

# Situación Perú

1º TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD PERÚ



01  
Rebajamos la  
previsión de  
crecimiento para  
2017 de 4,1% a 3,5%  
debido al retraso en  
la ejecución de obras  
de infraestructura

02  
Las presiones de  
apreciación sobre la  
moneda local  
revertirán en adelante  
y el tipo de cambio  
subirá hasta ubicarse  
entre 3,40 y 3,45 a fin  
de año

03  
La inflación se  
mantendrá alrededor  
del techo del rango  
meta durante buena  
parte de 2017, pero  
cederá hacia el final y  
cerrará el año en  
torno a 2,7%

04  
De momento es poco  
el espacio para un  
recorte de tasa que  
busque acelerar la  
recuperación del  
gasto privado, pero  
no lo descartamos en  
el segundo semestre

# Índice

1. Resumen	3
2. Entorno global: mayor crecimiento, pero con mayor incertidumbre	5
3. Perú: rebajamos la previsión de crecimiento para 2017 a 3,5%	7
4. Mercados financieros locales: revaloración de la moneda y de los bonos soberanos al inicio del año	21
5. Inflación bajará en el 2S del año: ¿recorte de tasa de política?	24
6. Riesgos sobre nuestras previsiones para 2017	26
7. Tablas	28

Fecha de cierre: 2 de febrero de 2017

# 1. Resumen

El entorno global mejoró en los últimos meses de 2016 y continúa haciéndolo a principios de 2017. El crecimiento mundial se aceleró, las confianzas han mejorado, los indicadores del sector industrial están creciendo, y hay una incipiente mejora del comercio global. Nuestras previsiones son que el PIB mundial crecerá 3,2% este año, algo por encima de su expansión en 2016. Además de la mejora de la actividad, también han aumentado las presiones inflacionarias en las economías desarrolladas. En este contexto, los bancos centrales en esas economías continuarán este año ajustando sus tasas de manera gradual, como en el caso de FED, o empezarán a evaluar aminorar los estímulos cuantitativos que vienen implementando, como en el caso del BCE.

Localmente, hemos revisado a la baja la proyección de crecimiento para este año, de 4,1% a 3,5%. El retraso en la construcción de infraestructura, uno de los principales factores de riesgo considerados en el reporte que publicamos el trimestre pasado, se materializó a principios de 2017: las obras del gasoducto surperuano, un proyecto de más de USD 7,3 mil millones, han sido postergadas pues el consorcio a cargo de su construcción no logró finalmente concretar el financiamiento para continuar con el proyecto, de modo que, en línea con lo establecido en el contrato, el Gobierno le retiró la concesión. Estimamos que, respecto a nuestro escenario previo, esta menor construcción de infraestructura restará alrededor de seis décimas de punto porcentual al crecimiento económico para 2017.

La previsión de crecimiento para 2017 de 3,5% toma en cuenta que los trabajos de construcción de infraestructura en proyectos grandes como la segunda línea del metro de Lima, la nueva refinería en Talara, los aeropuertos de Lima y Chinchero-Cusco, y el proyecto de irrigación Majes-Siguas se acelerarán este año. También considera que la confianza empresarial se mantiene en terreno optimista, en niveles próximos a los más elevados de los últimos tres o incluso cuatro años, lo que favorecerá la inversión no minera y la creación de empleo formal. La proyección incorpora, por el lado de los sectores extractivos, que la producción de cobre seguirá aumentando en 2017, aunque a un menor ritmo que en años previos, y que la extracción de anchoveta alcanzará algo más de TM 5 millones, naturalmente condicionado a que las actuales anomalías climatológicas no se prolonguen. Un elemento adicional que se ha considerado es que se disipará el lastre de la fuerte contracción que ha sufrido la inversión en el sector minero, lo que compensará el menor empuje de la producción minera, y en particular de cobre. Finalmente, se toma en cuenta la meta de déficit fiscal de 2,5% del PIB, lo que supone que no se reducirá la tasa del impuesto general a las ventas (equivalente al IVA en otros países) y que por el contrario habrá una recaudación fiscal excepcional que resultará de los incentivos para repatriar capitales del exterior, dando así espacio al sector público para acelerar su gasto.

Por el lado de la demanda, este crecimiento previsto para el año refleja una mayor contribución de la demanda interna, en particular de la inversión privada (que aun así avanzará débilmente) y del gasto público, la primera en un entorno en el que el lastre de la inversión minera se disipa y la confianza se sostiene en el tramo optimista. Ello implicará mayores importaciones, lo que junto con la pérdida de empuje

por el lado exportador (reflejando el avance más acotado de la producción minera) llevará a que disminuya la contribución del sector externo al crecimiento del PIB.

En cuanto a los mercados financieros, los inversionistas han venido mostrando un mayor apetito por activos locales. En ese entorno, la moneda local se ha apreciado más de 2% en lo que va del año. Sin embargo, nuestra previsión es que esta tenderá en adelante a depreciarse, probablemente de manera más clara en el segundo semestre, y que con ello cerrará el año entre 3,40 y 3,45 soles por dólar. Esta proyección es consistente, de un lado, con que en los próximos trimestres tenderán a moderarse los inlfujos de capitales a las economías emergentes en un entorno en el que la FED sube su tasa gradualmente y otros bancos centrales de países desarrollados empiezan a evaluar aminorar sus estímulos monetarios cuantitativos, y en el que la administración entrante en EEUU torna más atractiva la inversión en ese país con el recorte de impuestos anunciado. De otro lado, la proyección refleja que en los próximos trimestres el precio del cobre disminuirá, China continuará desacelerándose, el empuje de la producción minera se ralentizará, y la demanda interna empezará a ganar tracción (impulsando las importaciones), todo lo cual implicará cierto deterioro del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (en el cuarto trimestre de 2016 habría disminuido sustancialmente, casi cerrándose según nuestras estimaciones preliminares).

Por el lado de los precios, prevemos que durante buena parte del año la inflación en términos interanuales continuará alrededor de 3% o incluso algo por encima. Esta proyección considera que aun cuando la cotización internacional del petróleo no tiene ya mucho recorrido adicional al alza, en términos interanuales seguirá presionando a la inflación hacia arriba (a través de los precios locales de los combustibles), sobre todo durante el primer semestre del año. La previsión también incorpora cierto empuje al alza en el corto plazo por el lado de los alimentos, lo que está relacionado con las anomalías climatológicas que se han presentado recientemente y que de momento estimamos como transitorias. Entrado el segundo semestre, cuando el efecto del mayor precio del petróleo se vaya disipando y los precios de los alimentos avancen a un ritmo más contenido, la inflación tenderá a disminuir y estimamos que concluirá el año en torno a 2,7% a fin de año.

En este escenario en el que el gasto que realizan empresas y familias aún avanzará débilmente y en el que la inflación disminuirá, no podemos descartar que el Banco Central se anime a realizar algún recorte de su tasa de interés de referencia en la segunda mitad de 2017. Con ello se anticiparía al menor espacio que probablemente tendrá el sector público para continuar apoyando el crecimiento de la actividad económica desde el próximo año, cuando ya no se reciban ingresos fiscales extraordinarios.

Finalmente, nuestras previsiones para 2017 están sujetas a ciertos riesgos. Del lado externo, las vulnerabilidades financieras que presenta China y la elevada incertidumbre por las políticas que implementará la administración entrante en EEUU. Localmente, que continúen retrasándose las obras de infraestructura, que se desinflen las confianzas si no se perciben mejoras en la economía, y que las recientes anomalías climatológicas se prolonguen. El balance de riesgos sobre nuestra proyección de crecimiento económico para el año es en este momento bajista.

## 2. Entorno global: mayor crecimiento, pero con mayor incertidumbre

### Mayor crecimiento global, pero la incertidumbre es elevada y hay riesgos a largo plazo

El entorno global mejoró en los últimos meses de 2016 y continúa haciéndolo a principios de 2017. El crecimiento mundial se aceleró en el último trimestre de 2016, las confianzas han mejorado claramente en todas las áreas, y los indicadores del sector industrial están creciendo junto a una incipiente mejora del comercio global.

A pesar de esta aceleración, las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbres. La principal está asociada a la política económica de la nueva administración estadounidense, todavía por definir en buena parte. Se han anunciado medidas de estímulo fiscal y desregulación en diversos sectores, lo que fue recibido positivamente por los mercados en las economías desarrolladas, pero no así en las emergentes, que registraron salidas de capitales y depreciación en sus divisas, reflejado en un aumento de las tensiones financieras a finales de 2016 (Gráfico 2.1). Sin embargo, los anuncios de medidas proteccionistas pueden dañar gravemente el comercio internacional a medio y largo plazo y afectar a la confianza en un futuro más cercano, sobre todo fuera de EE.UU. Asimismo, las incertidumbres aún pendientes sobre las políticas económicas en EE.UU parecen estar moderando el optimismo de los mercados desde inicios de año.

