



REPORTE DE INFLACIÓN

Junio 2019

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2019-2020**

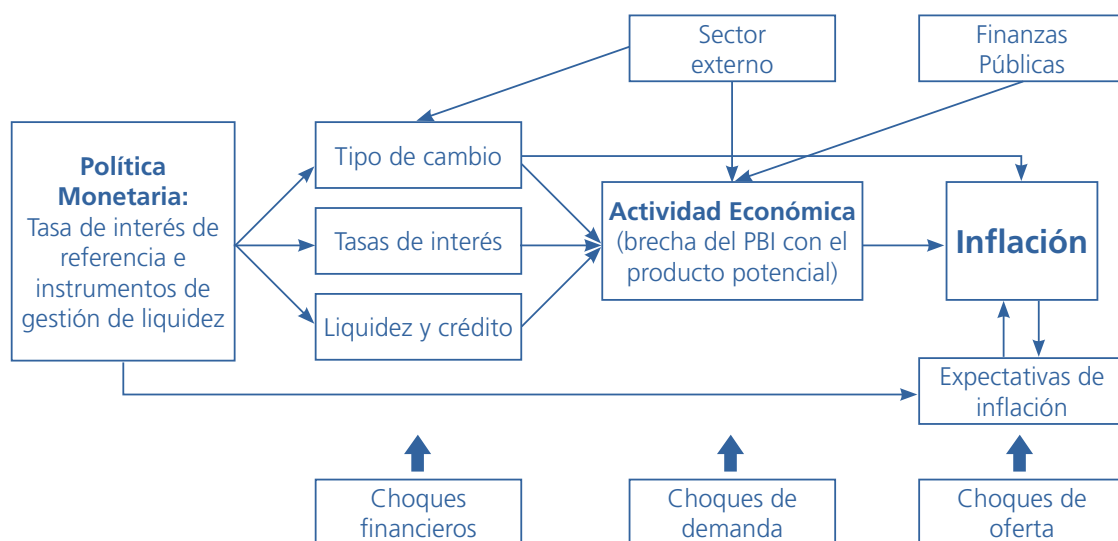


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020

Junio 2019



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

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

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

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2020

Junio 2019

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo.....	11
- Economía mundial	11
- Mercados financieros internacionales.....	21
II. Balanza de pagos	35
- Cuenta corriente.....	35
- Términos de intercambio.....	38
- Financiamiento externo.....	39
III. Actividad económica	46
- PBI sectorial	46
- PBI gasto.....	49
IV. Finanzas públicas.....	64
- Evolución reciente de las cuentas fiscales	64
- Proyecciones	66
V. Política monetaria y condiciones financieras.....	80
- Acciones de política monetaria.....	80
- Mercado cambiario	86
- Liquidez	88
- Crédito al sector privado	89
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	99
- Evolución reciente de la inflación y expectativas de inflación	99
- Proyecciones	103
- Balance de riesgos de inflación.....	105

RECUADROS

1. Impacto de las tensiones comerciales sobre la inversión y el comercio	32
2. Avances en la simplificación administrativa de comercio exterior.....	43
3. Desestacionalización de indicadores económicos	62
4. Modificaciones en el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC).....	74
5. Operación de Administración de Deuda de junio de 2019	77
6. Dolarización de depósitos y créditos de las empresas por sector económico.....	95
7. Tarifas eléctricas de clientes libres y clientes regulados	107

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2019 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno, a mayo de 2019 de cuentas monetarias, operaciones del Sector Público No Financiero, y a junio de inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación es un rango entre 1 y 3 por ciento, buscando así anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de inflación y sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente a la oferta de bienes y servicios, como es el caso de los originados en factores climáticos. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en retornar y mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad macrofinanciera y preservar así los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, mediante los encajes y la intervención cambiaria, la cual permite reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, se busca evitar variaciones excesivas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.
- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 27 de junio de 2019.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 27 de setiembre de 2019.



Resumen

- i. Se espera una moderación del crecimiento del **PBI mundial**, desde 3,6 por ciento en 2018 a 3,3 por ciento en 2019 (3,4 por ciento en el Reporte de Inflación de marzo) y a 3,4 por ciento en 2020 (3,5 por ciento en el Reporte anterior), debido a la incertidumbre originada por las tensiones comerciales. Sin embargo, esta moderación de la actividad económica global vendrá acompañada de condiciones financieras externas más favorables vinculadas a posturas monetarias más expansivas de los bancos centrales de las economías avanzadas.
- ii. Los **términos de intercambio** de las exportaciones se han venido deteriorando por efecto de la incertidumbre respecto a la actividad e inversión mundial. Por ello, luego de un registro de -0,2 por ciento en 2018, se proyecta uno de -2,8 por ciento para 2019 (1,3 por ciento en el Reporte de marzo) y de -0,7 por ciento para 2020 (0,4 por ciento en el Reporte previo). En el presente Reporte se proyecta una cotización promedio anual del cobre de US\$ 2,76 por libra, menor a la proyección anterior (US\$ 2,86) y al promedio del año anterior (US\$ 2,97).
- iii. Los menores precios de las exportaciones en relación a los proyectados en marzo ha llevado a una proyección mayor del **déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos**, de 1,3 a 1,6 por ciento del PBI en 2019 y de 1,3 a 1,9 por ciento en 2020. Por la misma razón se ha revisado el superávit de la balanza comercial de US\$ 8 025 millones en el Reporte de marzo a US\$ 6 271 millones en la presente proyección. Contrarrestando estas tendencias en el comercio de bienes, los flujos de la cuenta financiera registran tendencias favorables, de manera que se espera una entrada de capitales mayor que la proyección anual de marzo. A nivel agregado de la balanza de pagos se ha revisado al alza el incremento de las Reservas Internacionales Netas de US\$ 4 335 millones en marzo a US\$ 6 035 millones en el presente informe para el presente año.
- iv. El **PBI** del primer trimestre de 2019 registró una desaceleración por efecto de una caída en los sectores primarios de pesca y minería, con respecto al primer trimestre del año pasado; a lo que se añadió un menor crecimiento de los sectores no primarios de 3,3 por ciento. Para el resto del año se espera una reversión parcial de la caída del primer trimestre de los sectores primarios, por lo que se proyecta un crecimiento anual del PBI de 3,4 por ciento en 2019 (menor al crecimiento proyectado en el Reporte de marzo) y de 4,0 por ciento en 2020 (igual al del Reporte de marzo).





- v. El menor dinamismo del PBI en 2019 se dará por un menor crecimiento de las exportaciones y de la **demanda interna**, en particular del gasto de inversión del sector privado, de 6,5 por ciento proyectado en marzo a 3,8 por ciento en este Reporte. Esta proyección de menor crecimiento recoge el menor dinamismo observado en lo que va del año en un contexto de menores términos de intercambio y disminución de la confianza empresarial.
- vi. La proyección del **déficit fiscal** para este año se ha reducido de 2,3 por ciento del PBI en el Reporte de marzo a 2,1 por ciento del PBI en el presente Reporte. Este cambio se debe a los mayores ingresos corrientes proyectados que pasan de 19,3 a 19,6 por ciento de PBI, principalmente por efecto de pagos de obligaciones tributarias por resoluciones favorables a Sunat. Para 2020 la proyección del déficit se mantiene en 2,1 por ciento del PBI, en línea con la regla de déficit dispuesta en el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal.
- vii. El Directorio del BCRP ha mantenido **la tasa de interés de referencia** en 2,75 por ciento desde marzo de 2018, lo que es compatible con una política monetaria expansiva (tasa real de 0,3 por ciento en el año), en un contexto de inflación y sus expectativas dentro del rango meta y de una brecha del producto que se cerraría en el horizonte de proyección, aunque de un modo más gradual que el anticipado en el Reporte de Inflación de marzo.
- viii. En línea con la posición monetaria expansiva, el **crédito al sector privado** creció 7,9 por ciento interanual en mayo. Esta evolución se reflejó en todos los segmentos, especialmente en aquel de personas naturales. Para el horizonte de proyección, el crédito al sector privado como porcentaje del PBI se incrementaría de 42 por ciento en 2018 a 44 por ciento en 2020. Esta evolución toma en cuenta condiciones monetarias flexibles y la recuperación del ritmo de crecimiento de la demanda.
- ix. La **inflación** interanual pasó de 2,0 por ciento en febrero a 2,3 por ciento en junio de 2019, ubicándose dentro del rango meta. Las expectativas de inflación, que desde marzo de 2017 se mantienen dentro del rango meta, se ubicaron entre 2,4 y 2,5 por ciento en junio y se estima que disminuirán gradualmente en la medida que la inflación vaya convergiendo al centro del rango meta.
- x. El balance de los **factores de riesgo de inflación** considerado en este Reporte –choques de demanda interna, choques de demanda externa y choques

financieros internacionales– se traduce en un sesgo a la baja en la proyección de inflación. Dicho sesgo considera el mayor riesgo relativo de una posible menor inflación proveniente de un crecimiento más bajo de la demanda.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2017	2018	2019 ^{1/}		2020 ^{1/}	
			RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
Var. % real						
1. Producto bruto interno	2,5	4,0	4,0	3,4	4,0	4,0
2. Demanda interna	1,4	4,3	3,9	3,3	4,1	4,0
a. Consumo privado	2,6	3,8	3,8	3,5	3,9	3,7
b. Consumo público	0,5	2,0	2,5	2,0	2,2	2,5
c. Inversión privada fija	0,2	4,4	6,5	3,8	6,0	5,5
d. Inversión pública	-1,8	6,8	1,0	1,0	5,0	5,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	7,6	2,5	4,6	2,6	5,7	5,4
4. Importaciones de bienes y servicios	4,0	3,4	4,4	2,1	6,2	5,5
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	3,7	3,7	3,4	3,3	3,4	3,4
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	-0,9	-0,5	-0,6 ; 0,2	-1,0 ; -0,3	-0,5 ; 0,5	-0,7 ; 0,2
Var. %						
6. Inflación	1,4	2,2	2,0	2,1	2,0	2,0
7. Inflación esperada ^{3/}	-	-	2,4	2,5	2,5	2,5
8. Depreciación esperada ^{3/}	-	-	-1,6	-1,2	0,9	0,8
9. Términos de intercambio ^{4/}	7,5	-0,2	1,3	-2,8	0,4	-0,7
a. Precios de exportación	13,4	6,3	-0,5	-4,0	2,6	0,7
b. Precios de importación	5,4	6,5	-1,8	-1,3	2,1	1,5
Var. % nominal						
10. Circulante	6,7	7,9	8,1	6,0	8,5	6,0
11. Crédito al sector privado ^{5/}	6,7	8,7	9,0	8,1	9,0	9,0
% PBI						
12. Inversión bruta fija	21,9	22,5	22,7	22,3	23,1	22,7
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-1,2	-1,6	-1,3	-1,6	-1,3	-1,9
14. Balanza comercial	3,1	3,2	3,4	2,6	3,4	2,5
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{6/}	1,8	2,0	3,1	2,7	2,2	2,1
16. Ingresos corrientes del gobierno general	18,1	19,3	19,3	19,6	19,4	19,5
17. Gastos no financieros del gobierno general	20,0	20,2	20,2	20,2	20,0	20,0
18. Resultado económico del sector público no financiero	-3,0	-2,3	-2,3	-2,1	-2,1	-2,1
19. Saldo de deuda pública total	24,9	25,7	26,3	26,5	26,4	26,9
20. Saldo de deuda pública neta	9,5	11,3	13,2	13,1	14,3	14,5

RI: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras realizadas al momento de la publicación del respectivo Reporte de Inflación.

