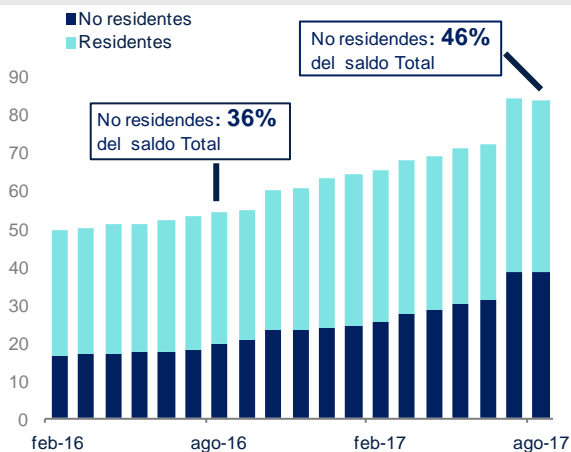
<sup>1/</sup> Considera inversión extranjera directa y préstamos de largo plazo.  
Fuente: BCRP y BBVA Research.

## 6. Mercados financieros: tipo de cambio estable a corto plazo, pero hacia adelante prevemos una ligera depreciación del PEN

En lo que va del año, el PEN se ha apreciado 3%. El fortalecimiento de la moneda peruana se ha dado en un contexto de mayor oferta de moneda extranjera: mejora en la balanza comercial y un fuerte apetito por activos financieros locales. El Banco Central ha venido interviniendo de manera activa en el mercado cambiario con la finalidad de reducir las presiones a la baja sobre el tipo de cambio.

Por el lado de la balanza comercial, esta pasó de un déficit acumulado en los últimos doce meses de USD 540 millones en julio de 2016 a un superávit de USD 4600 millones en julio de este año (Ver Gráfico 5.1), principalmente por el aumento de los precios de los metales y la mayor producción minera. Por el lado financiero, el fuerte apetito por activos financieros locales lo refleja el aumento de las tenencias de bonos soberanos por parte de inversionistas no residentes. Así, de los S/ 20 mil millones en los que se incrementó el saldo emitido de bonos soberanos en lo que va del año, S/ 15 mil millones fue adquirido por inversionistas extranjeros (ver Gráfico 6.1). Esta exposición a la moneda local no parece haber sido cubierta en el mercado forward de moneda extranjera; por el contrario, las ventas netas de moneda extranjera de las empresas bancarias en el mercado forward disminuyeron en más de USD 600 millones en el último trimestre (ver Gráfico 6.2).

**Gráfico 6.1.** Tenencia de bonos soberanos (miles de millones de soles)



Fuente: MEF

**Gráfico 6.2.** Banca: saldo de las ventas netas de moneda extranjera en el mercado forward (USD millones)

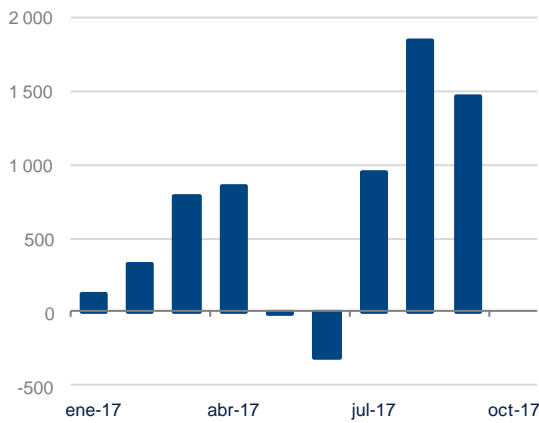


Fuente: BCRP

En este contexto, el Banco Central se mantuvo activo para moderar las presiones de apreciación sobre la moneda local en los últimos meses. En el tercer trimestre del año, las compras netas de moneda extranjera ascendieron a

poco más de USD 3,5 mil millones y el saldo neto de CDLD13 aumentó en casi USD 600 millones. Estas intervenciones cambiarias (ver Gráfico 6.3) drenaron la liquidez en dólares y, en ese entorno, se incrementaron las tasas de interés en moneda extranjera en el mercado local (la tasa de interés interbancaria en dólares pasó de 1,2% en julio de este año a 2,4% en setiembre).