Gráfico 2.1

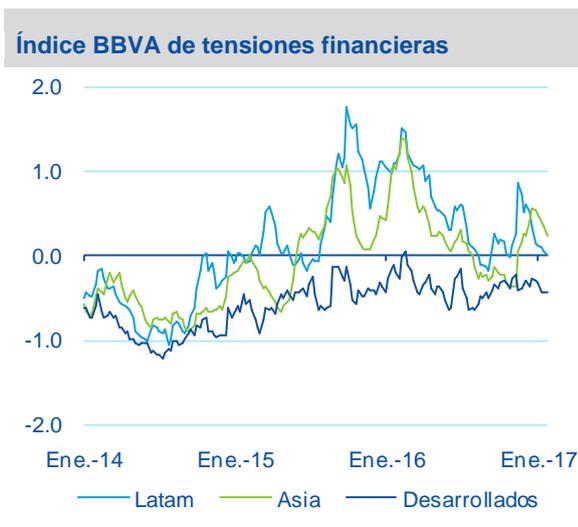
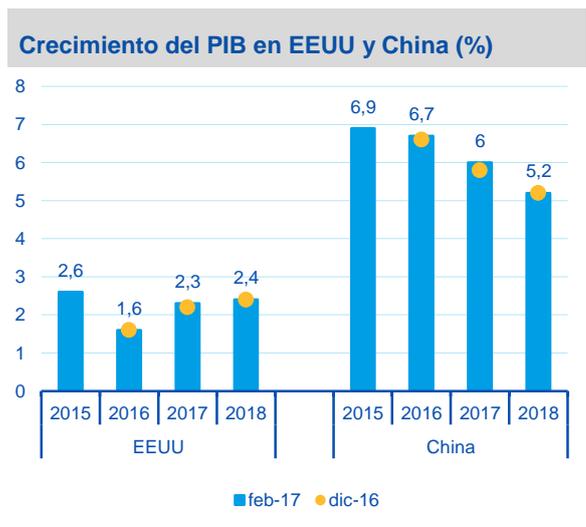


Gráfico 2.2



La magnitud de las presiones inflacionistas es otra incógnita que se abre a nivel global. Los precios de las materias primas (en particular, el petróleo) han repuntado en los últimos meses algo más de lo previsto, tras el acuerdo de la OPEP y la mejora de la actividad. Si a ello se une el tamaño de los balances acumulados por los bancos centrales de los países desarrollados en los últimos años por los programas de expansión cuantitativa y las perspectivas de estímulos fiscales, el resultado es que los riesgos de deflación de hace pocos trimestres han sido sustituidos por presiones inflacionistas en las economías desarrolladas, lo que genera interrogantes sobre la reacción de sus políticas monetarias.

En principio, la Reserva Federal mantiene una actitud cauta y sigue apuntando a una normalización de tipos relativamente lenta. Nuestra previsión es que se produzcan dos subidas de tipos este año y otras dos en 2018. Por su parte, esperamos que el BCE comience el proceso de retirada del QE a principios de 2018 y decida la primera subida de tipos de interés a finales de ese año.

En conjunto, nuestras proyecciones de crecimiento para 2017 en las principales economías no se han revisado sustancialmente, aunque están sometidas a un mayor grado de incertidumbre de lo habitual. El efecto base de un mayor crecimiento a finales de 2016 y su efecto inercial, junto al impulso fiscal esperado en EE.UU., nos hacen revisar muy ligeramente al alza las previsiones de EEUU y Europa, y algo más en China, mientras que las previsiones para los países latinoamericanos se ven revisadas a la baja principalmente por factores idiosincráticos. En particular, en EEUU anticipamos un crecimiento de 2,3% y 2,4% en 2017 y 2018 (Gráfico 2.2). En China esperamos un crecimiento del 6% en 2017, que se reduciría a 5,2% en 2018, dadas las vulnerabilidades a las que se enfrenta la economía y una política económica más orientada a garantizar la estabilidad financiera que a mantener el crecimiento. De este modo, el crecimiento global debería aumentar ligeramente del 3% en 2016 al 3,2% en 2017 y 3,3% en 2018.

---

### El crecimiento mundial aumentará de 3% en 2016 a 3,2% en 2017 y 3,3% en 2018

---

Los riesgos están sesgados mayoritariamente a la baja y se ven dominados por la mencionada incertidumbre ligada al proteccionismo en EE.UU., una actitud menos amigable hacia la inmigración y al peligro de que las políticas de estímulo fiscal no tengan efectos sobre el crecimiento y generen inflación, o que la desregulación anunciada en diversos sectores no sea bien gestionada. A esto se añade la posible reacción de otros países o regiones a estos impulsos proteccionistas. Un aumento inesperado de la inflación puede llevar al endurecimiento de la política monetaria de los grandes bancos centrales, con consecuencias globales. A largo plazo, los riesgos de acumulación de desequilibrios en China, junto a la falta de reformas estructurales en las empresas públicas, pueden tener un impacto sobre sus flujos de capital, su moneda y llevar a un ritmo brusco de desaceleración. En Europa, el riesgo político es elevado, en un año cargado de citas electorales. Y, en general, los riesgos geopolíticos continúan siendo elevados.

## 3. Perú: rebajamos la previsión de crecimiento para 2017 a 3,5%

### El ajuste a la baja es consecuencia del retraso en la construcción de infraestructura

Uno de los factores de riesgo sobre nuestras previsiones de crecimiento para este año, descritos en nuestro reporte del trimestre anterior, se materializó. La construcción de infraestructura en 2017 se ha debilitado, principalmente por la postergación del Gasoducto del Sur del Perú (GSP), un proyecto de más de USD 7 300 millones. El consorcio a cargo de su construcción no logró finalmente concretar el financiamiento para continuar con el proyecto, por lo que, en línea con lo establecido en el contrato, el Gobierno le retiró la concesión de la obra.

Estimamos que la menor construcción de infraestructura restará alrededor de seis décimas de punto porcentual al crecimiento económico que tres meses atrás previmos para 2017. Por el lado sectorial, el impacto se verá en las actividades de construcción, manufactura no primaria, y servicios, en tanto que por el lado del gasto el principal impacto se dará sobre la inversión privada (lo que en cierta medida arrastrará también al consumo privado), atenuado por menores importaciones. De esta manera, la esperada recuperación de la demanda interna será más lenta. Nuestro escenario base de proyecciones asume que, considerando el tiempo que requerirá volver a licitar el proyecto, los trabajos de construcción del GSP se reiniciarán en 2019.

### Con todo, la contribución de la demanda interna al crecimiento de la actividad económica en 2017 superará ala del sector externo

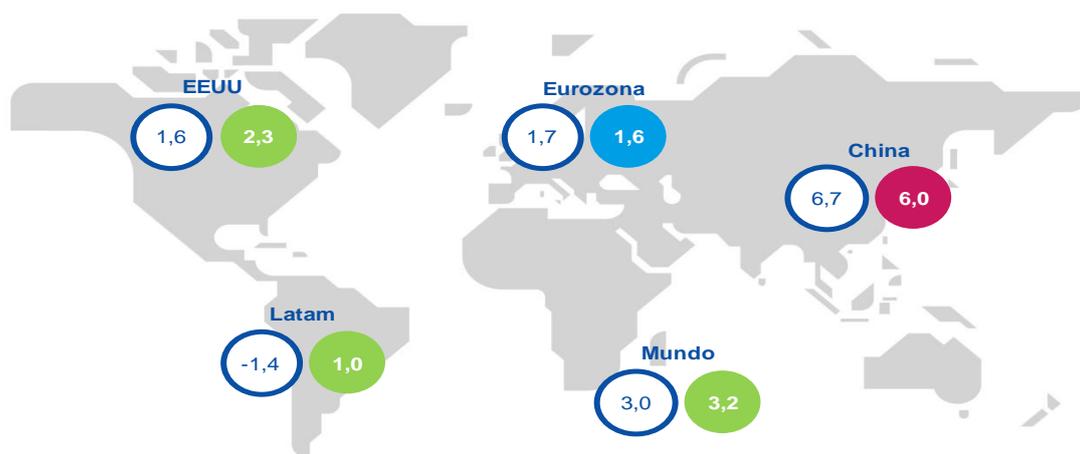
El escenario base para nuestras previsiones considera lo siguiente:

- **Variables externas más relevantes para la economía peruana**
  - El PIB mundial tendrá un mejor desempeño que el año pasado (ver Gráfico 3.1), sobre todo en zonas como EEUU y Latinoamérica, a pesar de que el dinamismo de China continuará moderándose. La mayor expansión de EEUU y LatAm favorecerá la demanda de exportaciones no tradicionales peruanas; por el contrario, la desaceleración adicional de China repercutirá en los precios de los metales que Perú exporta y probablemente en la percepción de riesgo de la economía peruana.
  - Estados Unidos. Estimamos que el crecimiento se acelerará en el corto plazo por la expectativa del impulso fiscal que dará la administración entrante (recorte de impuestos, mayor gasto en infraestructura) y la desregulación de ciertas actividades. Ello se dará en un contexto en el que el mercado laboral es sólido, el ritmo al que suben los salarios mantiene cierta tendencia al alza (y actualmente se ubica en torno al 2,5% interanual), y mejoran las utilidades empresariales.

Además, se vienen disipando el lastre de la inversión en el sector minero (por la recuperación del precio del petróleo) y la corrección de inventarios. Sin embargo, el aumento de la tasa FED, un dólar fuerte, y tendencias más estructurales (menor avance de la productividad, por ejemplo) acotan nuestra previsión de crecimiento del PIB de EEUU en 2017 a 2,3%.

Gráfico 3.1

### Crecimiento mundial por zonas geográficas estimado para 2016 y 2017<sup>1/</sup> (var. % interanual)

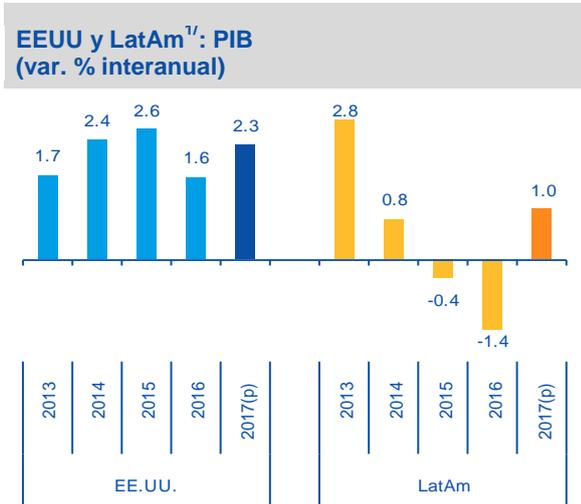


1/ Para 2017, color verde cuando el crecimiento se acelera, azul cuando se mantiene prácticamente sin cambios, y rojo cuando disminuye.  
Fuente: BBVA Research