4/ Promedio.

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

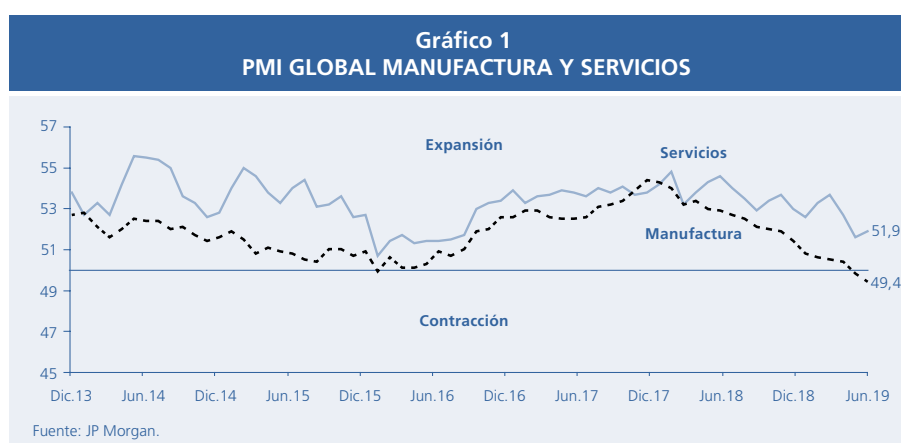
6/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos netos de largo plazo del sector privado.

I. Sector externo

Economía mundial

- Desde la publicación del último Reporte de Inflación, las perspectivas de la economía global se han deteriorado. Los indicadores globales de manufactura y servicios de los meses de abril y mayo han acentuado su tendencia a la baja en un contexto de menor dinamismo del comercio global y de menor confianza ante el escalamiento de las tensiones comerciales.

En el caso particular de la manufactura, el indicador ha mantenido su tendencia a la baja y se ha ubicado por segundo mes consecutivo en la zona de contracción (por debajo de 50). Cabe señalar que en dicha zona de contracción se ubican varias de las principales economías desarrolladas como Eurozona, Reino Unido y Japón.



La desaceleración se observa tanto en las economías desarrolladas cuanto emergentes. En particular, el menor crecimiento de la Eurozona responde principalmente a las tensiones comerciales, incluyendo las negociaciones en torno





al *Brexit*. Dentro de las economías emergentes, la desaceleración más marcada se observó en América Latina por la ejecución del primer trimestre y el deterioro de las condiciones externas.

Cuadro 1 ÍNDICE DE ACTIVIDAD GLOBAL						
I. Servicios	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19
Global	53,2	54,6	52,9	53,0	53,7	51,9
EUA Markit	54,0	56,5	53,5	54,4	55,3	50,7
China Caixin	52,3	53,9	53,1	53,9	54,4	52,0
Eurozona	54,9	55,2	54,7	51,2	53,3	53,4
Reino Unido	51,7	55,1	53,9	51,2	48,9	50,2
Japón	50,9	51,4	50,2	51,0	52,0	51,9
II. Manufactura	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19
Global	53,2	52,9	52,1	51,4	50,5	49,4
EUA Markit	55,6	55,4	55,6	53,8	52,4	50,6
China Caixin	51,0	51,0	50,0	49,7	50,8	49,4
Eurozona	56,6	54,9	53,2	51,4	47,5	47,6
Reino Unido	54,8	54,0	53,7	54,3	55,1	48,0
Japón	53,1	53,0	52,5	52,6	49,2	49,3

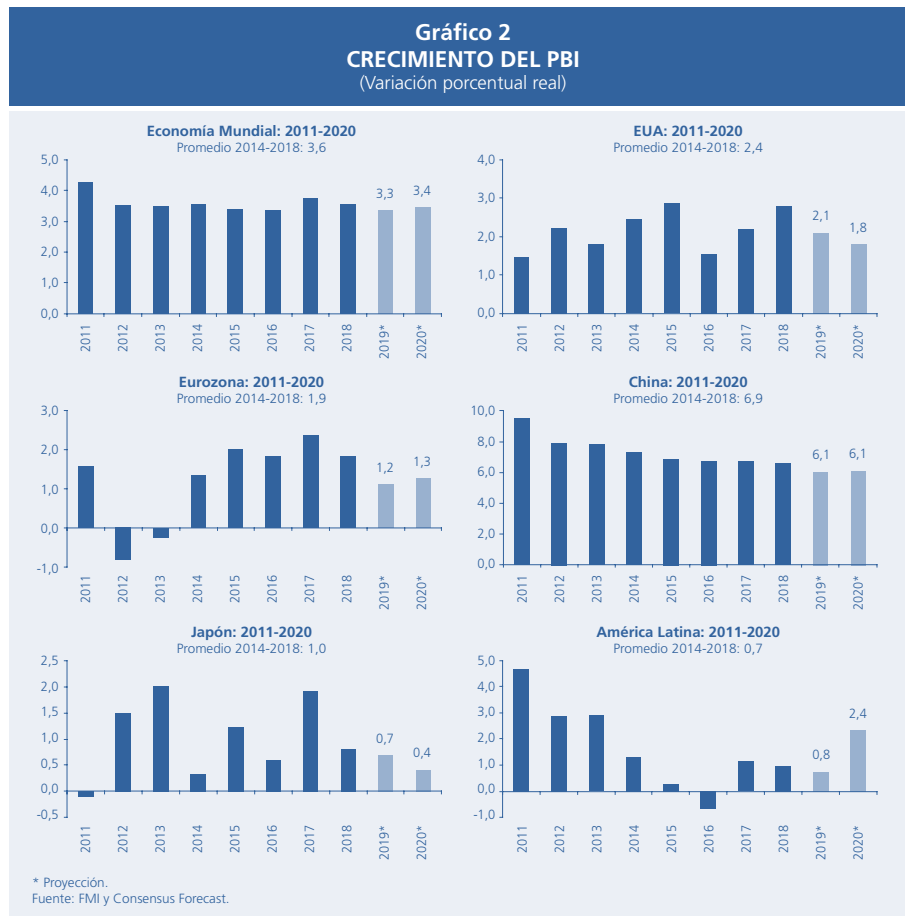
Fuente: JP Morgan.

La moderación del crecimiento global está acompañada de una baja inflación en la mayoría de las economías desarrolladas, lo que ha incrementado las expectativas de una política monetaria más expansiva con respecto a lo previsto en el último Reporte de Inflación. Las proyecciones de la Fed de junio y los contratos a futuro dan por descontado al menos una reducción para este año, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) pospuso el alza de tasas inicialmente prevista para el período junio-agosto de este año y señaló la posibilidad de medidas adicionales. Políticas expansivas se mantienen en otras economías desarrolladas como Japón y Reino Unido.

2. En línea con ello, las proyecciones de crecimiento mundial se han revisado a la baja para 2019, de 3,4 a 3,3 por ciento, y para 2020, de 3,5 a 3,4 por ciento.

Cuadro 2 CRECIMIENTO MUNDIAL (Variaciones porcentuales anuales)							
	PPP % ^{1/}	Comercio Perú % ^{1/}	2018	2019*		2020*	
				Ri Mar.19	Ri Jun.19	Ri Mar.19	Ri Jun.19
Economías desarrolladas	40,8	42,9	2,2	1,8	1,7	1,7	1,6
<i>De las cuales</i>							
1. Estados Unidos	15,2	20,2	2,9	2,1	2,1	1,9	1,8
2. Eurozona	11,4	12,8	1,9	1,3	1,2	1,5	1,3
Alemania	3,2	2,7	1,5	1,2	0,8	1,5	1,3
Francia	2,2	0,8	1,5	1,3	1,2	1,5	1,3
Italia	1,8	1,8	0,9	0,3	0,1	0,8	0,7
España	1,4	4,0	2,5	2,2	2,2	1,9	1,9
3. Japón	4,1	4,0	0,8	0,9	0,7	0,4	0,4
4. Reino Unido	2,2	1,3	1,4	1,3	1,2	1,5	1,4
5. Canadá	1,4	2,6	1,8	1,8	1,6	1,8	1,8
Economías en desarrollo	59,2	57,1	4,6	4,6	4,5	4,8	4,8
<i>De las cuales</i>							
1. Asia emergente y en desarrollo	33,3	34,9	6,4	6,3	6,2	6,4	6,3
China	18,7	27,9	6,6	6,2	6,1	6,2	6,1
India	7,8	3,8	7,1	7,5	7,3	7,6	7,6
2. Comunidad de Estados Independientes	4,4	0,5	2,8	2,1	2,0	2,1	2,0
Rusia	3,1	0,5	2,3	1,5	1,3	1,5	1,3
3. América Latina y el Caribe	7,7	21,6	1,0	1,3	0,8	2,4	2,4
Brasil	2,5	5,4	1,1	2,1	1,0	2,6	2,3
Chile	0,4	3,3	4,0	3,4	2,9	3,4	3,2
Colombia	0,6	2,9	2,7	3,0	3,0	3,2	3,2
México	1,9	3,0	2,0	1,6	1,2	1,7	1,7
Argentina	0,7	1,5	-2,5	-1,2	-1,4	1,9	2,0
Perú	0,3	-	4,0	4,0	3,4	4,0	4,0
Economía Mundial	100,0	100,0	3,6	3,4	3,3	3,5	3,4
Nota:							
Socios Comerciales ^{1/}	65,9		3,7	3,4	3,3	3,4	3,3
* Proyección.							
^{1/} Las ponderaciones corresponden a 2018. Para los socios comerciales se consideran los 20 principales.							
Fuente: FMI y Consensus Forecast.							





3. Las **economías desarrolladas** crecerían 1,7 por ciento en 2019 y 1,6 por ciento en 2020, tasas ligeramente menores a las del Reporte de Inflación de marzo. La economía de **Estados Unidos** creció a una tasa desestacionalizada anualizada de 3,1 por ciento en el primer trimestre, por encima de lo previsto y de lo registrado en el trimestre previo. Esta aceleración refleja el crecimiento de la inversión, las exportaciones y los inventarios, los cuales contribuyeron en 2,4 puntos porcentuales. Por su parte, el consumo privado exhibió cierta desaceleración en el trimestre.