**Gráfico 6.3.** Mercado cambiario: intervenciones del Banco Central en posición compradora (USD millones)



\* Al 3 de octubre  
Fuente: BCRP

**Gráfico 6.4.** Tipo de cambio USDPEN



Fuente: BCRP y BBVA Research

En las últimas semanas, sin embargo, con el aumento de la probabilidad que le asignan los mercados a que la FED suba su tasa en diciembre y cierta corrección a la baja en la cotización internacional del cobre, se disiparon las presiones de apreciación sobre el PEN; este se ha depreciado de manera acotada. En ese contexto, no han habido más intervenciones cambiarias del Banco Central en posición compradora y las tasas de interés en dólares a nivel local han corregido a la baja.

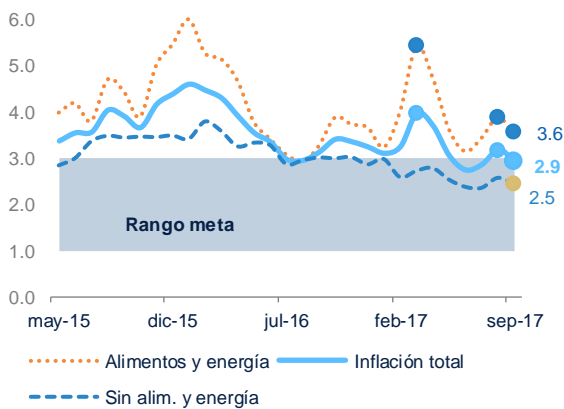
Estimamos que el tipo de cambio se ubicará entre 3,25 y 3,30 a fines de año, es decir, en un nivel no muy distinto al actual. Más adelante, tomando en cuenta que los bancos centrales de las economías más desarrolladas (EEUU y Eurozona) avanzarán en la normalización gradual de sus políticas monetarias, que el crecimiento de China se moderará, que el precio del cobre disminuirá a lo largo del próximo año, y que localmente la recuperación de la demanda interna llevará a que las importaciones muestren un mejor comportamiento, prevemos que la tendencia será a que el USDPEN suba, aunque de manera moderada. Proyectamos que en 2018 la depreciación de la moneda local será menor a 2% y que el tipo de cambio se ubicará así entre 3,30 y 3,35 al cierre de ese año (ver Gráfico 6.4).

13: Certificados de Depósitos Liquidables en Dólares del BCRP

## 7. Inflación: anticipamos un escenario sin mayores presiones sobre los precios para los siguientes meses

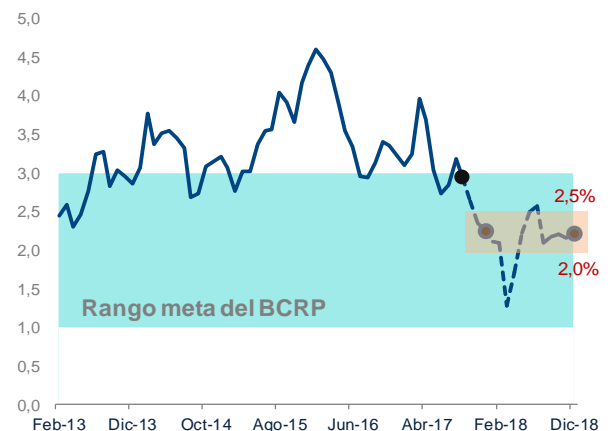
Pasados los efectos que se observaron sobre los precios de algunos alimentos durante El Niño Costero, la inflación en términos interanuales, que alcanzó el 4,0% en marzo, empezó a descender y se situó en 2,9% en septiembre, dentro del rango meta. Medidas más tendenciales de la inflación, como la subyacente y la que excluye alimentos y energía, se mantienen relativamente estables (por ejemplo, la inflación sin alimentos ni energía pasó de 2,6% en agosto a 2,5% en setiembre, ver Gráfico 7.1). Hacia adelante, anticipamos que la inflación continuará con su tendencia decreciente (ver Gráfico 7.2) en un entorno en el que hay holguras en la economía (ausencia de presiones de demanda), la depreciación de la moneda local será solo moderada, y en el corto plazo los precios de algunos alimentos aún están corrigiendo a la baja.

**Gráfico 7.1** Inflación: total, sin alimentos ni energía, y solo alimentos y energía (var. % interanual del IPC)



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

**Gráfico 7.2.** Inflación (var. % interanual del IPC)



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

Es probable también que la alta base de comparación interanual de principios de este año --por efectos del Niño Costero-- lleve a que la inflación continúe bajando a principios de 2018, pero luego se normalizará y cerrará ese año en un nivel no muy distinto al de fines de 2017. Así, el panorama inflacionario se presenta relativamente benigno.