- Latinoamérica. Luego de dos años, la actividad económica de la región volverá a expandirse, sobre todo por la recuperación de Brasil y Argentina y por la mejora en el desempeño de Colombia. El común denominador será la mayor inversión privada, lo que se dará en un entorno en el que aumentarán los precios de las materias primas, las políticas monetarias tenderán a flexibilizarse en varios países, se avanzarán o implementarán reformas (Brasil en las áreas fiscal y de seguridad social, y Colombia con la reducción del impuesto al valor agregado para la adquisición de bienes de capital), y de manera más puntual mejorarán las condiciones climatológicas en Colombia o, en el caso de Argentina, habrá un entorno más favorable para los negocios (se van eliminando distorsiones) y para acceder a financiación en los mercados de capitales. En este contexto, estimamos que LatAm avanzará 1,0% en 2017, luego de retroceder 1,4% el año pasado (ver Gráfico 3.2).
- China. Nuestro escenario base considera que el crecimiento económico continuará moderándose este año. La preocupación por las crecientes vulnerabilidades financieras en algunos sectores de ese país (mercado inmobiliario, endeudamiento del sector corporativo, empresas públicas, y banca paralela) llevará a que las autoridades se inclinen un poco más por la implementación de políticas que prioricen la estabilidad financiera en lugar del crecimiento económico. Es decir, estamos considerando que habrá algo más de flexibilidad en el objetivo de crecimiento para 2017, que podría traducirse en un rango más amplio en torno a la meta de medio plazo (6,5%). Ello implicará que se posterguen medidas monetarias adicionales que

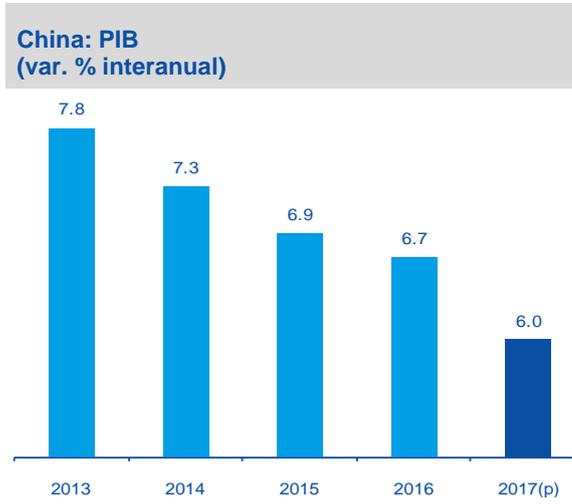
busquen estimular la economía y que se aprieten algo más las medidas macroprudenciales. En ese entorno, estimamos que China se desacelerará del 6,7% en 2016 hacia una tasa más cercana al 6,0% este año (ver Gráfico 3.3).

Gráfico 3.2



1/ Corresponde a LatAm7, que incluye a Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Chile, y Perú.  
(p): proyección  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.3

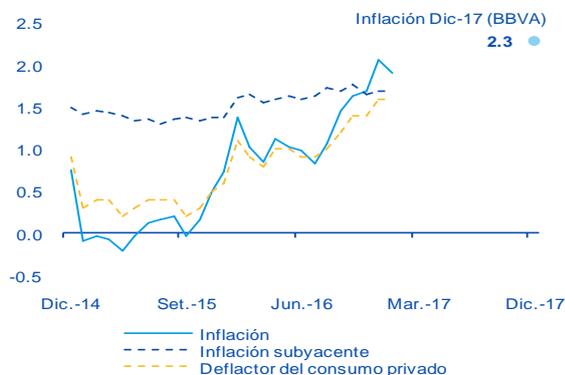


(p): proyección  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

- o Luego del ajuste de 25 puntos básicos en diciembre último, prevemos que en 2017 la FED continuará con un incremento gradual y moderado de la tasa de interés de política monetaria en EEUU. Las presiones inflacionarias están aumentando paulatinamente (ver Gráfico 3.4) en un entorno de mayores precios de la energía, menores holguras en el mercado laboral (ver Gráfico 3.5), y expectativas de un impulso fiscal por parte de la administración entrante; la fortaleza del dólar viene acotando una subida más pronunciada. Prevemos que la FED actuará cautelosamente pues aún hay una elevada incertidumbre en cuanto a las políticas que implementará la administración del Presidente Trump (qué se hará, cómo se hará, cuánto, cuándo). La rotación de miembros con derecho a voto que este año habrá dentro del comité que al interior de la FED toma las decisiones de política monetaria (los nuevos miembros tienen un sesgo más *dovish* que los salientes) también sugiere que se comportará de esa manera. En este contexto, estimamos que durante el primer semestre del año habrá un incremento de 25pb en la tasa FED, a 1,0%, con mayor probabilidad en junio; luego, en el segundo semestre, habría otra alza de similar magnitud, cerrando así el año en 1,25%. Esta proyección para la trayectoria de la tasa FED, las mayores expectativas de crecimiento económico e inflación, cierto apetito por el riesgo a nivel global, y la suave corrección al alza que ya ha tenido la *termpremium* son consistentes con un aumento también moderado en los rendimientos de los bonos del Tesoro con plazo de dos años (desde el actual 1,2% hasta 1,5% a fin de año) y de diez años (desde el actual 2,5% hasta 2,7% a fin de año).

Gráfico 3.4

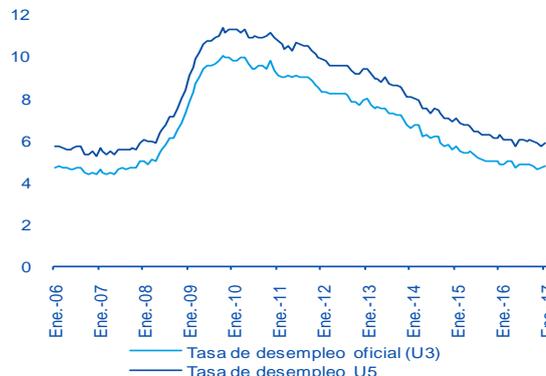
**EEUU: medidas de presión inflacionaria (var. % interanual)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.5

**EEUU: tasa de desempleo (% de la fuerza laboral civil)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

- o La “búsqueda de retorno” por parte de los inversionistas a nivel global se mantendrá a lo largo del año en un entorno de relativa abundancia de liquidez y aún bajas tasas de interés en los países más desarrollados. Ello continuará favoreciendo el apetito por activos de economías emergentes, entre estas Perú. Sin embargo, conforme se van ajustando al alza las tasas de interés en dólares a nivel global (FED, bonos del Tesoro de EEUU, ver Gráfico 3.6) y se incrementan las presiones para recortar los estímulos monetarios de bancos centrales de otros países desarrollados (en el caso del BCE, por ejemplo, estimamos que hacia fin de año podría empezar a evaluarse la *tapering* y que este se iniciaría a principios de 2018), la tendencia de esa demanda por activos de economías emergentes se moderará. Localmente, el soporte que en este momento tiene el sol peruano disminuirá, quizás con mayor claridad en el segundo semestre del año.

Gráfico 3.6

**EEUU: tasa FED y rendimiento del bono del Tesoro a 10 años (%)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.7

**Términos de intercambio (índice año 2007 = 100, promedio del año)**

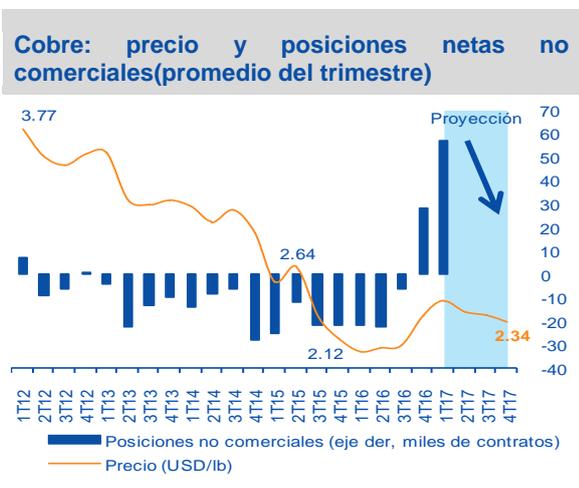


Fuente: BCRP y BBVA Research

- o Los términos de intercambio, como promedio del año, volverán a retroceder en 2017 (ver Gráfico 3.7) debido principalmente a que si bien el precio del cobre aumentará, el precio del petróleo también lo hará y de manera más pronunciada.

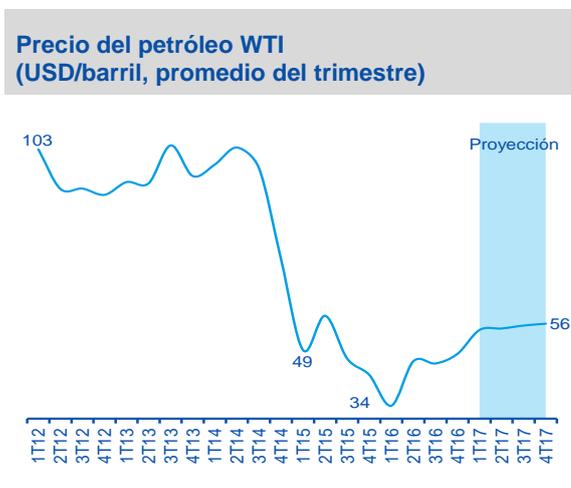
- Estimamos que el precio promedio del cobre aumentará 9% en 2017. En este momento, la cotización de este metal, principal producto de exportación de Perú, se ubica alrededor de USD/lb. 2,60. Creemos que este nivel está alejado de lo que sugieren las variables más fundamentales del mercado; por el contrario, está explicado principalmente por una fuerte actividad de agentes no comerciales (ver Gráfico 3.8). Estas posiciones, que especulan que el precio del cobre subirá, han aumentado de manera significativa en poco tiempo. Prevemos que en los próximos meses estas posiciones especulativas irán corrigiendo, con lo que la cotización del cobre retrocederá, ubicándose en el cuarto trimestre del año en torno a USD/lb. 2,35. A pesar del descenso previsto a lo largo del año, el precio promedio del cobre en 2017 (USD/lb. 2,41) alcanzará a ser mayor que el año pasado (USD/lb. 2,21).

Gráfico 3.8



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.9



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

- Proyectamos que el precio promedio del barril de petróleo WTI, un producto que Perú importa, se incrementará este año en 28%. En este momento, la cotización se ubica alrededor de USD/bar. 53. Estimamos que a lo largo del año irá subiendo paulatinamente hasta ubicarse en el cuarto trimestre en torno a los USD/bar. 56. Ello se dará en un contexto en el que, en general, se seguirá cumpliendo el acuerdo sobre las cuotas de producción entre los principales países exportadores de petróleo, lo que llevará a que los inventarios vayan corrigiendo a la baja, dándole así soporte al precio. La fortaleza del dólar, la recuperación de la producción de petróleo de esquisto en EEUU (como resultado del incremento que ha tenido el precio desde el primer trimestre del año pasado) y cierta mejora en la producción de Libia y Nigeria acotarán el aumento de la cotización. Con esta trayectoria que anticipamos para el precio del barril de petróleo WTI a lo largo del año, el precio promedio aumentará en 2017 hasta USD/bar. 55 desde los USD/bar. 43 del año pasado.