**Cuadro 3
PBI**
(Variación porcentual anual)

	I Trimestre		
	2017	2018	2019
EUA	1,9	2,6	3,2
Eurozona	2,1	2,5	1,2
Japón	1,5	1,3	0,9
Reino Unido	1,8	1,2	1,8
China	6,8	6,8	6,4

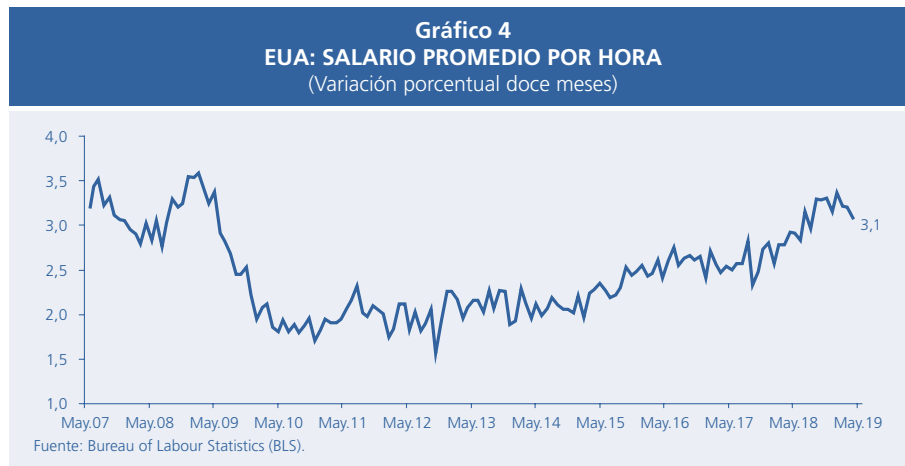
4. Los indicadores del segundo trimestre sugieren una desaceleración en la **actividad económica en los Estados Unidos de Norteamérica** respecto al primer trimestre. Ello reflejaría, principalmente, el impacto de las tensiones comerciales sobre la inversión y las exportaciones. Por su parte, el índice PMI de manufactura de mayo se ubicó en el nivel más bajo desde setiembre 2009, mientras que las órdenes de bienes duraderos cayeron por el menor dinamismo en equipos de transporte. Además, la inversión asociada a construcción viene mostrando tasas negativas desde el año anterior.

Cuadro 4 EUA: PBI (Variación porcentual desestacionalizada anualizada)							
	2017	2018				2019	
		I	II	III	IV	Año	I
Consumo personal	2,5	0,5	3,8	3,5	2,5	2,6	1,3
Inversión privada bruta	4,8	9,6	-0,5	15,2	3,7	5,9	4,3
Inversión no residencial	5,3	11,5	8,7	2,5	5,4	6,9	2,3
Inversión residencial	3,3	-3,4	-1,3	-3,6	-4,7	-0,3	-3,5
Variación de inventarios*	0,0	0,3	-1,2	2,4	0,1	0,1	0,6
Exportaciones	3,0	3,6	9,3	-4,9	1,8	4,0	4,8
Importaciones	4,6	3,0	-0,6	9,3	2,0	4,5	-2,5
Gasto de gobierno	-0,1	1,5	2,5	2,6	-0,4	1,5	2,5
PBI	2,2	2,2	4,2	3,4	2,2	2,9	3,1

* Contribución al crecimiento.
Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

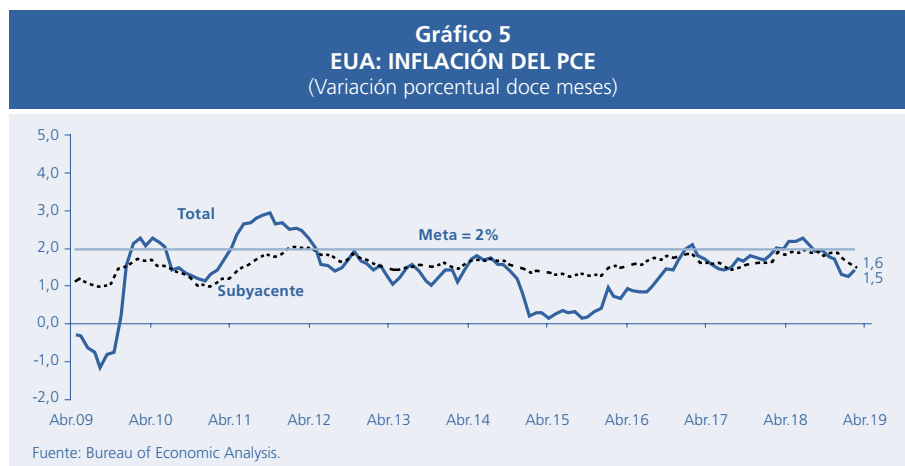
Respecto al consumo, algunos indicadores recientes (como las ventas minoristas) sugieren que, a pesar de la evolución del primer trimestre, este componente tendría la mayor contribución al crecimiento en lo que resta del año. Por su parte, el desempleo en los Estados Unidos se mantiene en niveles mínimos alcanzando una tasa de 3,7 por ciento en junio. A pesar de la baja tasa de desempleo, los salarios crecieron 3,1 por ciento en mayo, menor a la tasa observada en diciembre de 2018.





5. En este contexto, se espera que el crecimiento de EUA pase de 2,9 por ciento en 2018 a 2,1 por ciento en 2019, tasa que se ubicaría aún por encima de su crecimiento de mediano plazo. Para el año 2020, se estima un crecimiento menor (1,8 por ciento), en línea con un menor estímulo fiscal luego de la reducción de impuestos en 2018.

Respecto a la inflación, el menor dinamismo en los salarios y en los precios de energía explican las bajas presiones sobre los precios. En mayo, la inflación fue 1,5 por ciento, por debajo del objetivo de la Fed. La inflación subyacente, que excluye energía y alimentos, se ubicó en 1,6 por ciento.



6. Ante este escenario de desaceleración y de bajas presiones inflacionarias, las expectativas de una reducción de tasas de interés durante 2019 se han incrementado significativamente desde el último Reporte de Inflación. Las declaraciones recientes de funcionarios de la Fed y el último comunicado de la reunión de junio confirman la posibilidad de realizar dicha reducción si las tensiones comerciales afectan la actividad económica. Al respecto, la Fed ahora considera una reducción en la tasa de interés para el próximo año. Sin embargo, ello difiere de lo estimado en

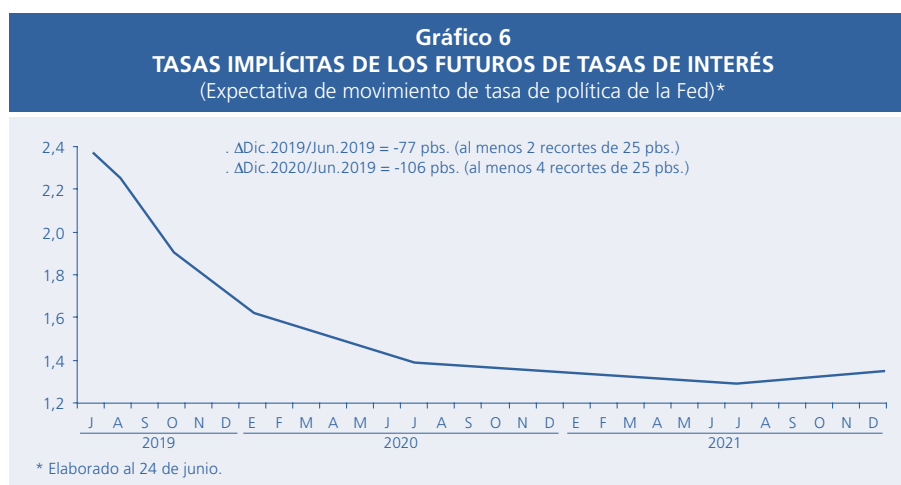
el mercado. Según el mercado de futuros de las tasas de interés, se descuenta al menos 2 recortes de tasas de 25 pbs. para el presente año y para finales de 2020 se acumula una expectativa de 4 recortes de 25 pbs. cada uno.

**Cuadro 5
PROYECCIONES DE LA FED***

	2019		2020		2021		Largo Plazo	
	Mar.19	Jun.19	Mar.19	Jun.19	Mar.19	Jun.19	Mar.19	Jun.19
Crecimiento	2,1	2,1	1,9	2,0	1,8	1,8	1,9	1,9
Tasa de desempleo	3,7	3,6	3,8	3,7	3,9	3,8	4,3	4,2
Inflación (PCE)	1,8	1,5	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	2,0	1,8	2,0	1,9	2,0	2,0	-	-
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.								
Tasa de interés (%)	2,4	2,4	2,6	2,1	2,6	2,4	2,8	2,5

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

**Gráfico 6
TASAS IMPLÍCITAS DE LOS FUTUROS DE TASAS DE INTERÉS**
(Expectativa de movimiento de tasa de política de la Fed)*



- En la **Eurozona**, el crecimiento desestacionalizado del PBI en el primer trimestre (0,4 por ciento trimestral) fue mayor al del período anterior. El consumo moderó su tendencia decreciente, por mayor poder adquisitivo de las familias tras aumentos de salarios y medidas fiscales expansivas en algunas economías (en Francia tras protestas de 'chalecos amarillos' y en Alemania por facilidades en el pago de contribuciones sociales). Por su parte, la inversión repuntó reflejando el crecimiento del sector construcción y cierto impulso en la inversión en maquinaria y equipo.

No obstante, indicadores de mayor frecuencia como la producción industrial, los índices PMI de manufactura y los de confianza indicarían que la economía retomarí­a la tendencia hacia un menor crecimiento que se venía observando desde el segundo semestre del año pasado. En ese sentido, se ha revisado ligeramente a la baja la proyección de crecimiento de la región para 2019 (1,2 por ciento) y 2020 (1,3 por ciento), reflejando así el menor ritmo de expansión de Alemania, Francia e Italia.





Asimismo, la inflación en la región ha registrado una tendencia a la baja en los primeros meses del año principalmente debido a los menores precios de energía y de algunos servicios. En ese contexto, el BCE decidió mantener la posición de política monetaria y aplazó para el próximo año la decisión de una próxima alza de tasa de interés. Asimismo, hay señales de una posición más expansiva frente al contexto de incertidumbre por el tema comercial y el ruido político.

8. El crecimiento de las **economías emergentes** también se ha revisado a la baja para 2019 de 4,6 a 4,5 por ciento en 2019. Para 2020 se mantiene la proyección de 4,8 por ciento.