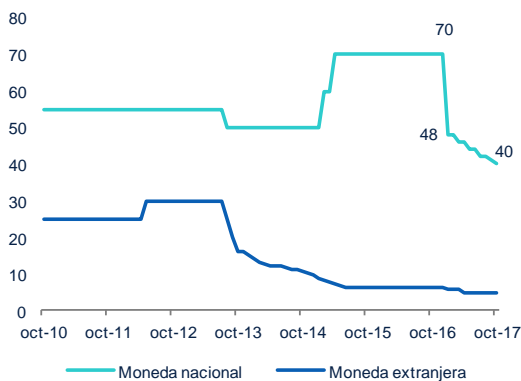
## 8. Política monetaria: no descartamos un recorte adicional de la tasa de referencia en lo que resta del año

En setiembre, el Banco Central (BCRP) recortó la tasa de referencia de 3,75% a 3,50%, el tercer recorte en lo que va del año en un contexto de debilidad de la demanda interna. Esta decisión se tomó considerando que la inflación y las expectativas a un año se encuentran dentro del rango meta<sup>14</sup>, y que el tipo de cambio está relativamente estable. El BCRP también ha venido recortando los requerimientos de encaje en moneda extranjera (ver Gráfico 8.1) en un entorno de subida de las tasas de interés internacionales (la tasa de encaje bajó de 48% a inicios de año a 40% en octubre de 2017).

El recorte de tasa que se dio en setiembre se adelantó a las previsiones de BBVA Research, pues esperábamos que este se diera recién en el cuarto trimestre. Sin embargo, dado el contexto actual, no descartamos un nuevo recorte de 25 puntos básicos en lo que resta del año debido a que (i) el PIB continuó débil en julio (1,6%) y agosto (2,0% - 2,5%), (ii) las presiones inflacionarias estarán contenidas en adelante y las expectativas seguirán corrigiéndose a la baja, y (iii) el tipo de cambio tendrá una relativa estabilidad. Un recorte adicional de la tasa de política monetaria ayudaría a consolidar las tendencias positivas que empieza a mostrar la demanda interna. La rebaja será más probable si la recuperación que empieza a observarse en el gasto público y en la inversión privada no logra sostenerse, o si esa recuperación continúa pero resulta no ser tan fuerte como anticipa el Banco Central (esto último es lo que nuestro escenario base contempla).

Eventuales estímulos monetarios adicionales en 2018 serán más dependientes de la información que vaya apareciendo, en particular, sobre la recuperación económica y la el despliegue del estímulo fiscal vinculado al gasto en reconstrucción e infraestructura.

**Gráfico 8.1** Tasa de encaje marginal en moneda local y extranjera (% de las obligaciones sujetas a encaje)



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

**Gráfico 8.2.** Tasa de interés de referencia



Fuente: INEI, BCRP y BBVA Research

14: Las actuales presiones inflacionarias se consideran transitorias.

## 9. Riesgos sobre nuestra previsión de crecimiento para 2018

Los principales riesgos a la baja sobre el escenario base que tenemos previsto para la actividad económica en 2017 y 2018 son cuatro:

**El primero de ellos está relacionado con la economía china.** La fortaleza del crecimiento económico de ese país continúa alimentada por mayor endeudamiento y empujada por la inversión. En este contexto, la recomposición de las fuentes de crecimiento en ese país está avanzando más lento que lo esperado y las vulnerabilidades financieras domésticas se han acentuado. En un escenario en el que estas vulnerabilidades no se atajan y terminan así descarrilando el proceso de desaceleración de la economía china, se afectarían el crecimiento mundial y los precios de las materias primas. Localmente, los impactos se reflejarían en un menor avance de la actividad que el previsto y un mayor retroceso de los precios de los activos financieros, entre ellos la moneda local.

**El segundo es que se produzcan retrasos adicionales en la construcción de infraestructura.** Este se ha tornado en un riesgo recurrente en las proyecciones macroeconómicas de Perú. De hecho, la construcción de infraestructura es uno de los principales factores que en nuestro escenario base explican la aceleración de la actividad económica el próximo año. En este contexto, si el ritmo al que avanza la construcción de infraestructura es menor que el previsto, el crecimiento de la actividad económica en 2018 se resentirá.

**Un tercer riesgo es que el gasto público en la reconstrucción del norte del país enfrente fricciones para ejecutarse.** Como se comentó en el informe anterior, nuestra evaluación del mecanismo a través del cual se planificará y llevará a cabo este gasto (Autoridad para la reconstrucción con cambios) es positiva. También se cuenta con los fondos. Por lo tanto, nos parece probable que este gasto finalmente se materialice. Sin embargo, si la reconstrucción no logra materializarse como se tiene previsto, el gasto público no avanzará como se estima, lo que incidiría negativamente sobre la proyección de crecimiento económico, en particular la de 2018.