• **VARIABLES LOCALES**

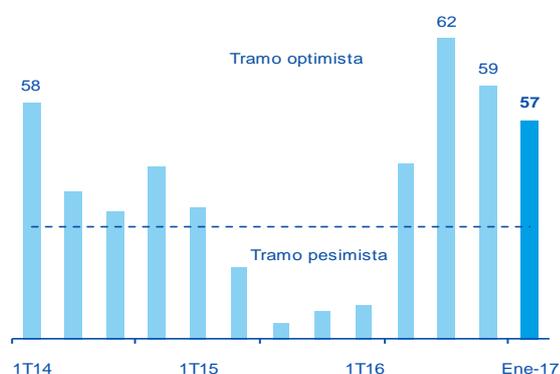
- Se avanzará en la construcción de los grandes proyectos de infraestructura. La lista de los proyectos más grandes que seguimos incluye uno de transporte (segunda línea del metro de Lima), dos de hidrocarburos (GSP y la nueva refinería en Talara), dos aeropuertos (Lima y

Chincheru-Cusco), y dos de irrigación (Chavimochic III y Majes-Siguas). Nuestro escenario base de proyección considera que este año se acelerarán los trabajos de construcción de la segunda línea del metro de Lima, la refinera en Talara, la ampliación del aeropuerto de Lima, el aeropuerto de Chincheru en Cusco, y el proyecto de irrigación Majes-Siguas; por el contrario, considera que no habrá mayores avances en el proyecto de irrigación Chavimochic III ni, sobre todo, en el GSP. Como resultado, el gasto en estas obras contribuirá en 2017 con seis décimas de punto porcentual al crecimiento del PIB.

- o Confianza empresarial se sostiene en el tramo optimista, en niveles no muy distintos a los actuales. A pesar de cierta disminución durante los últimos cuatro meses, la confianza empresarial se mantiene relativamente alta, en niveles que se acercan a los más elevados de los últimos tres o incluso cuatro años (ver Gráfico 3.10). Ello favorece la inversión no minera y con ello la inversión privada total (ver Gráfico 3.11), así como también cierta recuperación del empleo formal (acotada por la poca flexibilidad del mercado laboral). Las medidas que el Estado ha anunciado para impulsar la inversión, y en general para favorecer el entorno para hacer negocios (simplificación administrativa del Estado, reducción de barreras burocráticas), le dará en adelante soporte a la confianza empresarial, aunque retrasos adicionales en la construcción de infraestructura podrían erosionarla.

Gráfico 3.10

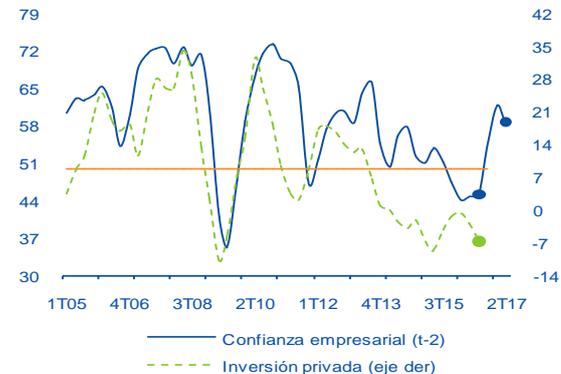
**Confianza empresarial<sup>1/</sup>**  
(en puntos, promedio del trimestre)



1/ Medida a través de la expectativa que tienen los empresarios sobre cómo le irá a la economía en los próximos tres meses. Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.11

**Confianza empresarial<sup>1/</sup> e Inversión privada**  
(en puntos y var. % interanual)



1/ Medida a través de la expectativa que tienen los empresarios sobre cómo le irá a la economía en los próximos tres meses. Fuente: BCRP y BBVA Research

- o La producción de cobre seguirá aumentando en 2017, aunque a menor ritmo que en años previos. Estimamos que la extracción de cobre será de TM 2,5 millones (ver Gráfico 3.12), 10% más que el año pasado. Esta cifra considera que Las Bambas alcanzará en 2017 su máxima capacidad operativa anual y que Toromocho continuará gradualmente aproximándose a la suya. Como resultado, la mayor producción de cobre contribuirá con entre cinco y seis décimas de punto porcentual al crecimiento del PIB.
- o La extracción de anchoveta aumentará este año en cerca de 100% (disminuyó 25% en 2016), alcanzando algo más de TM 5,3 millones. La previsión asume que mejorarán las condiciones

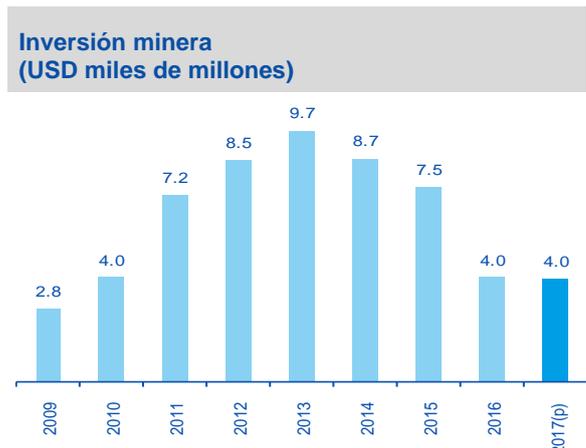
climatológicas luego de las anomalías que se presentaron el año pasado (fenómeno El Niño de intensidad moderada). Esa cifra incorpora también las más de TM 600 mil que ya se capturaron en enero último y que corresponden a parte de la cuota asignada para la segunda temporada de extracción de anchoveta del año 2016. Junto con el impacto positivo que también tiene sobre la actividad económica al emplearse como insumo en la elaboración de harina y aceite de pescado, estimamos que el mayor desembarque de anchoveta contribuirá con cerca de cinco décimas de punto porcentual al crecimiento del PIB en 2017.

Gráfico 3.12



Fuente: INEI y BBVA Research

Gráfico 3.13



(p): proyección.  
Fuente: MINEM y BBVA Research

- La inversión minera ha finalizado su proceso de ajuste y este año se mantiene prácticamente constante (crecimiento nulo). Luego de que a fines de 2015 se terminaran de construir las últimas grandes minas de cobre (Las Bambas y la ampliación de Cerro Verde), la inversión en el sector minero se contrajo sensiblemente (ver Gráfico 3.13), desde USD 7,5 mil millones hasta cerca de USD 4 mil millones en 2016. Ello como resultado de que la inversión que se realiza en la etapa de producción es menor que en la de construcción y de que el año pasado no hubiera otros proyectos grandes que iniciaran su construcción y tomaran así la posta (algo que tampoco prevemos en 2017). El descenso de la inversión minera equivalió a 1,5 puntos porcentuales del PIB. Nuestro escenario base para este año considera que la inversión minera se mantendrá en un monto no muy distinto al del año pasado, por lo que en 2017 no generará un impacto negativo sobre el PIB. Por el contrario, al disiparse el lastre, favorecerá estadísticamente la cifra de crecimiento de la actividad económica con algo más de 1,5 puntos porcentuales. Este efecto positivo compensará el menor impulso que este año dará el avance de la producción de cobre.
- El déficit fiscal disminuirá de 2,7% del PIB en 2016 a 2,5% este año, en línea con la meta anunciada por el Gobierno. Esto es sin embargo consistente con una aceleración del gasto público pues esta será financiada, por ejemplo, con la recaudación fiscal excepcional que resultará de los incentivos para repatriar capitales en el extranjero que hasta el momento no hayan sido declarados a la autoridad tributaria. La aceleración del gasto público también supone que no se recortará la tasa del impuesto general a las ventas (ver detalles más adelante), un impuesto que equivale en otros países al que grava el valor añadido.

Con estos supuestos que caracterizan a nuestro escenario base, preveemos que el PIB crecerá 3,5% en 2017. Por el lado sectorial (ver Tabla 3.1), anticipamos que el empuje de las actividades primarias (extractivas) continuará siendo importante, pero que se moderará en comparación con 2016 debido a que la expansión de la producción minera metálica será más acotada, sobre todo desde el segundo trimestre, en línea con el menor avance de la extracción de cobre. Ello más que compensará el mayor desembarque de anchoveta, que beneficiará a las actividades pesquera y manufacturera primaria.

Tabla 3.1

PIB por sectores productivos(var. % interanual)			
	2015	2016(e)	2017(p)
Agropecuario	3,4	1,1	2,8
Pesca	15,8	-10,1	25,2
Minería e hidrocarburos	9,4	16,3	5,5
Minería metálica	15,6	21,2	5,3
Hidrocarburos	-11,6	-5,4	6,4
Manufactura	-1,5	-1,9	3,0
Primaria	1,3	-0,8	10,2
No primaria	-2,4	-2,2	0,5
Electricidad y agua	5,9	7,3	6,3
Construcción	-5,8	-3,5	1,7
Comercio	3,9	1,7	1,4
Otros servicios	5,1	4,3	3,8
<b>PIB Global</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>
PIB primario	6,8	9,6	5,8
PIB no primario*	2,7	2,3	2,9

(e): estimación, (p): proyección.

\* PIB no primario excluye impuestos y derechos de importación.

Fuente: INEI y BCRP y BBVA Research

El conjunto de actividades no primarias, por el contrario, tendrá un mejor desempeño en 2017. Esta recoge la expansión que volverán a registrar tanto la Construcción y la Manufactura no primaria, que sin embargo será en ambos casos acotada. La primera de ellas avanzará luego de dos años de retroceso, apoyada en la construcción de infraestructura, en el aumento del gasto público en inversión, y en una confianza empresarial que ha mejorado en comparación con los dos años anteriores. El mayor dinamismo del sector Construcción implicará un aumento de la demanda para la Manufactura no primaria, una actividad que volverá a expandirse (aunque aún de manera acotada) luego de tres años de contracción y que también se verá favorecida en 2017 por el mayor crecimiento de los socios comerciales de Perú (en particular de aquellos que demandan exportaciones no tradicionales) y por el desempeño que tendrá la inversión no minera en un entorno en el que las perspectivas por parte del empresariado han tenido cierta mejora.