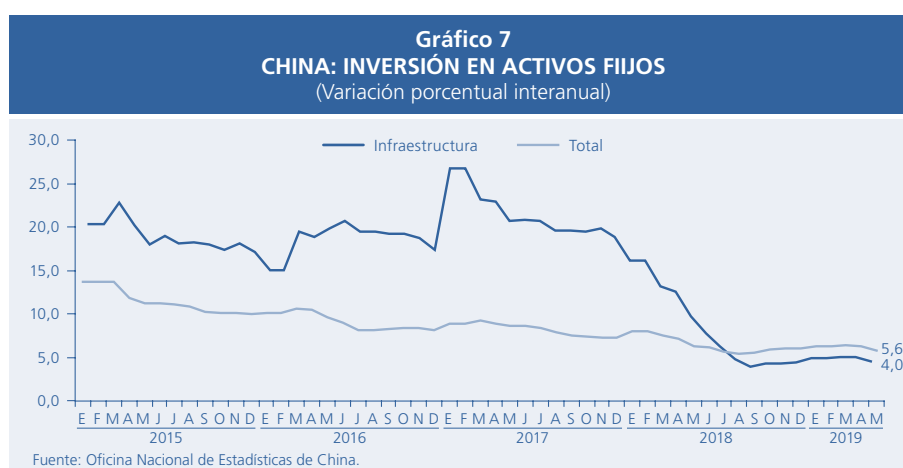
En este contexto, varios bancos centrales de las economías emergentes (como los países desarrollados) han hecho una pausa en el ajuste de sus tasas de política monetaria y, en algunos casos, las han reducido dada la desaceleración de la actividad mayor a la esperada, en un entorno de reducción de las presiones inflacionarias.

Cuadro 6
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN ANUAL
(En porcentajes)

	Tasas de Interés de Política Monetaria					Inflación anual (%)
	Niveles en % (fin de periodo)			Variación (pbs.)		
	Dic.18 (1)	Mar.19 (2)	Jun.19 (3)	(3)-(2)	(3)-(1)	
India	6,50	6,25	5,75	-50	-75	3,05
Islandia	4,50	4,50	3,75	-75	-75	3,30
Ucrania	18,00	18,00	17,50	-50	-50	9,60
Filipinas	4,75	4,75	4,50	-25	-25	3,20
Nueva Zelanda	1,75	1,75	1,50	-25	-25	1,50
Australia	1,50	1,50	1,25	-25	-25	1,30
Chile	2,75	3,00	2,50	-50	-25	2,30
Rusia	7,75	7,75	7,50	-25	-25	5,10
Malasia	3,25	3,25	3,00	-25	-25	0,20
Brasil	6,50	6,50	6,50	0	0	4,66
China	4,35	4,35	4,35	0	0	2,70
Colombia	4,25	4,25	4,25	0	0	3,31
Estados Unidos	2,50	2,50	2,50	0	0	1,80
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0	0	1,20
Hungría	0,90	0,90	0,90	0	0	3,90
Indonesia	6,00	6,00	6,00	0	0	3,28
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	0	0	0,70
México	8,25	8,25	8,25	0	0	4,28
Perú	2,75	2,75	2,75	0	0	2,29
Polonia	1,50	1,50	1,50	0	0	2,60
Reino Unido	0,75	0,75	0,75	0	0	2,00
Serbia	3,00	3,00	3,00	0	0	2,20
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	0	0	0,60
Tailandia	1,75	1,75	1,75	0	0	0,87
Taiwán	1,38	1,38	1,38	0	0	0,94
Turquía	24,00	24,00	24,00	0	0	15,72
Canadá	1,75	1,75	1,75	0	0	2,40
Corea del Sur	1,75	1,75	1,75	0	0	0,70
Israel	0,25	0,25	0,25	0	0	1,50
Rumania	2,50	2,50	2,50	0	0	4,10
Sudáfrica	6,75	6,75	6,75	0	0	4,50
Suecia	-0,25	-0,25	-0,25	0	0	2,16
República Checa	1,75	1,75	2,00	25	25	2,90
Noruega	0,75	1,00	1,25	25	50	2,50
Pakistán	10,00	10,75	12,25	150	225	8,89

Nota: en el caso de la inflación, la cifra corresponde a la difundida más reciente.

A pesar de las tensiones comerciales con EUA, el crecimiento del PBI de **China** del primer trimestre de 2019 fue de 6,4 por ciento, la misma tasa que el trimestre previo, lo que reflejaría el impacto de las medidas de estímulo implementadas en la segunda mitad de 2018. Sin embargo, desde abril tanto los indicadores de actividad económica como los de comercio exterior muestran una marcada desaceleración. En particular, la inversión mantiene un bajo ritmo de expansión, asociado a un relativo estancamiento del gasto en infraestructura. En ese contexto, tanto el banco central como el gobierno han anunciado medidas orientadas a evitar una desaceleración brusca de la economía.



9. El banco central de China anunció la reducción de la tasa de encaje a partir de mayo para los bancos medianos y pequeños, de un rango de 10-11,5 por ciento a 8 por ciento para los bancos con activos por debajo de un monto equivalente a US\$ 1,5 mil millones. En junio, el Ministerio de Finanzas anunció que permitirá a los gobiernos locales utilizar parte de los ingresos de la venta de bonos especiales como parte del capital para proyectos de infraestructura calificados. En este contexto, se revisa a la baja la proyección de crecimiento del PBI de China de 6,2 a 6,1 por ciento tanto para 2019 como 2020.
10. La proyección de crecimiento para **América Latina** se ha revisado a la baja: de 1,3 a 0,8 por ciento para 2019, la tasa más baja desde 2016. Se estima que la mayoría de economías crecerían por debajo de su tasa potencial durante 2019 y que se recuperarían durante 2020.

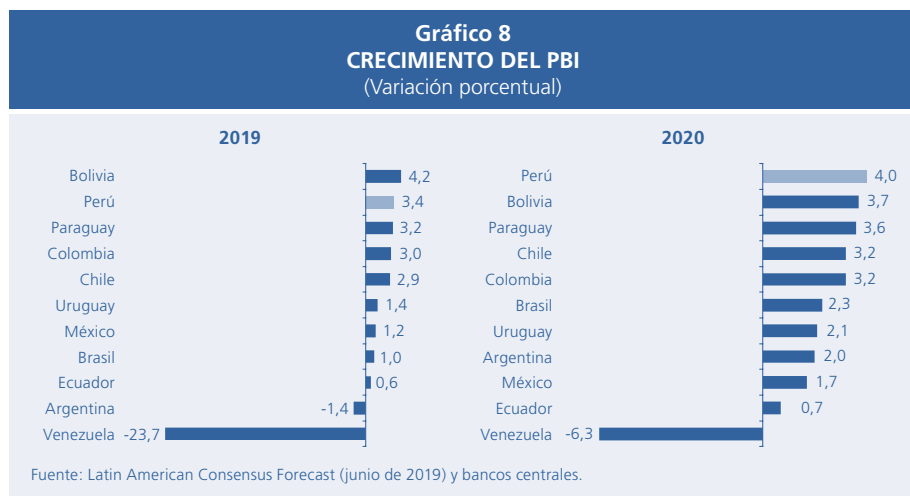
El PBI del primer trimestre de la mayoría de países de la región registró una evolución por debajo de lo esperado y los indicadores recientes confirman una desaceleración. Dentro de los factores externos, la región ha estado afectada por la caída en los precios de los metales básicos y del petróleo y por la incertidumbre producida por las tensiones comerciales.

Dentro de los factores internos, se observa una desaceleración en algunos sectores primarios y menor dinamismo en la demanda doméstica en el caso de Chile. En





México, se estima que en 2019 la economía crezca a su menor tasa en seis años afectada por factores adicionales del tipo externo (ratificación pendiente del acuerdo con EUA y Canadá) e interno (falta de definición de política y situación de la empresa estatal PEMEX). En Brasil, se observa una caída en la confianza de consumidores e inversionistas por incertidumbre respecto al avance de la reforma previsional. Argentina registraría una nueva caída del producto en 2019 tras la posición restrictiva de la política monetaria y el ruido político de las elecciones generales.



11. La inflación, por su parte, ha mostrado una tendencia a la baja en la mayoría de los países y, en el caso de los países con metas de inflación, se ubica dentro del rango meta. En este contexto de bajas presiones inflacionarias y de un crecimiento por debajo del potencial, se espera el aplazamiento de ajustes de política monetaria en la mayoría de economías de la región.

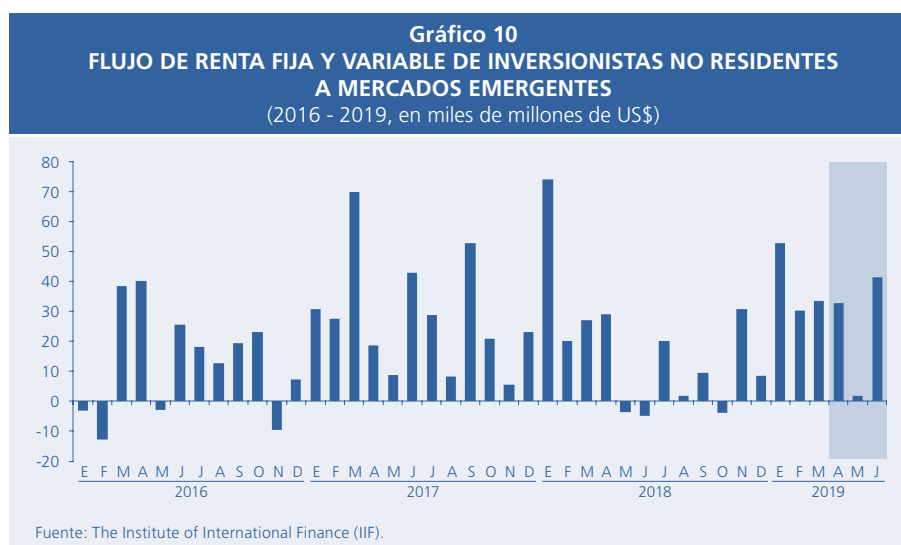


Mercados financieros internacionales

12. Entre los meses de abril y junio, los mercados financieros se vieron influidos por la alta volatilidad generada por las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. Sin embargo, a fines de junio ambas partes acordaron continuar con las negociaciones en la cumbre del G-20. También influyeron en el mercado, las preocupaciones sobre la desaceleración económica global y las tensiones geopolíticas. En este contexto, los precios de los *commodities* y los rendimientos disminuyeron.

El impacto de estos factores fue limitado por las expectativas de que las economías desarrolladas mantengan políticas monetarias expansivas, lo cual contribuyó en la apreciación de las monedas emergentes frente al dólar.

Las entradas de capitales de no residentes hacia economías emergentes continuaron durante el segundo trimestre, aunque a un menor ritmo durante mayo dada la mayor aversión al riesgo y corrección en el precio de los *commodities*. En junio, la alta entrada de capitales se justificó en la flexibilización de la política monetaria de las principales economías y negociaciones resultantes de la reunión del G20.