**Y finalmente, un cuarto riesgo a la baja está relacionado con un deterioro de la confianza empresarial.** Nuestro escenario base de proyección considera que la confianza empresarial permanecerá en niveles no muy distintos a los que en promedio se han observado a lo largo de 2017 (alrededor de 54 puntos), lo que implicará una gradual mejora del gasto que realizan las empresas. Sin embargo, un escalamiento del ruido político, de las fricciones entre Ejecutivo y Legislativo, o de los conflictos sociales probablemente las debilitarían. Con una confianza empresarial más débil se comprometería la gradual recuperación del gasto del sector privado que se anticipa en nuestro escenario base.



**Sobre estos cuatro riesgos mencionados se contrapone un riesgo al alza: el de una FED sorpresivamente más pausada que lo esperado en el escenario base.** Nuestro escenario base para 2017/18 incorpora un aumento gradual de la tasa de política en EEUU (un alza de 25pb en diciembre 2017 y dos incrementos de la misma magnitud el próximo año) y el inicio en octubre de acciones para reducir el balance de la FED. Sin embargo, si el proceso de ajuste monetario se realiza de manera más pausada que la anticipada, entonces podría haber impactos positivos sobre las condiciones de financiación --en moneda extranjera y local--, y así sobre la actividad económica. Este escenario además impactaría favorablemente sobre los precios de los metales básicos que Perú exporta, como el cobre. Por ejemplo, se estima que en un escenario donde la FED no sube la tasa en diciembre, el precio del cobre podría superar en al menos 3% la proyección para el precio promedio de nuestro escenario base en 2018. Y finalmente, una FED más *dovish* también ocasionaría una mayor debilidad del dólar y movimientos en los portafolios de los inversionistas distintos a los considerados en el escenario base.

## 10. Cuadros

**Cuadro 10.1 Previsiones macroeconómicas**

	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (var. % a/a)	2,4	3,3	4,0	2,4	3,9
Demanda interna (var. % a/a)	2,2	3,1	1,0	2,2	3,8
Consumo privado (% a/a)	3,9	3,4	3,4	2,5	2,8
Consumo público (% a/a)	6,1	9,8	-0,5	2,0	4,9
Inversión bruta fija (% a/a)	-2,5	-5,0	-4,6	0,3	6,0
Inflación (% a/a, fdp)	3,2	4,4	3,2	2,3	2,2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,96	3,39	3,40	3,28	3,34
Tasa de interés de política (% fdp)	3,50	3,75	4,25	3,25	3,25
Resultado fiscal (% PIB)	-0,3	-2,1	-2,6	-2,7	-3,3
Cuenta corriente (% PIB)	-4,4	-4,8	-2,7	-1,7	-1,9

Fecha de cierre de previsiones: 6 de octubre de 2017  
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

**Cuadro 10.2 Previsiones macroeconómicas trimestrales**

	PIB (var. % a/a)	Inflación (%, a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (%, fdp)
T1 16	4,4	4,3	3,41	4,25
T2 16	3,7	3,3	3,32	4,25
T3 16	4,5	3,1	3,38	4,25
T4 16	3,0	3,2	3,40	4,25
T1 17	2,1	4,0	3,27	4,25
T2 17	2,4	2,7	3,27	4,00
T3 17	2,2	2,9	3,25	3,50
T4 17	2,7	2,3	3,28	3,25
T1 18	4,8	1,4	3,30	3,25
T2 18	4,5	2,6	3,32	3,25
T3 18	2,9	2,3	3,33	3,25
T4 18	3,6	2,2	3,34	3,25

Fecha de cierre de previsiones: 6 de octubre de 2017  
Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

## AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Perú

**Economista Jefe de Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com  
+51 1 2092042

Francisco Grippa  
fgrippa@bbva.com

Ismael Mendoza  
ismael.mendoza@bbva.com

Yalina Crispin  
yalina.crispin@bbva.com

Marlon Broncano  
marlon.broncano@bbva.com

Vanessa Belapatiño  
vanessa.belapatiño@bbva.com

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Análisis Macroeconómico**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de Largo Plazo Global**

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Coordinación entre Países**

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Regulación**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**España y Portugal**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Oriente Medio, Asia y Geopolítica**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**América del Sur**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research Perú: Av. República de Panamá 3055, San Isidro, Lima 27 (Perú) Tel: + 51 12092042-  
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com