Por el lado del gasto, proyectamos que la demanda interna tendrá un mayor protagonismo en 2017 (ver Tabla 3.2), mientras que la contribución del sector externo al crecimiento económico disminuirá en un contexto en el que, de un lado, el impulso de la mayor producción minera se moderará y de esa manera también las exportaciones (a pesar de que las exportaciones no tradicionales y las de harina y aceite de pescado tendrán un mejor comportamiento), y de otro, las importaciones empezarán a recuperarse con el mayor gasto de los sectores privado y público.

Tabla 3.2

PIB por el lado del gasto(var.% interanual)			
	2015	2016 (e)	2017 (p)
<b>1. Demanda interna</b>	<b>3,0</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>
a. Consumo privado	3,4	3,4	3,0
b. Consumo público	9,5	2,0	4,3
c. Inversión bruta interna	-1,0	-7,4	1,2
Inversión bruta fija	-5,1	-4,9	2,1
- Privada	-4,5	-6,5	1,0
- Pública	-7,5	1,6	6,3
2. Exportaciones	3,5	10,0	3,5
<b>3. PIB</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>
4. Importaciones	2,1	-2,7	0,8
<i>Nota:</i>			
<i>Demanda interna(excl. inventarios)</i>	1,9	1,2	3,0
<i>Gasto privado (excl. inventarios)</i>	1,4	1,0	2,6
<i>Gasto público (consumo e inversión)</i>	4,2	1,9	4,8
<i>Acum. de inventarios (aporte al crecimiento del PIB)</i>	1,1	-0,6	-0,2

(e): estimación, (p): proyección.

\* PIB no primario excluye impuestos y derechos de importación.

Fuente: INEI y BCRP y BBVA Research

En el caso particular del gasto que realiza el sector privado, prevemos que la inversión registrará un resultado positivo en 2017 luego de tres años consecutivos de contracción. La reversión está en buena parte relacionada con que la inversión minera ha finalizado su proceso de ajuste y dejará así de ser un lastre. Eso se reflejará en la cifra de este año. Además, la mejora que ha tenido la confianza empresarial y las medidas que ha implementado el Estado para incentivar la inversión, y de manera más general para favorecer el entorno de hacer negocios, que podrían empezar a tener cierto impacto positivo ya desde 2017, le darán soporte a la inversión no minera.

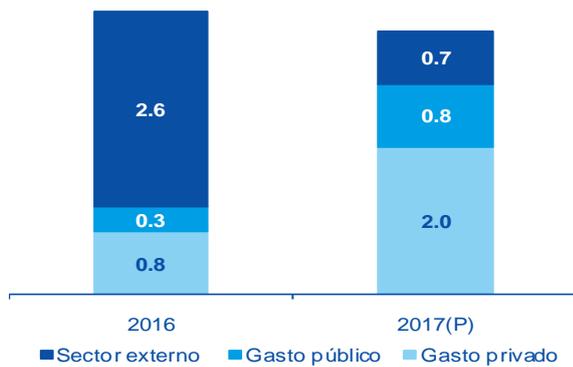
En cuanto al consumo privado, estimamos que habrá alguna desaceleración en 2017. El gasto que realizan las familias mantuvo un crecimiento en torno al 3,4% durante los últimos dos años, a pesar de la desaceleración del empleo, en particular el formal, y la erosión del poder adquisitivo que conlleva un avance sostenido de los precios a un ritmo de más de 3,5% interanual en ese período. Ello se dio en un contexto en el que se liberó parte de los fondos acumulados por los trabajadores en sus compensaciones por tiempo de servicios (CTS, que asemeja un seguro de desempleo), medida que luego se hizo permanente; se eliminaron ciertas deducciones que se hacían a las gratificaciones de los trabajadores; y se incrementaron sueldos en el sector público. Además, las familias acudieron a la banca para sostener su gasto, lo que se reflejó en la aceleración transitoria de los préstamos para consumo. Nuestro escenario base de proyección para este año no incorpora mayores medidas adicionales como las descritas, en tanto que el crédito de consumo ha tendido a perder dinamismo, probablemente por la mayor cautela de las familias en un entorno en el que la generación de empleo formal se ha debilitado (y no prevemos una aceleración intensa en 2017) y la inflación continúa (y continuará durante buena parte del año) avanzando a un ritmo de más de 3% interanual.

En síntesis, prevemos una expansión del PIB de 3,5% en 2017, con una menor contribución de las exportaciones porque la producción minera irá perdiendo fuerza, y con un mayor aporte de la demanda interna que reflejará el incremento que anticipamos en el gasto fiscal y el inicio de la recuperación del gasto

que realiza el sector privado, en particular de la inversión (ver Gráfico 3.14). Esta tasa de crecimiento continuará ubicando a Perú como el país de mayor avance dentro del grupo de economías más grandes de la región (ver Gráfico 3.15).

Gráfico 3.14

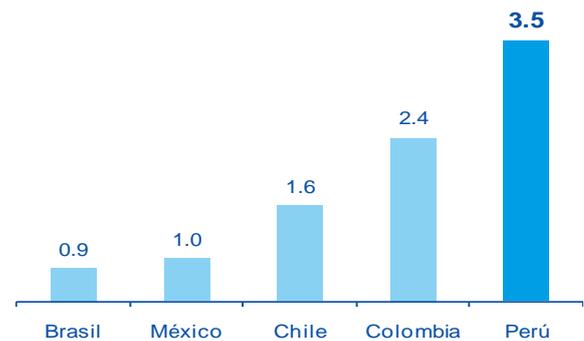
**PIB por el lado del gasto: contribución al crecimiento (puntos porcentuales del PIB)**



(p): proyección  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.15

**LatAm: proyección de crecimiento del PIB en 2017 (var. % interanual)**



Fuente: BBVA Research

## En el primer trimestre del año, en particular, la actividad crecerá algo por encima del 4%, apoyada en el renovado dinamismo de las actividades primarias

En el primer trimestre destacará la expansión de la Pesca pues en enero se extrajo el remanente (poco más de TM 600 mil) de la cuota asignada para la segunda temporada de captura de anchoveta del año pasado. El recurso extraído servirá luego para elaborar harina y aceite de pescado, lo que favorecerá a la Manufactura primaria. También destacará la mayor producción de cobre, sobre todo en Las Bambas; la extracción de este metal aumentará 25% en términos interanuales, quizás el último trimestre en que lo haga a una tasa de dos dígitos. Finalmente, habrá una recuperación de la producción de hidrocarburos pues se anticipa un transporte fluido de gas y líquidos de gas desde la sierra hacia la costa a través del poliducto, algo que no ocurrió a principios del año pasado. Del lado de las actividades no primarias, el avance será discreto, en torno al 2% interanual. Aún así, esta cifra será mayor que la registrada en el trimestre previo, reflejando dos cosas: que ha culminado el ajuste del gasto público que se implementó a fines del año pasado y que empezará a disiparse el lastre negativo de la menor inversión minera. Estos dos elementos incidirán positivamente en la Construcción (su retroceso se moderará) y en la Manufactura no primaria (posiblemente vuelva a expandirse, algo que no hacía desde el segundo trimestre de 2016).

## ¿Más adelante? La profundización de las medidas para impulsar la inversión, y en general para favorecer el entorno para hacer negocios, puede mejorar las perspectivas de crecimiento futuro

Proyectamos un crecimiento promedio anual de 3,7% para el período 2018/2021. Para 2018, en particular, prevemos una expansión del PIB no muy distinta a la que estimamos para este año, pues si bien el sector público tendrá un menor espacio para gastar dado que los ingresos extraordinarios de 2017 ya no estarán

presentes y que la meta de déficit fiscal apretará un poco más, el gasto del sector privado continuará recuperándose. Para que esta recuperación se concrete, serán importantes cuatro cosas: el avance de las concesiones, los mayores incentivos para invertir, la simplificación de los procedimientos administrativos en el Estado, y la reducción de las barreras burocráticas.

En cuanto al avance de las concesiones, el Gobierno está buscando destrabar este año proyectos que en conjunto implican inversiones por USD 12 mil millones; su desarrollo le daría soporte al PIB de 2018. También tiene planeado adjudicar este año concesiones por USD 4 mil millones, cuya construcción podría empezar a tener efecto positivo en el PIB desde 2018. Y finalmente, viene fortaleciendo los procesos pre- y post- adjudicación de las concesiones con la modificación de la normativa sobre APP (fortalecimiento de funcionarios públicos que toman decisiones; acompañamiento, seguimiento y facilitación de la ejecución contractual de los proyectos de inversión; mayor participación del sector privado en la toma de decisiones de ProInversión) y Oxl (eliminación de límite para ejecutar proyectos con los gobiernos subnacionales; ampliación de los sectores en donde se podrá utilizar este mecanismo; posibilidad de que los gobiernos subnacionales puedan suscribir convenios de manera conjunta, con lo que el proyecto contaría con dos fuentes de financiamiento), todo ello en un marco más general de favorecer la competencia y de buscar impedir que empresas relacionadas con actos de corrupción, dentro o fuera de Perú, contraten con el Estado.