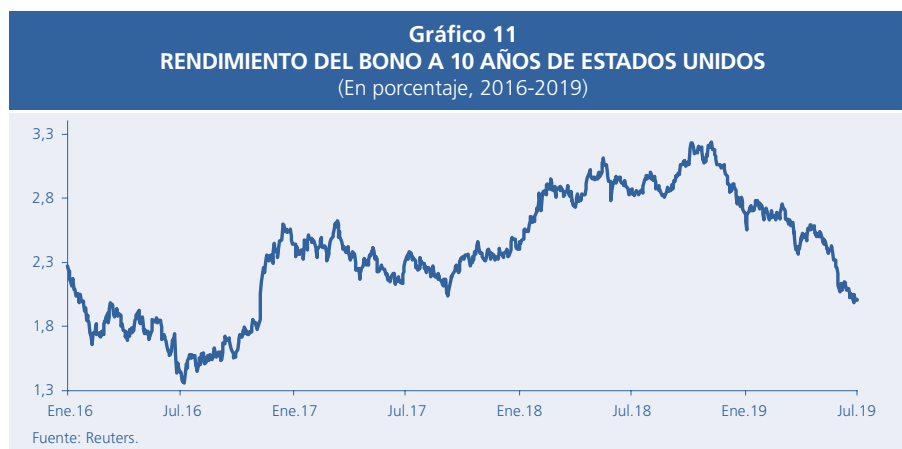
13. En los **mercados de renta fija**, el rendimiento del bono de 10 años de Estados Unidos registró una caída. Ello fue explicado por la incertidumbre de la política comercial global y la expectativa de recorte de tasas de la Fed. Por ello, el diferencial del rendimiento de 10 años y 3 meses pasó a plano negativo desde el 23 de mayo, indicando que la curva de rendimiento se encuentra invertida por cerca de 5 semanas.

En la Eurozona, los rendimientos disminuyeron dadas las señales de desaceleración económica, ruido derivado del presupuesto de Italia y comentarios del BCE a favor de una flexibilización de la política monetaria. En las economías emergentes, los





rendimientos en su mayoría cayeron tras registrar diversas recomposiciones de títulos de renta variable hacia renta fija en un contexto de desaceleración de datos económicos.



Cuadro 7
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

	Dic.18	Mar.19	Jul.19	Variación acumulada 2019 (pbs.)	Variación Jul.2019/ Mar.2019 (pbs.)
Estados Unidos	2,69	2,41	2,01	-68	-40
Alemania	0,24	-0,07	-0,35	-59	-28
Francia	0,71	0,32	-0,04	-74	-35
Italia	2,74	2,49	1,98	-76	-50
España	1,41	1,09	0,37	-104	-72
Grecia	4,35	3,73	2,29	-205	-144
Gran Bretaña	1,28	1,00	0,80	-48	-20
Japón	-0,01	-0,09	-0,15	-15	-6
Brasil	9,24	8,97	7,33	-191	-164
Colombia	6,75	6,62	6,14	-61	-48
Chile	4,24	3,97	3,11	-112	-86
México	8,64	8,01	7,50	-114	-52
Perú	5,35	4,89	4,68	-67	-21
Sudáfrica	9,28	9,04	8,74	-54	-31
India	7,37	7,35	6,88	-49	-47
Turquía	15,80	17,18	15,73	-7	-145
Rusia	5,05	4,52	3,93	-112	-59
China	3,31	3,07	3,23	-8	16
Corea del Sur	1,96	1,83	1,61	-34	-22
Indonesia	7,98	7,60	7,35	-63	-26
Tailandia	2,48	2,44	2,10	-38	-34
Malasia	4,08	3,76	3,64	-44	-12
Filipinas	7,01	5,60	5,08	-193	-52

Elaborado al 1 de julio.
Fuente: Reuters.

Cabe señalar que, en algunos casos, la tendencia a la baja en los rendimientos en las economías desarrolladas se ha visto limitado por el mantenimiento de políticas fiscales expansivas y altos niveles de deuda pública.

Cuadro 8
DÉFICIT FISCAL Y DEUDA PÚBLICA

	Déficit Fiscal (en % de PBI)			Deuda Pública (en % de PBI)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Estados Unidos	-4,3	-4,6	-4,4	106	107	108
Eurozona	-0,6	-1,0	-0,9	85	84	82
Japón	-3,2	-2,8	-2,1	237	238	237
Reino Unido	-1,4	-1,3	-1,2	87	86	84
China	-4,8	-6,1	-5,5	50	55	60
A. Latina	-4,7	-4,6	-4,1	68	68	68

Fuente: FMI.

14. En los **mercados de renta variable**, se continuó con el alza en los países desarrollados luego del fuerte aumento observado durante el primer trimestre de 2019. Estos resultados estuvieron asociados a los mejores resultados corporativos publicados entre abril y mayo (que corresponden al primer trimestre de 2019), a la expectativa de flexibilización monetaria de los principales bancos centrales, a medidas de estímulo de China, acuerdo logrado entre EUA y México y a la reapertura de negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China durante la cumbre del G20.

Cuadro 9
BOLSAS MUNDIALES

		Dic.18	Mar.19	Jul.19	Variación (%) acumulada 2019	Variación Jul.2019/ Mar.2019 (pbs.)
VIX*	S&P 500	25,42	13,71	14,13	-11,3	0,4
Estados Unidos	Dow Jones	23 327	25 929	26 672	14,3	2,9
Alemania	DAX	10 559	11 526	12 521	18,6	8,6
Francia	CAC 40	4 731	5 351	5 568	17,7	4,1
Italia	FTSE MIB	18 324	21 286	21 346	16,5	0,3
España	IBEX 35	8 540	9 240	9 284	8,7	0,5
Grecia	ASE	613	721	876	42,8	21,4
Reino Unidos	FTSE 100	6 728	7 279	7 498	11,4	3,0
Japón	Nikkei 225	20 015	21 206	21 730	8,6	2,5
Brasil	Bovespa	87 887	95 415	101 562	15,6	6,4
Colombia	IGBC	11 144	13 060	12 606	13,1	-3,5
Chile	IGP	25 950	26 644	25 805	-0,6	-3,1
México	IPC	41 640	43 281	43 379	4,2	0,2
Argentina	Merval	30 293	33 466	41 602	37,3	24,3
Perú	Índice General	19 350	21 098	20 728	7,1	-1,8
Sudáfrica	JSE	52 737	56 463	58 767	11,4	4,1
India	CNX Nifty	10 863	11 624	11 866	9,2	2,1
Turquía	XU100	91 270	93 784	99 736	9,3	6,3
Rusia	Interfax	1 066	1 198	1 402	31,5	17,0
China	Shangai C.	2 494	3 091	3 045	22,1	-1,5
Corea del Sur	Seul Composite	2 041	2 141	2 130	4,3	-0,5
Indonesia	JCI	6 194	6 469	6 380	3,0	-1,4
Tailandia	SET	1 564	1 639	1 741	11,3	6,2
Malasia	KLSE	1 691	1 644	1 684	-0,4	2,4
Filipinas	Psei	7 466	7 921	8 044	7,7	1,6

* Datos y variación en puntos.
Elaborado al 1 de julio.
Fuente: Reuters.





Las bolsas de valores de países emergentes mostraron movimientos diversos en un contexto de ligero incremento de la aversión al riesgo, menores precios de diversos *commodities* y desaceleración de la actividad local.

15. Respecto a las **monedas de los mercados emergentes**, la mayoría se fortaleció frente al dólar, luego de la reunión de la Fed de junio y la reanudación de negociaciones entre EUA y China en la cumbre del G20.

Destaca la apreciación del rublo ruso, bath tailandés, peso argentino, rand sudafricano, peso filipino y real brasilero. En el caso del rublo ruso, la apreciación fue impulsada por sólidos datos laborales y menores tensiones con Estados Unidos; el bath avanzó por culminación del proceso electoral; y, el peso argentino se fortaleció por mejora en la trayectoria de la inflación. El rand se apreció tras recuperación de la actividad y anuncio de medidas del gobierno para ayudar a la firma estatal Eskom; el peso filipino subió empujado por aumento de la calificación soberana por parte de S&P, mejora de las cuentas externas y medidas para flexibilizar el mercado cambiario; y, el real se vio beneficiado por la mayor cooperación entre los poderes locales para desarrollar la agenda económica.

Cuadro 10
TIPOS DE CAMBIO

		Dic.18	Mar.19	Jul.19	Variación (%) acumulada 2019*	Variación Jul.2019/ Mar.2019 (pbs.)*
Índice dólar**	US Dollar Index	96,17	97,28	96,44	0,3	-0,9
Euro	Euro	1,144	1,122	1,134	-0,8	1,1
Reino Unido	Libra	1,281	1,303	1,266	-1,1	-2,8
Japón	Yen	109,93	110,84	108,28	-1,5	-2,3
Brasil	Real	3,880	3,924	3,814	-1,7	-2,8
Colombia	Peso	3 245	3 186	3 210	-1,1	0,7
Chile	Peso	693	680	675	-2,6	-0,8
México	Peso	19,65	19,42	19,06	-3,0	-1,9
Argentina	Peso	37,65	43,28	41,95	11,4	-3,1
Perú	Sol	3,372	3,318	3,286	-2,6	-1,0
Sudáfrica	Rand	14,38	14,48	14,05	-2,3	-3,0
India	Rupia	69,77	69,18	68,90	-1,2	-0,4
Turquía	Lira	5,29	5,54	5,63	6,4	1,6
Rusia	Rublo	69,68	65,67	62,85	-9,8	-4,3
China	Yuan (onshore)	6,876	6,711	6,841	-0,5	1,9
Corea Del Sur	Won	1 114	1 136	1 161	4,2	2,2
Indonesia	Rupia	14 550	14 160	14 150	-2,7	-0,1
Tailandia	Bath	32,33	31,72	30,62	-5,3	-3,5
Malasia	Ringgit	4,130	4,080	4,135	0,1	1,3
Filipinas	Peso	52,49	52,67	51,08	-2,7	-3,0

* Un aumento (caída) del índice implica una apreciación (depreciación) del dólar, excepto en el euro y la libra.

** Un aumento (caída) del índice implica una apreciación (depreciación) del dólar frente a la canasta de monedas conformado por el euro, yen, libra, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.

Elaborado al 1 de julio.

Fuente: Reuters.

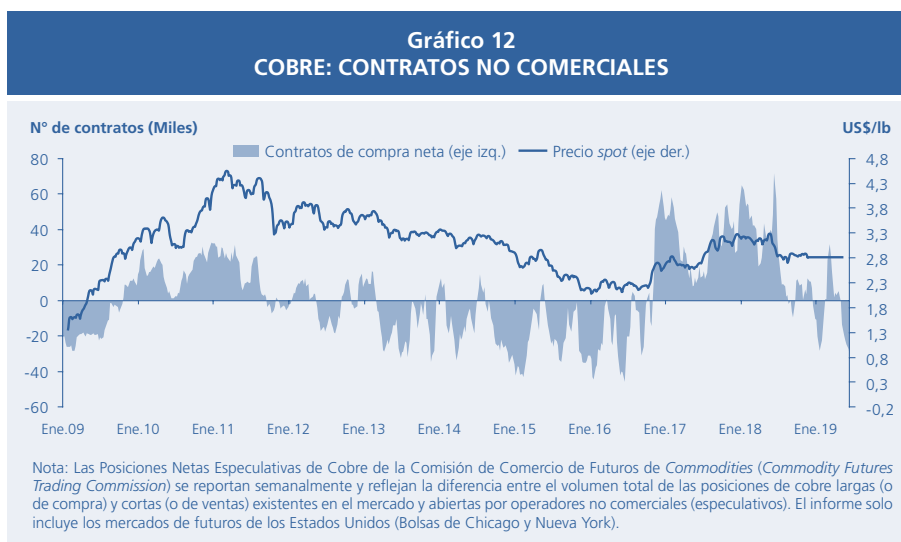
16. Los **precios de los commodities** han mostrado una tendencia a la baja en línea con el escalamiento de tensiones comerciales y las perspectivas de menor crecimiento global.

a. Cobre

En junio, la cotización del cobre alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 2,66, menor en 9 por ciento respecto a la registrada en marzo de 2019. Esta caída se produjo luego del aumento de 6 por ciento en el primer trimestre del año. Con ello la cotización del cobre acumuló una caída de 3 por ciento respecto a diciembre de 2018.

La cotización del cobre se redujo afectada por el deterioro de las perspectivas de crecimiento globales. Así, en mayo el PMI mundial manufacturero, indicador con alta correlación con la demanda de metales industriales, se ubicó en la zona de contracción y es el menor registro desde octubre de 2012.

El pesimismo ocasionó una disminución de las posiciones no comerciales de cobre de los inversionistas. Los contratos no comerciales pasaron de una posición de compra neta en marzo a una posición de venta neta desde inicios de mayo.



Por el lado de los fundamentos, se prevé un déficit global en el mercado de cobre, aunque menor que el del año 2018.

La oferta mundial de las minas de cobre crece a tasas bajas debido a los recortes de producción de Indonesia y Zambia y a recortes temporales no previstos en la producción en Chile y Perú. En el mismo sentido, la producción de cobre refinado se ha desacelerado por mantenimiento en algunas fundiciones en China y Europa, y una producción más baja en Chile y Zambia debido a temas operacionales en sus refinerías.





Cuadro 11
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2016	2017	2018 ^{2/}	2019 ^{2/}	2020 ^{2/}
Producción Minera Global	20 386	20 096	20 614	20 641	21 029
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	23 362	23 553	24 111	24 780	25 080
Utilización Global de Refinados	23 512	23 732	24 510	24 969	25 330
Balance de Refinados ^{1/}	-151	-179	-399	-189	-250

1/ El balance es calculado utilizando la producción total de refinados menos el uso del refinado.

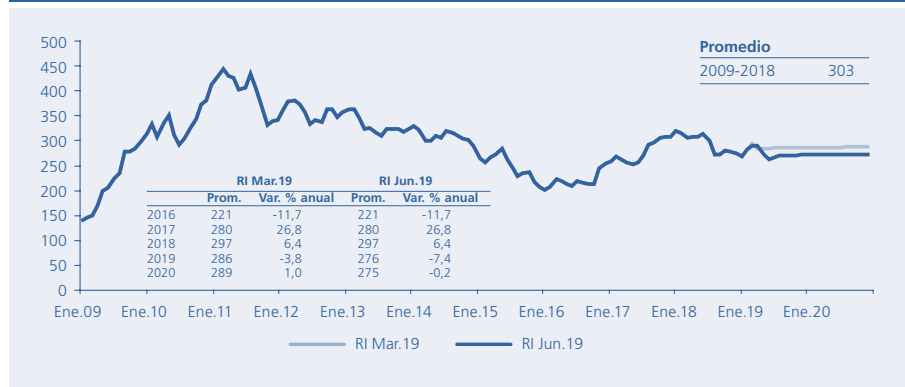
2/ Estimado de mayo de 2019.

Fuente: ICSG.

Por su parte, las perspectivas de demanda se han desacelerado por las mayores tensiones comerciales entre China y Estados Unidos. Sin embargo, la expectativa de nuevas regulaciones más estrictas al uso de cobre reciclado y las expectativas de mayor inversión en infraestructura de China, en particular en redes eléctricas, le darían soporte a la demanda de cobre refinado de China.

En línea con estos desarrollos, se ha revisado a la baja la cotización promedio para 2019 y 2020. Los factores de riesgo de esta proyección se asocian a una desaceleración de la economía mundial mayor a la prevista y a las paralizaciones en las minas. También resulta importante la incertidumbre sobre los cambios regulatorios en las importaciones de cobre reciclado de China.

Gráfico 13
COBRE: ENERO 2009 - DICIEMBRE 2020
(ctv. US\$/lb.)



b. Zinc

La cotización internacional del zinc disminuyó 9 por ciento entre marzo y junio de 2019, alcanzando un nivel promedio mensual de US\$/lb. 1,18 en el mes de junio. Con ello, el precio del zinc acumuló una reducción de 1 por ciento respecto a diciembre de 2018.

La cotización del precio del zinc disminuyó por las menores perspectivas de demanda. Asimismo, los fondos de inversión han reducido sus posiciones ante la expectativa de mayor producción de mina y el ingreso de nueva capacidad de refinación en China, que había disminuido por la adecuación a las nuevas regulaciones medioambientales del gobierno.

Sin embargo, el mercado global de zinc refinado continuará deficitario en 2019, por cuarto año consecutivo, lo que se refleja en bajos y decrecientes niveles de inventarios (en niveles mínimos de 10 años). La oferta de refinados todavía continúa restringida en China por las medidas medioambientales impuestas a las fundiciones por el gobierno; aunque algunas fundiciones ya habrían superado las nuevas regulaciones estatales.

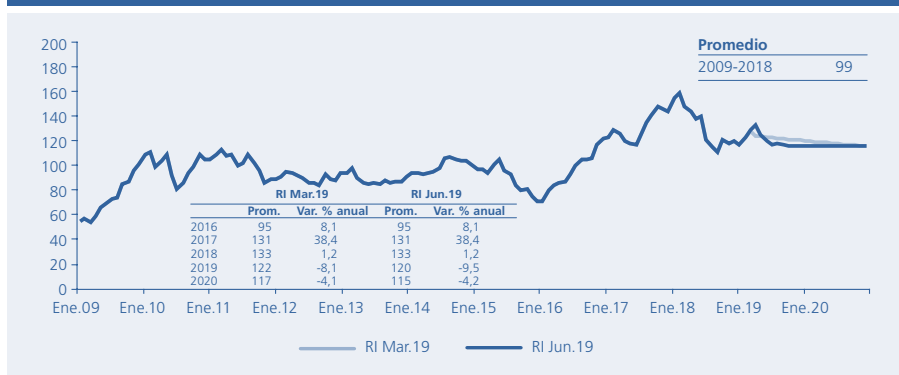
Cuadro 12
OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO
(Millones de toneladas métricas de zinc)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Producción Minera Global	13,42	13,63	12,60	12,53	12,69	13,48
Producción Global de Refinados	13,40	13,81	13,58	13,22	13,17	13,65
Utilización Global de Refinados	13,68	13,64	13,71	13,68	13,68	13,77
Balance de Refinados (en miles)	-277	169	-128	-461	-513	-121

Fuente: ILZSG, Reporte de proyecciones de mayo de 2019.

Consistente con estos desarrollos, y en línea con los nuevos datos ejecutados, se revisa a la baja la proyección de precio del zinc respecto a lo previsto en el Reporte de Inflación previo. Los factores de incertidumbre se asocian a la velocidad de las fundiciones chinas para adecuarse a las nuevas normas medioambientales y elevar la oferta de zinc refinado. Un sector importante para la demanda de zinc es el automotor, el cual es particularmente sensible ante un posible escalamiento de las tensiones comerciales.

Gráfico 14
ZINC: ENERO 2009 - DICIEMBRE 2020
(ctv. US\$/lb.)

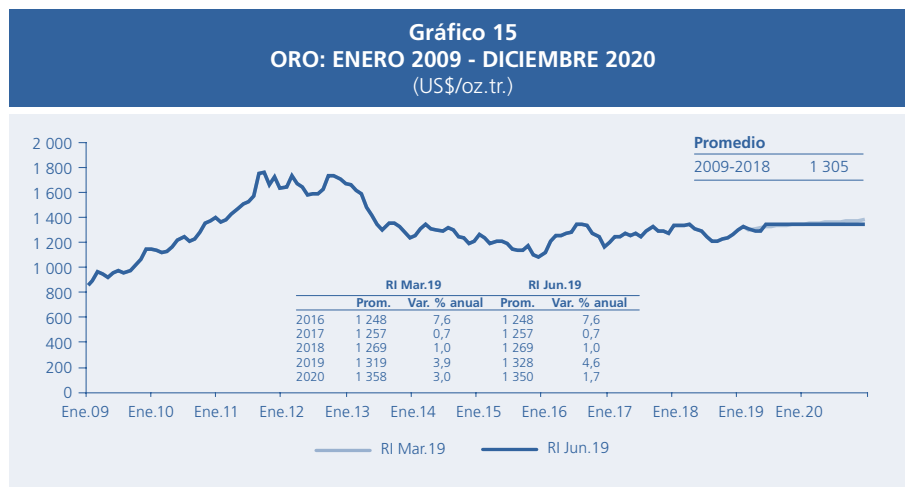




c. Oro

En junio, la cotización del oro registró un promedio de US\$/oz.tr. 1 359, lo que representa un incremento de 4 por ciento frente a marzo de 2019 y 9 por ciento respecto a diciembre de 2018.

La cotización del oro aumentó en los últimos meses por la mayor demanda de inversionistas que buscan protección ante la mayor incertidumbre global. Este comportamiento fue reforzado por las mayores expectativas de que la FED recorte su tasa de interés. Estos factores contrarrestan la debilidad de la demanda por joyería que está afectada por los precios más altos. Además, el crecimiento estimado de la oferta señala que el mercado físico de oro continuará superavitario en 2019, aunque la correlación entre el mercado físico y el precio es débil en el caso del oro, debido al nivel de inventarios excepcionalmente elevado.



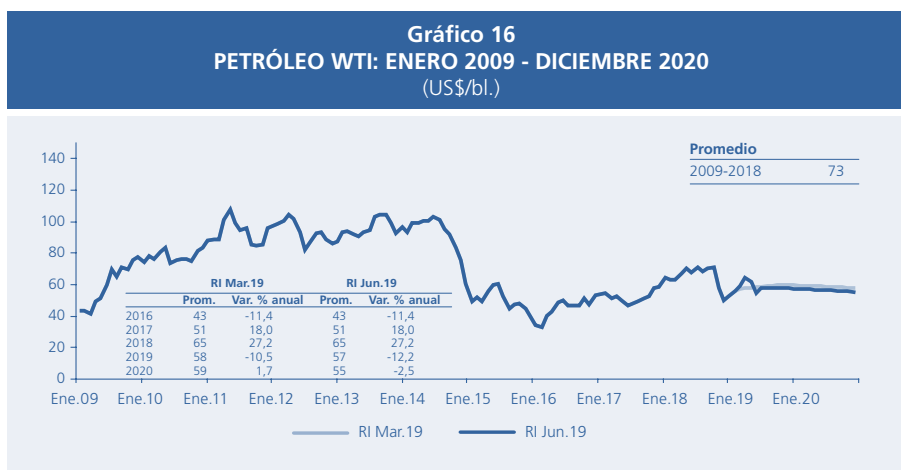
d. Petróleo

En junio de 2019, la cotización promedio del **petróleo** WTI se incrementó 13 por ciento respecto a diciembre de 2018, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/bl. 55. Sin embargo, el precio del petróleo registró una caída de 6 por ciento respecto a marzo de 2019.