En cuanto a los mayores incentivos para invertir, el Estado ha introducido un incentivo tributario para la adquisición de bienes de capital por parte de las MyPE y la recuperación anticipada del impuesto general a las ventas. También hay avances en la simplificación administrativa del Estado. Son interesantes, por ejemplo, la intención de facilitar los trámites de contratación laboral y la obtención de licencias de funcionamiento comercial, la búsqueda de estandarización de los procedimientos para todos los niveles del Estado, y el análisis de la calidad regulatoria de los procedimientos administrativos en el Poder Ejecutivo. En este último caso, se revisarán todas las normas legales que establecen procedimientos administrativos, reduciendo o eliminando los que sean innecesarios, injustificados, desproporcionados, o redundantes. Además, toda nueva norma que establezca procedimientos administrativos en el Poder Ejecutivo tendrá que primero ser evaluada por una comisión multisectorial antes de entrar en vigencia, la que solo se extenderá por tres años (luego deberá ser nuevamente evaluada, algo que también aplicará a las normas vigentes en este momento). Finalmente, sobre la reducción de las barreras burocráticas, en adelante las sentencias que se emitan serán de aplicación general, es decir, la barrera burocrática no podrá ser exigida a ningún administrado (y no solo, como hasta ahora, a quien presentó la denuncia), mandato que de incumplirse será sancionado. Además, si la resolución es apelada, el mandato de inaplicación seguirá siendo exigible a la entidad administrativa durante el proceso de apelación. A ello se suma que se podrán hacer denuncias anónimas sobre la imposición de una barrera burocrática, situación en la que el INDECOPI (Instituto nacional de defensa de la competencia y de la protección de la propiedad intelectual) evaluará una actuación de oficio. Todas estas medidas contribuyen también a formalizar la actividad empresarial.

Las medidas antes descritas para impulsar la inversión y para favorecer el entorno para hacer negocios incidirán positivamente no solo en 2018 sino también en adelante. Nuestro escenario base de proyección considera que a ello se sumará, desde 2019, el reinicio de la construcción del gasoducto en el sur del país.

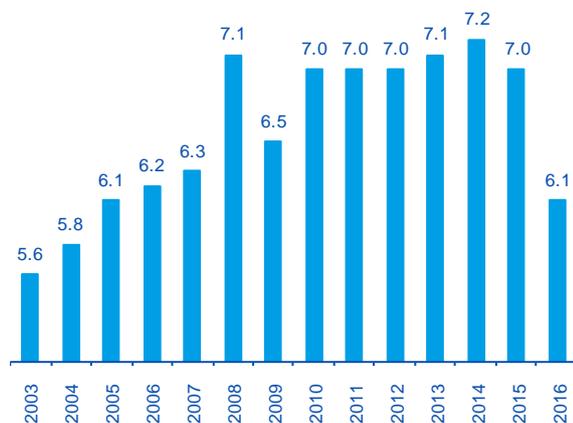
## Política fiscal: el déficit del sector público seguirá bajando este año, en línea con la trayectoria anunciada por el Gobierno

El déficit del sector público no financiero habría cerrado el año pasado en 2,7% del PIB, por debajo del tope que se propuso el Gobierno (3,0%). Este resultado lo explica el ajuste fiscal que se implementó durante el cuarto trimestre de 2016, que fue más intenso que el que previmos. La contracción del gasto público le restó cerca de dos puntos porcentuales al crecimiento del PIB en ese trimestre. Incidió también en el resultado fiscal un ingreso extraordinario equivalente a 0,15% del PIB como producto de la transferencia entre dos empresas privadas extranjeras del proyecto vial Línea Amarilla<sup>1</sup>.

Para este año, nuestro escenario base asume que el déficit fiscal disminuirá hasta 2,5% del PIB, en línea con la meta a la que se comprometió el Gobierno. La probabilidad de que la meta se cumpla es para nosotros relativamente alta. Para ello consideramos que la rebaja de la tasa del impuesto general a las ventas (IGV) finalmente no se dará (una de las propuestas durante la campaña electoral del ahora Presidente Kuczynski fue que esta tasa se recortaría). Ello se debe a que la rebaja está condicionada a que antes de mediados de año se cumpla un objetivo en términos de la recaudación por IGV neto de devoluciones internas (7,2% del PIB)<sup>2</sup>, la que en este momento se ubica en torno al 6,1% del PIB (ver Gráfico 3.16); el objetivo será difícil de alcanzar en un contexto en el que la demanda interna solo estará empezando a recuperarse.

Gráfico 3.16

### Recaudación por impuesto general a las ventas\*(% del PIB)

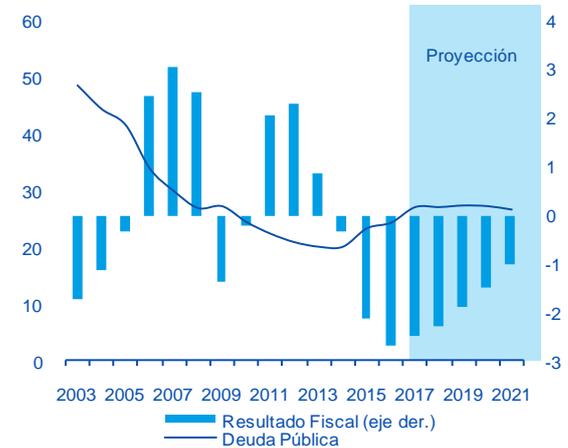


\*Neto de devoluciones.

Fuente: SUNAT, BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.17

### Resultado fiscal y Deuda pública bruta (% del PIB)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Es importante señalar que con este escenario fiscal, condicionado no solo a que no se recortará la tasa del IGV sino también a la recaudación fiscal excepcional que resultará de los incentivos para repatriar capitales

1: En el reporte estadístico de la autoridad tributaria (SUNAT), el pago extraordinario asciende a S/ 978 millones y se registra en el rubro del impuesto a la renta de no domiciliados.

2: El dispositivo legal indica que la tasa del IGV se recortará en un punto porcentual desde julio de 2017 solo si la recaudación (anualizada al 31 de mayo de este año) del IGV total neto de sus devoluciones internas alcanza un nivel similar o mayor que el 7,2% del PIB.

en el extranjero que hasta la fecha no hayan sido declarados a la autoridad tributaria<sup>3</sup> (que estimamos será equivalente a cuatro décimas de punto porcentual del PIB), hay espacio para que el gasto del sector público dé soporte al crecimiento de la actividad económica en 2017. Ahora bien, no solo se requiere de los fondos para dar apoyo el crecimiento, sino también ejecutar esos fondos. Para lograrlo, el gobierno central ha realizado transferencias a los gobiernos subnacionales para continuar las inversiones que no se concluyeron a fines de 2016; si bien esto se hace todos los años, en esta oportunidad ha ocurrido antes y el monto ha sido mayor. También les ha adelantado las transferencias de recursos para inversión que corresponden al ejercicio de 2017, lo que podría ayudar a incrementar la ejecución de los fondos disponibles para el año. Y finalmente, se hará un seguimiento semanal de los avances de las unidades ejecutoras de gasto más importantes, entre ellas las relacionadas con carreteras, con el metro de Lima, con infraestructura educativa, con los Juegos Panamericanos, y con saneamiento urbano. En este contexto, prevemos que la contribución del gasto público al crecimiento del PIB será mayor este año, a pesar de que en simultáneo buscará reducirse el déficit fiscal.

Para los próximos años, y de manera coherente con el compromiso firme que el Gobierno parece tener con el proceso de consolidación fiscal anunciado, estamos asumiendo la tendencia descendente para el déficit del sector público que el gobierno proyecta. Con esta senda y nuestras previsiones de crecimiento económico, estimamos que la deuda pública bruta como porcentaje del PIB se estabilizará en torno a 27% en los siguientes años (ver Gráfico 3.17).

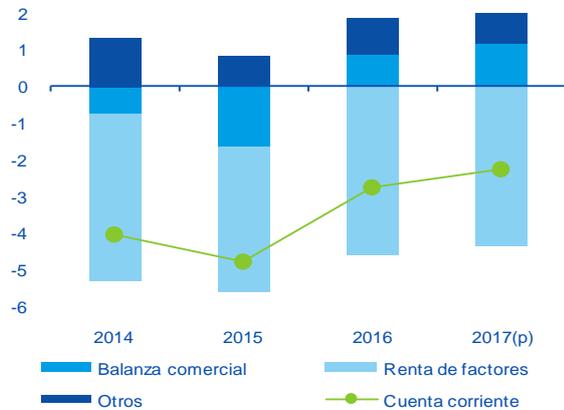
## Déficit en cuenta corriente continuará disminuyendo este año gracias a las mayores exportaciones de cobre y harina de pescado

El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo de manera significativa en 2016, retrocediendo en algo más de dos puntos porcentuales (ver Gráfico 3.18). El principal elemento que explicó esta mejora fue la reversión del saldo de la balanza comercial, que pasó a ser superavitario, un resultado que no se observaba desde 2013. La mejora de la balanza comercial se debe tanto al aumento de las exportaciones (en USD 2,6 mil millones) como a la disminución de las importaciones (en USD 2,3 mil millones). En el primer caso, refleja principalmente el impulso de la mayor producción minera, en particular de cobre (ver Gráfico 3.12); en el segundo, la debilidad de la demanda interna y la disminución de los precios promedio de los insumos que Perú importa, entre ellos petróleo y algunos alimentos.

3: Se establece un régimen temporal y sustituto del impuesto a la renta para contribuyentes domiciliados en el país que declaren o repatrien e inviertan en el país las rentas no declaradas y generadas hasta 2015. La tasa aplicable será de 10% sobre la base imponible en la parte del dinero repatriado. De repatriar e invertir, la tasa es de 7%. Esta medida estará vigente hasta el 29 de diciembre de 2017.