La cotización del petróleo ha disminuido en los últimos dos meses afectada por el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la demanda global. Los temores de una menor demanda se apoyó en las menores importaciones de crudo de los países asiáticos a partir de mayo. Por el lado de los fundamentos, la cotización del petróleo ha estado fuertemente influenciada por el continuo crecimiento de la producción de petróleo de Estados Unidos.

Sin embargo, el mercado global continúa relativamente equilibrado debido a los recortes de producción de los países miembros de la OPEP y otros países productores. A ello se suma la menor producción de Irán y Venezuela.

En el horizonte de proyección, se revisó a la baja el estimado del precio del petróleo respecto al Reporte de Inflación previo. Si bien la cotización del petróleo se ha deteriorado en los últimos meses por los mayores temores sobre crecimiento global, es bastante probable que la OPEP prolongue los recortes de producción hasta fin de año para tratar de mantener los precios actuales.



e. Alimentos importados

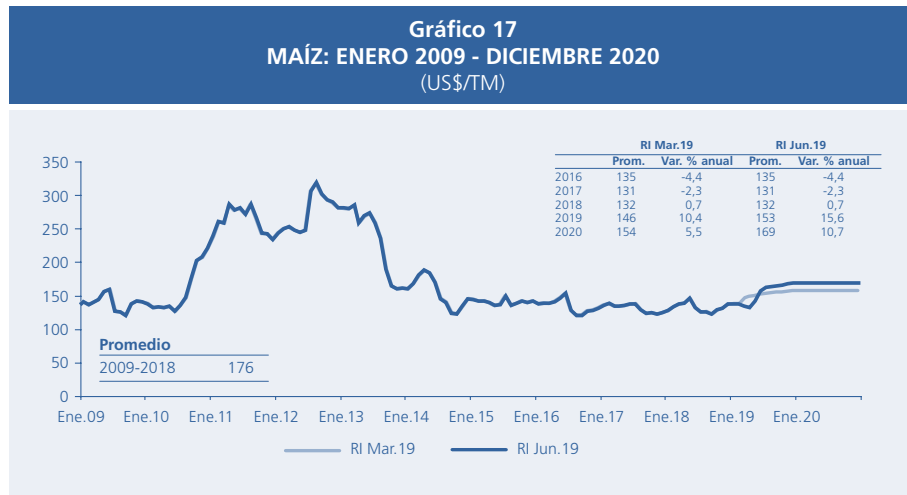
El precio del **maíz** aumentó 24 por ciento en los últimos tres meses, ubicándose en una cotización promedio mensual de US\$/TM 166 en junio. Con ello, la cotización internacional del maíz acumuló un incremento de 21 por ciento respecto a diciembre de 2018.

La cotización del maíz aumentó de manera importante en los últimos dos meses debido al deterioro de las perspectivas de oferta de Estados Unidos, el mayor productor mundial. El U.S. Department of Agriculture (USDA) estima que la producción de maíz en Estados Unidos será la menor desde la temporada 2012/13, debido al retraso histórico en la siembra afectada por el clima excesivamente húmedo. El impacto del clima no solo afecta los rendimientos del grano sembrado, sino también aumenta la probabilidad que no se logre sembrar toda el área destinada al cultivo. Este choque adverso en la oferta contrarresta los temores de menor demanda asociados a las mayores tensiones comerciales entre China y Estados Unidos.





En línea con estos desarrollos, se revisa al alza el precio promedio del maíz para el 2019. Los riesgos están enfocados en la magnitud del impacto negativo del clima sobre la producción de maíz de Estados Unidos.

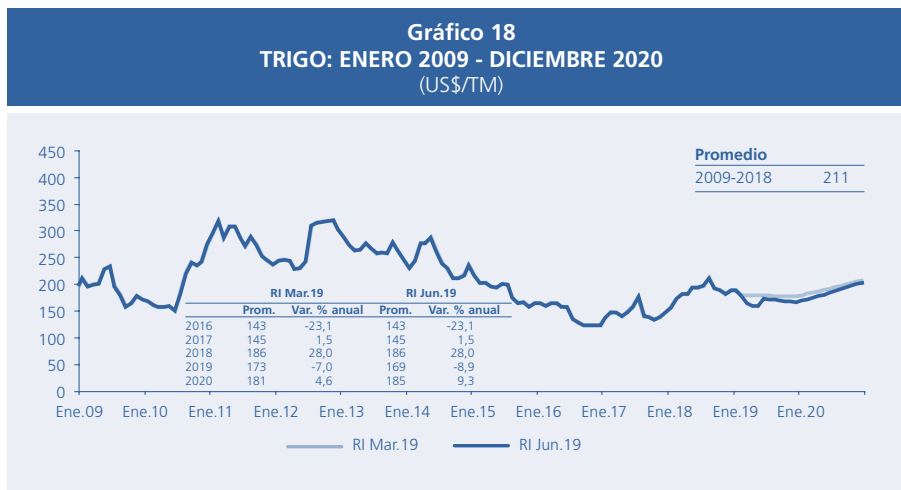


Desde el último reporte de inflación, publicado en marzo de 2019, la cotización del **trigo** aumentó 6 por ciento, alcanzando en junio un promedio mensual de US\$/TM 175. Con ello, el precio del trigo acumuló una reducción de 7 por ciento respecto a diciembre de 2018.

La cotización del trigo aumentó principalmente en junio, tanto por la menor disponibilidad de maíz que puede generar un incremento de la demanda de trigo forrajero¹, así como por el impacto negativo del clima adverso sobre el cultivo de trigo de invierno en Estados Unidos. Sin embargo, el alza del precio fue limitada por la proyección para la temporada 2019/2020 donde se espera que la producción mundial alcance un nivel máximo. Con ello, los inventarios finales volverían a aumentar luego de la reducción registrada en la temporada 2018/2019.

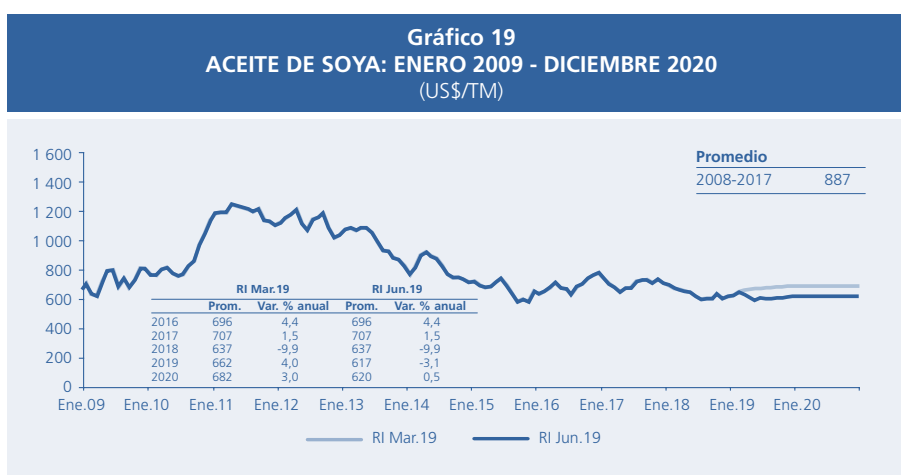
Se estima que el precio del trigo en 2019 se cotice a niveles inferiores a los del Reporte de Inflación previo debido a los estimados favorables para la próxima cosecha de trigo en los principales países productores. Sin embargo, los riesgos de la proyección son elevados y se centran en el impacto de la menor producción de maíz en Estados Unidos sobre la demanda de trigo forrajero y en la incertidumbre sobre el impacto del clima sobre la producción de Australia y los países del Mar Negro.

1 Usado como alimento animal.



Al mes de junio, la cotización promedio mensual del **aceite de soya** fue US\$/TM 623, 1 por ciento inferior respecto al mes de marzo de 2019. Con ello, el precio del aceite de soya acumuló un incremento de 0,4 por ciento en lo que va de 2019.

La cotización del aceite de soya disminuyó afectado por los temores de menor demanda y de que la caída del precio del petróleo desaliente la demanda de biodiesel. Además, la cotización internacional del aceite de palma, sustituto del aceite de soya, disminuyó el último mes. Sin embargo, los precios continúan sostenidos por la demanda global.

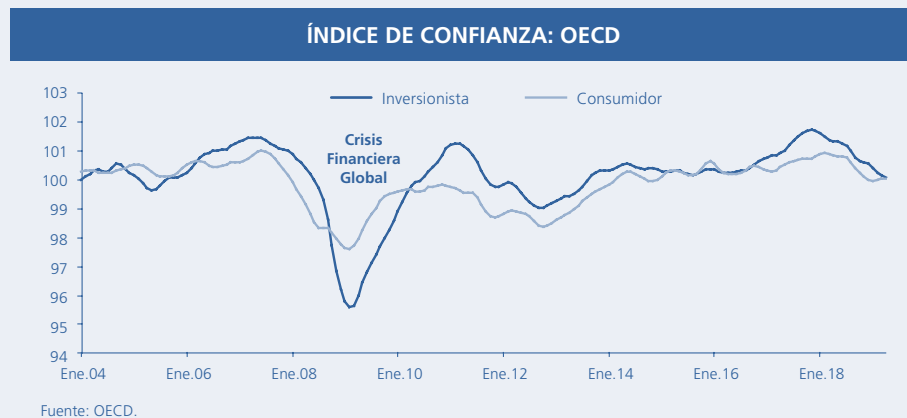


Considerando estos desarrollos recientes y las perspectivas de menor demanda de aceite de soya para la temporada 2019/20, se estima que los precios se coticen por debajo de la estimación del Reporte de Inflación anterior.



Recuadro 1 IMPACTO DE LAS TENSIONES COMERCIALES SOBRE LA INVERSIÓN Y EL COMERCIO

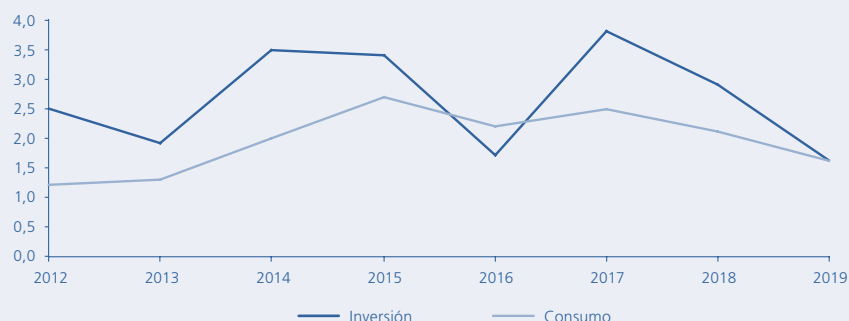
Las tensiones comerciales entre EUA y China y las negociaciones para definir la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*), entre otros factores de incertidumbre, han reducido la confianza de los inversionistas. Los índices globales de confianza empresarial elaborados por la OECD muestran una caída sostenida desde el segundo trimestre de este año, la cual es mayor a la observada en la confianza del consumidor. A nivel de países, la confianza del inversionista muestra niveles mínimos desde 2014 (Alemania), 2016 (Reino Unido) y 2017 (Japón).