Gráfico 3.18

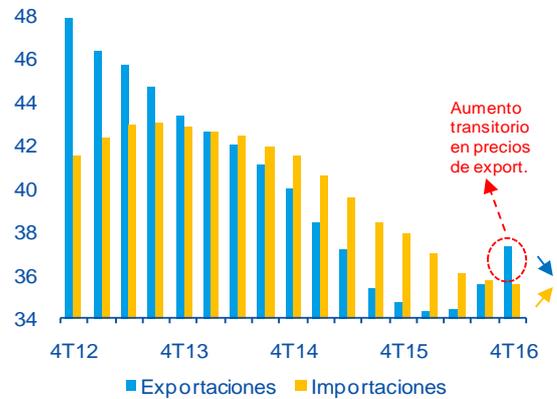
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% del PIB)



(p): proyección  
Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 3.19

Exportaciones e importaciones de bienes (USD miles de millones, acum. últ. doce meses)



Fuente: BCRP y BBVA Research

Para este año proyectamos que el déficit en la cuenta corriente disminuirá hasta un nivel algo por debajo del 2,5% del PIB. En ello incidirá positivamente el aumento del volumen de exportaciones, sobre todo las tradicionales como cobre y harina de pescado. La recuperación que empezará a registrar la demanda interna, que llevará a que los volúmenes importados muestren en 2017 un mejor desempeño, y el descenso adicional que estimamos para los términos de intercambio acotarán un comportamiento más favorable de la balanza comercial y de ese modo también de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Cabe mencionar que en el último trimestre del año pasado el déficit en la cuenta corriente se redujo de manera sensible. Según nuestras estimaciones, este déficit casi se habría cerrado en ese trimestre, algo que no ocurría desde 2011, lo que implica un descenso de alrededor de tres puntos porcentuales del PIB en comparación con el resultado alcanzado en el mismo trimestre de 2015 (y en torno a dos puntos porcentuales del PIB por debajo del resultado alcanzado en el tercer trimestre de 2016). La significativa mejora de la cuenta corriente coincide con el fuerte incremento de los precios de las exportaciones (+7% interanual) –sobre todo los de metales-, la importante alza de la producción y exportación de minerales, y la debilidad que mantiene la demanda interna, que en conjunto favorecieron el saldo de la balanza comercial (ver Gráfico 3.19). Estimamos que esta situación es temporal y que pronto revertirá, quizás desde el segundo trimestre de este año y de manera más clara en el tercero. Ello se debe a que, como se explicó antes, el precio del cobre (y de otros metales) cederá, la producción de cobre moderará su avance de modo significativo, la demanda interna empezará a recuperarse, y el precio del petróleo aún subirá algo más, lo que en conjunto se traducirá en un deterioro de la balanza comercial y con ello de la cuenta corriente de la balanza de pagos, de manera coherente con el déficit que para esta última variable tenemos proyectado para el año 2017.

Para los próximos años proyectamos déficits en cuenta corriente moderados de entre 2,4% y 2,8% del PIB. De esta forma, los requerimientos de financiamiento externo del país también se mantendrán relativamente contenidos, lo que resulta positivo en un contexto en el que se anticipa una disminución de los flujos de capitales hacia las economías emergentes.

## 4. Mercados financieros locales: revaloración de la moneda y de los bonos soberanos al inicio del año

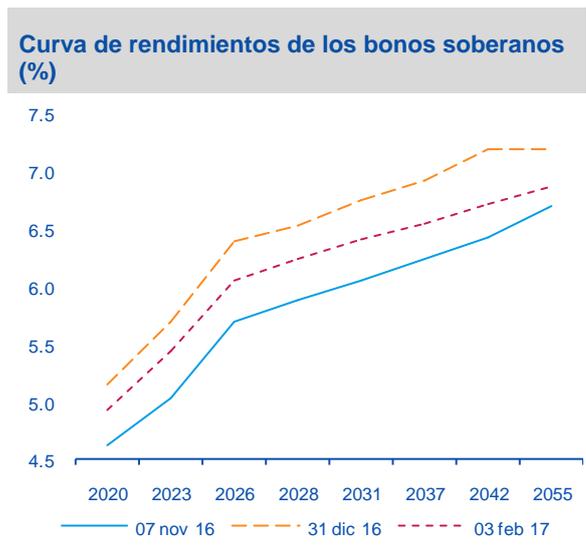
Luego de los resultados electorales en Estados Unidos (8 de noviembre del año pasado), se observaron episodios de tensiones en los mercados financieros locales, con caídas en la cotización de la moneda peruana (PEN) y de algunos activos. Sin embargo, estas pérdidas se revirtieron rápidamente. En el caso del PEN, en particular, la depreciación fue de cerca de 1% luego del resultado de las elecciones estadounidenses, pero después tendió a apreciarse y solo en enero último lo hizo en 2% (ver Gráfico 4.1). Una corrección similar se dio en los rendimientos exigidos a los bonos soberanos (ver Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.2



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Una parte de la explicación de las tendencias favorables que han mostrado los activos locales estaría vinculada a la percepción de que los fundamentos del país se mantienen relativamente sólidos y que incluso han mejorado recientemente. Como antes se describió, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos disminuyó de manera significativa el año pasado y se ha encarrilado el déficit fiscal en una senda de consolidación. En comparación con las demás economías grandes de la región, Perú destaca como la de mayor crecimiento económico, menor déficit fiscal, e inflación y déficit en cuenta corriente entre los más bajos. Agregando a ello las declaraciones de funcionarios de la administración entrante en EEUU que apuntan a que no se sienten cómodos con un dólar fuerte, los datos económicos positivos de China, el importante incremento que han tenido las cotizaciones de los metales (ver Gráfico 4.5), y la percepción de que la FED irá elevando su tasa solo de manera gradual, es poco sorprendente el buen desempeño que vienen teniendo los activos financieros locales y en particular el PEN.

Gráfico 4.3

**Precio de materias primas: cobre y zinc (USD/libra)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.4

**Tipo de cambio (USDPEN)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Sin embargo, nuestra previsión es que la moneda local tenderá en adelante a depreciarse, probablemente de manera más clara en el segundo semestre, y que con ello cerrará el año entre 3,40 y 3,45 soles por dólar (ver Gráfico 4.6). Ello implica que, en comparación con el nivel que alcanzó a fines del año pasado, el aumento del tipo de cambio USDPEN será en 2017 bastante acotado. Esta proyección es consistente con seis elementos, la mayoría de los cuales se describieron en la sección anterior. En primer lugar, las tasas de interés en dólares a nivel global se orientarán al alza, aunque de manera gradual. La FED continuará elevando su tasa de política (aumento acumulado de 50pb en 2017), probablemente desde fines del primer semestre, en un entorno en el que las holguras en el mercado laboral de EEUU son reducidas, la inflación va en aumento, y se anticipa que la administración entrante impulse la economía en el corto plazo por el lado fiscal y con medidas desregulatorias. Además, prevemos que el Banco Central Europeo empezará hacia fin de año a evaluar un *tapering* y que este se iniciaría a principios de 2018. En este contexto, la demanda por activos de economías emergentes se moderará.

Nuestra proyección de tipo de cambio es coherente también con algunas otras medidas que la administración entrante en EEUU ha señalado, entre ellas el recorte de impuestos al sector corporativo, lo que hará más atractiva la inversión en ese país y por lo tanto moderará también la demanda de activos de economías emergentes. En tercer lugar, las posiciones especulativas en el mercado de cobre tenderán a normalizarse, lo que llevará a que el precio corrija a la baja, desde el actual USD/lb. 2,60 hasta algo más en torno a USD/lb. 2,35 en el cuarto trimestre. Como cuarto elemento tenemos que el crecimiento de China disminuirá en un contexto en el que las autoridades económicas de ese país buscarán prioritariamente atajar las vulnerabilidades financieras. Esta desaceleración no solo incidirá a la baja sobre los precios de los metales, sino también sobre la percepción de riesgo de economías como la peruana. En quinto lugar, ya no hay mucho espacio adicional para que los volúmenes exportados continúen aumentando al ritmo al que lo venían haciendo últimamente porque el impulso de la producción minera declinará, quizás con más claridad desde la segunda mitad del año. Y finalmente, la demanda interna empezará a ganar tracción, lo que impulsará las importaciones.

En síntesis, anticipamos que en los próximos trimestres habrá cierto aumento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, en tanto que los inlujos de capitales disminuirán. Ello es consistente con la tendencia que prevemos para el tipo de cambio -que actualmente se ubica alrededor de 3,25- en los siguientes meses. Probablemente, sin embargo, se presentarán episodios de volatilidad en el camino, los que por ejemplo podrían estar asociados a la incertidumbre sobre los resultados de las elecciones que se llevarán a cabo en Europa -podrían tener impactos en el futuro de la moneda común- o con las medidas que finalmente elija implementar la nueva administración en EEUU.

## 5. Inflación bajará en el 2S del año: ¿recorte de tasa de política?

La inflación continuó ubicándose por encima del rango meta (2%, +/- un punto porcentual) a principios de año, en 3,1%. Este comportamiento refleja, por ejemplo, que los precios de ciertos servicios como Educación y Salud siguen avanzando a un ritmo en torno al 5% interanual, quizás por dificultades del lado de la oferta. También recoge el fuerte incremento que ha tenido la cotización internacional del petróleo desde el primer trimestre del año pasado, el que se ha venido transmitiendo a los precios locales de los combustibles. Por el contrario, la apreciación de la moneda local, que se ha reflejado en un menor avance de los alquileres y de tarifas vinculadas al tipo de cambio (energía eléctrica, por ejemplo), y un alza más moderada de los precios de algunos alimentos (pollo, papa, huevos) han atenuado las presiones inflacionarias. Cabe mencionar que el ritmo al que avanza la inflación en términos interanuales no es muy distinto al que en promedio se ha observado durante los últimos cinco o diez años (por encima de 3%).

Nuestra previsión es que durante buena parte de 2017 la inflación se mantendrá fluctuando en torno al techo del rango meta o incluso algo por encima de este. Esta proyección considera que aun cuando la cotización internacional del petróleo no tiene ya mucho recorrido adicional al alza, como se explicó en la sección 3, en términos interanuales continuará presionando a la inflación hacia arriba (a través de los precios locales de los combustibles), sobre todo durante el primer semestre del año (ver Gráfico 5.1). La proyección también incorpora cierto empuje al alza en el corto plazo por el lado de los alimentos, lo que está relacionado con las anomalías climatológicas que se han presentado recientemente y que de momento estimamos como transitorias. La moderada expansión del gasto de las familias que proyectamos para 2017 y la relativa estabilidad cambiaria que anticipamos durante el primer semestre compensarán esas presiones inflacionarias. Esta previsión es consistente con las expectativas inflacionarias del público (ver Gráfico 5.2).

Gráfico 5.1



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 5.2

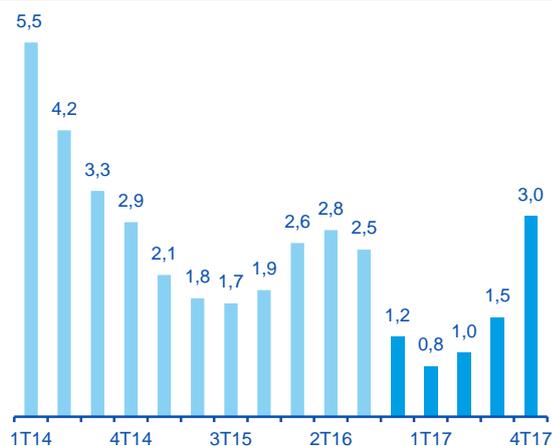


Fuente: BCRP y BBVA Research

Entrado el segundo semestre, cuando el efecto del mayor precio del petróleo se vaya disipando y los precios de los alimentos avancen a un ritmo más contenido, la inflación tenderá a disminuir. Sin embargo, ese descenso encontrará resistencia en la paulatina mejora (aunque aún acotada) que prevemos para la actividad económica (ver Gráfico 5.3) y en el aumento del tipo de cambio. El balance de estos factores nos sugiere que la inflación volverá al rango meta, ubicándose en torno a 2,7% a fin de año (ver Gráfico 5.4).

Gráfico 5.3

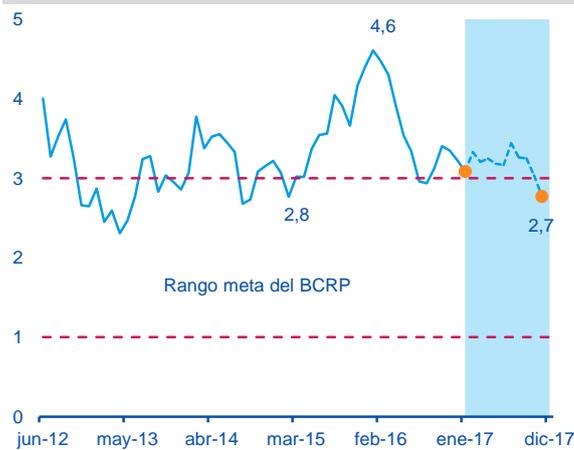
**Demanda interna (excluye inventarios, acum. en últ. cuatro trimestres, var. % interanual)**



Fuente: BCRP y BBVA Research

Gráfico 5.4

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



Fuente: BCRP y BBVA Research

En este escenario en el que el gasto que realizan empresas y familias aún avanzará débilmente y en el que la inflación disminuirá, no podemos descartar que el Banco Central se anime a realizar algún recorte de su tasa de interés de referencia en la segunda mitad de 2017. Con ello se anticiparía al menor espacio que probablemente tendrá el sector público para continuar apoyando el crecimiento de la actividad económica desde el próximo año.

## 6. Riesgos sobre nuestras previsiones para 2017

Los principales riesgos sobre nuestro escenario base de proyección son cinco, dos externos y tres locales. **El primero de ellos está relacionado con China, y en particular con las vulnerabilidades financieras que presenta.** Si estas no se atajan, eventualmente podrían descarrilar el ordenado proceso de desaceleración (y recomposición de las fuentes de crecimiento) que buscan las autoridades económicas de ese país. Esas vulnerabilidades incluyen a la actividad que realiza la banca paralela, la elevada deuda corporativa, empresas públicas ineficientes, y el mercado inmobiliario. En este último caso, por ejemplo, los precios en el mercado inmobiliario de distintas ciudades de China se han incrementado de manera significativa desde mediados del año pasado. Existe el riesgo de que estos precios estén por encima de los niveles que son consistentes con los fundamentos de la economía (burbuja inmobiliaria). Una eventual corrección a la baja tendría efectos negativos en la economía china, lo que a su vez afectaría sensiblemente al crecimiento mundial y los precios de las materias primas<sup>4</sup>. Localmente, los impactos se reflejarían en un menor avance de la actividad y un mayor retroceso de los activos financieros, entre ellos la moneda local.

**El segundo riesgo externo se encuentra en Estados Unidos,** y en concreto en la incertidumbre que generan las medidas que implementará la nueva administración en ese país. Hasta el momento no es claro qué hará de lo que se dijo durante la campaña en materia de política fiscal, política comercial, desregulación, e inmigración. Lo que finalmente se haga podría eventualmente tener impactos reales y financieros distintos a los considerados en el escenario base.

Localmente, **uno de los principales riesgos es que continúen retrasándose los proyectos de infraestructura más grandes.** Nuestro escenario base asume que, descontando el gasoducto y algún proyecto de irrigación más, se acelerarán los trabajos de construcción en los otros proyectos. Ello implica que se culmine con la expropiación de terrenos, se liberen interferencias, y se asegure el financiamiento de las obras. Si esto finalmente no se logra a tiempo, el crecimiento de la actividad se resentirá.

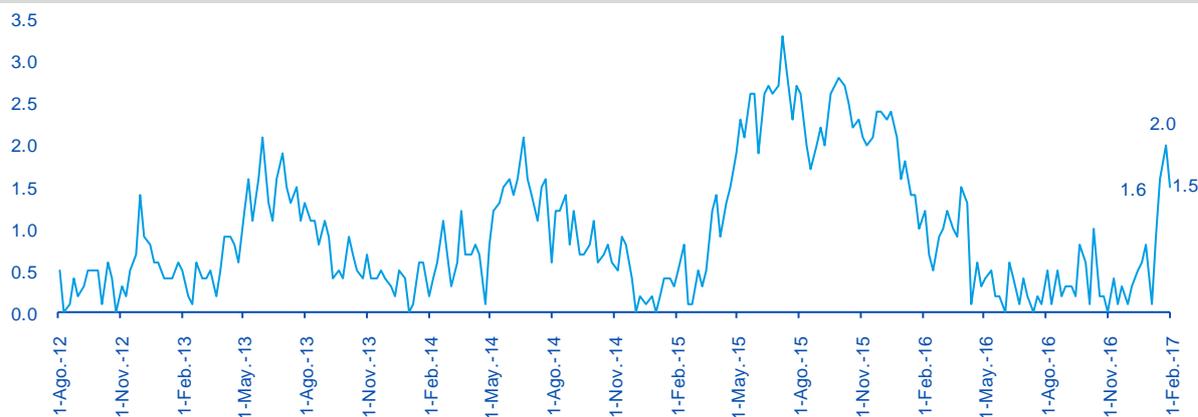
**Un segundo riesgo de origen local es que las elevadas expectativas con las que inició este gobierno se desinflen.** Es decir, que la población perciba, por ejemplo, que la actividad económica (fuera de la extracción de recursos naturales) no se recupera o que solo lo hace muy lentamente, que los proyectos de infraestructura no se destraban, o que los conflictos sociales se agudizan. En ese entorno, es probable que las confianzas de empresarios y consumidores se deterioren, comprometiendo la gradual recuperación del gasto del sector privado que se anticipa en nuestro escenario base.

**Finalmente, existe el riesgo de que las recientes anomalías climatológicas se prolonguen** y tengan un impacto negativo sobre distintas actividades productivas. De acuerdo con el último reporte publicado por el comité que hace seguimiento a estas anomalías (ENFEN), se han consolidado las condiciones para un

4: China, además de ser la segunda economía más grande del mundo, es uno de los principales demandantes de materias primas: representa alrededor de 40% de la demanda mundial de metales básicos como cobre, zinc, estaño y plomo.

evento El Niño costero débil en el verano del hemisferio sur<sup>5</sup>. Y es que desde la segunda semana de enero se han incrementado rápidamente las anomalías de la temperatura superficial del mar (ver Gráfico 7.1), que en el margen corresponden incluso a un fenómeno El Niño incluso más intenso. El escenario base de proyección incorpora estas anomalías, pero asume que son solo transitorias. Sin embargo, de persistir estas anomalías en los niveles actuales, se afectarían el agro, la pesca, la manufactura, la construcción, el comercio, y los servicios. También habrían presiones inflacionarias adicionales.

Gráfico 6.1

**Anomalía en la temperatura superficial del mar, Niño 1+2  
(desvío del promedio histórico, en °C)**

Fuente: BBVA Research a partir del NOAA

5: ENFEN, Comunicado oficial N°03-2017, 2 de febrero de 2017. Ver: <https://www.dhn.mil.pe/Archivos/oceanografia/enfen/comunicado-oficial/03-2017.pdf>.

## 7. Tablas

Tabla7.1

Previsiones macroeconómicas						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (var. % interanual)	5,9	2,4	3,3	3,8	3,5	3,6
Inflación (fdp, var. % interanual)	2,9	3,2	4,4	3,2	2,7	2,2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	2,79	2,96	3,39	3,40	3,42	3,53
Tasa de política (% fdp)	4,00	3,50	3,75	4,25	4,00	3,75
Consumo privado (var. % inter.)	5,3	4,1	3,4	3,4	3,0	3,1
Consumo público (var. % inter.)	6,7	10,1	9,5	2,0	4,3	1,2
Inversión (var. % interanual)	7,7	-2,2	-5,1	-4,9	2,1	2,9
Resultado fiscal (% PIB)	0,9	-0,3	-2,1	-2,7	-2,5	-2,3
Cuenta corriente (% PIB)	-4,2	-4,0	-4,8	-2,8	-2,3	-2,4

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla7.2

Previsiones Macroeconómicas				
	PIB (var. % interanual)	Inflación (fdp, var. % inter.)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de política (% fdp)
T1 15	1,9	3,0	3,09	3,25
T2 15	3,2	3,5	3,16	3,25
T3 15	3,3	3,9	3,22	3,50
T4 15	4,7	4,4	3,38	3,75
T1 16	4,5	4,3	3,41	4,25
T2 16	3,7	3,3	3,32	4,25
T3 16	4,4	3,1	3,38	4,25
T4 16	2,6	3,2	3,40	4,25
T1 17	4,2	3,2	3,31	4,25
T2 17	4,0	3,2	3,34	4,25
T3 17	2,2	3,3	3,39	4,25
T4 17	3,5	2,7	3,42	4,00
T1 18	3,2	2,5	3,46	3,75
T2 18	3,9	2,5	3,48	3,75
T3 18	3,5	2,3	3,51	3,75
T4 18	3,6	2,2	3,53	3,75

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 2112042

Francisco Grippa  
fgrippa@bbva.com

Yalina Crispin  
yalina.crispin@bbva.com

Vanessa Belapatiño  
vanessa.belapatio@bbva.com

Ismael Mendoza  
ismael.mendoza@bbva.com

Marlon Broncano  
marlon.broncano@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

#### Turquía, China 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 12112042-  
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com