En línea con ello, las estimaciones recientes de la inversión han sido revisadas a la baja, lo que explica en gran medida el menor crecimiento previsto para 2019. Esta reducción se daría tanto para las economías desarrolladas como para las economías emergentes.

En las economías desarrolladas, la inversión se desaceleraría por segundo año consecutivo. Se prevé una desaceleración en los casos de EUA (en su comunicado de junio la Fed señala que, junto con la fortaleza del consumo, se observa una desaceleración de la inversión) y en Japón (en línea con la fuerte caída observada en las órdenes de maquinaria de los últimos meses). En la Eurozona, por su parte, la producción de bienes de capital, luego del crecimiento del primer trimestre, ha vuelto a registrar una caída en el mes de abril (continuando con la tendencia del segundo semestre de 2018).

En el caso de las **economías emergentes**, la mayor desaceleración en la inversión se daría en aquellas economías más afectadas por la coyuntura internacional, que mostrarían incluso una contracción en sus niveles de inversión. Cabe señalar que la caída reciente en el precio de los *commodities* podría acentuar esta tendencia por la menor inversión que podría suponer en los sectores primarios.

CRECIMIENTO DEL CONSUMO Y LA INVERSIÓN-PAÍSES DE LA OECD
 (Variación porcentual)


Fuente: OECD.

A nivel de países, esta desaceleración se registra en 29 de 44 países reportados por la OECD y se da tanto en las economías desarrolladas como emergentes. Asimismo, el número de países que registrarían una contracción en la inversión (nueve) sería mayor al número de países que registrarían una contracción en el consumo (dos).

CONSUMO E INVERSIÓN: PAÍSES DE LA OECD
 (Variación porcentual)

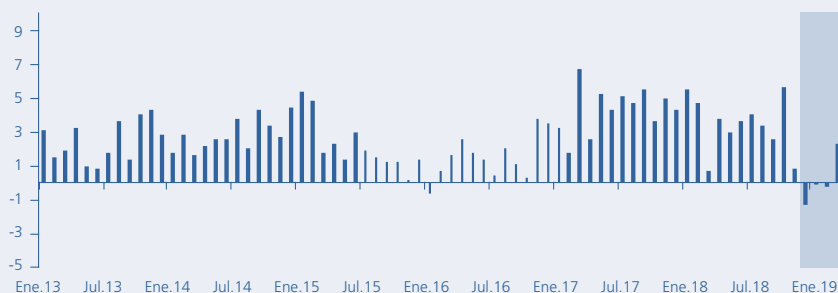
País	Inversión			Consumo		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Economías desarrolladas						
<i>De las cuales:</i>						
Alemania	3,6	2,7	2,7	2,3	1,3	1,6
Canadá	3,0	0,8	-2,8	3,1	1,9	0,6
Corea	8,6	-2,1	-2,4	4,7	1,7	1,7
España	4,8	5,3	3,8	2,9	2,9	2,2
Estados Unidos	4,0	4,8	3,2	2,5	2,9	2,5
Francia	4,7	2,9	2,0	2,0	1,4	1,4
Italia	4,5	3,2	-0,2	1,8	1,0	0,2
Japón	3,0	1,1	2,0	1,4	0,6	0,9
Reino Unido	3,5	0,2	1,0	1,9	1,2	1,7
Economías emergentes						
<i>De las cuales:</i>						
Argentina	12,2	-5,8	-16,3	4,9	-3,1	-5,3
Brasil	-2,6	4,1	0,7	0,3	1,9	1,4
Chile	-2,7	4,6	5,0	1,9	3,9	3,5
Colombia	1,9	1,1	5,3	2,3	3,4	3,7
India	9,3	10,5	7,7	8,8	8,8	8,2
México	-1,6	0,6	-1,8	2,0	1,7	0,4
Sudáfrica	1,0	-1,4	0,0	n.d.	n.d.	n.d.
Turquía	7,8	-1,7	-6,8	6,4	0,7	-5,2
Promedio OECD	3,8	2,9	1,6	2,5	2,1	1,6





Las perspectivas de una desaceleración de la inversión y, en menor medida del consumo², tienen a su vez un impacto sobre el comercio global. Las exportaciones son, junto con la inversión, el componente del gasto que normalmente muestra la mayor volatilidad³. Precisamente, los indicadores de volumen de comercio (con datos disponibles hasta abril) muestran tasas negativas de crecimiento coincidentes con el escalamiento de las tensiones comerciales.

EXPORTACIONES MUNDIALES: VOLUMEN
(Variación porcentual últimos doce meses)



Fuente: World Trade Monitor.

Del mismo modo, el Índice de Perspectivas de Comercio Mundial (IPCM) que publica la Organización Mundial de Comercio (OMC) muestra que el comercio mundial crece por debajo de su tendencia en el segundo trimestre de 2019. El IPCM se ubica en 96,3, por debajo del valor base del índice de 100, sugiriendo una expansión del comercio por debajo de la tendencia. Los sub indicadores con mayor deterioro respecto al trimestre previo son el flete aéreo internacional (IATA), la producción y ventas de autos y las materias primas agrícolas.

INDICADORES DE COMERCIO INTERNACIONAL

	May.18	Ago.18	Nov.18	Feb.19	May.19	Var.% May.19/May.18
Indicador de Perspectivas de Comercio Mundial	101,8	100,3	98,6	96,3	96,3	-5,4
Volumen de comercio de mercancías	102,7	102,0	101,5	101,9	100,2	-2,4
Órdenes de exportación	98,1	97,2	96,6	95,3	96,6	-1,5
Flete aéreo internacional (IATA)	102,5	100,9	100,0	96,8	92,3	-10,0
Movimiento de contenedores en puerto	105,8	102,2	101,2	100,3	101,0	-4,5
Producción y ventas de automóviles	97,9	98,1	96,9	92,5	92,2	-5,8
Componentes electrónicos	104,2	102,2	93,9	88,7	96,7	-7,2
Materias primas agrícolas	95,9	100,1	97,2	94,3	92,4	-3,6

Fuente: OMC.

2 El consumo es un componente del gasto que, junto con el gasto público, tiende a mostrar menor volatilidad que la inversión. Si bien esta variable se ve también afectada por la incertidumbre global, las condiciones favorables en el mercado laboral y las favorables condiciones crediticias limitan el impacto.

3 Para el caso de EUA, véase *The Volatility of GDP components The Fed's Blog* (Reserva Federal de San Luis, Agosto 6 2015).

II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

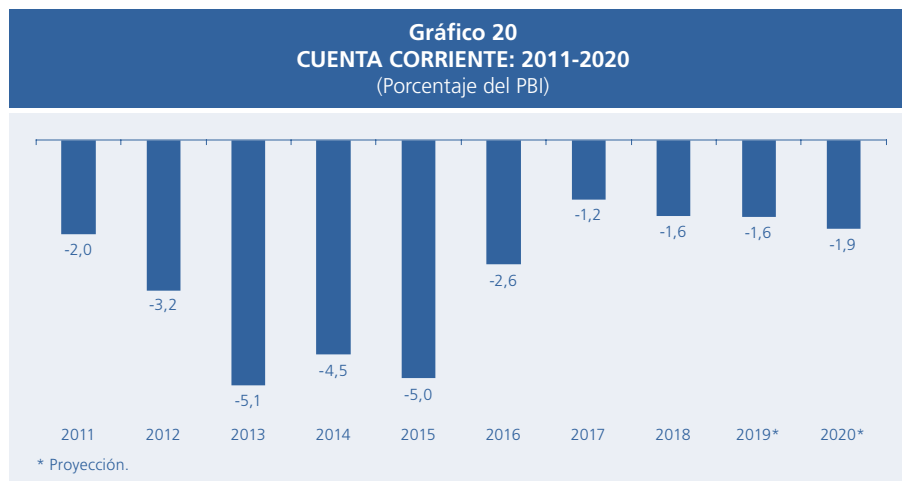
17. En el primer trimestre de 2019, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se elevó a US\$ 1 664 millones (3,1 por ciento del PBI), mayor en US\$ 352 millones al de igual período de 2018 (2,5 por ciento del PBI). Este resultado reflejó principalmente el menor superávit de la balanza comercial (US\$ 701 millones), producto de los menores precios de exportación y la menor producción minera.

Para el horizonte de proyección, los menores términos de intercambio (principalmente por precios de exportación) y el menor dinamismo previsto de la actividad global, implicarán un menor superávit de la balanza comercial y un mayor déficit de cuenta corriente que los previstos en el Reporte de marzo, aunque manteniéndose en niveles sostenibles e inferiores al promedio de los últimos 10 años (2,8 por ciento del PBI). Para este y el próximo año se esperan precios de las exportaciones (mineras) más bajos, que se traducen en una reducción de los términos de intercambio de 2,8 por ciento en 2019 y de 0,7 por ciento en 2020, a diferencia de la ganancia esperada en el Reporte previo.

Bajo un escenario de menores tasas de interés internacional, se espera una mayor entrada de capitales, tanto al sector privado cuanto al sector público, con los de largo plazo superando el mayor requerimiento de financiamiento de la cuenta corriente.

En este escenario, se ha revisado la proyección del **déficit de cuenta corriente** para 2019 y 2020 a 1,6 y 1,9 por ciento del PBI respectivamente, en línea con los menores términos de intercambio.



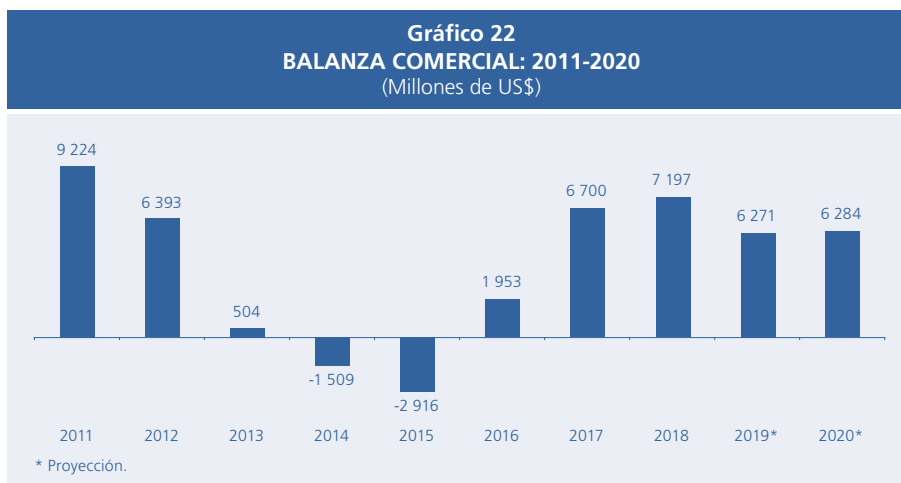
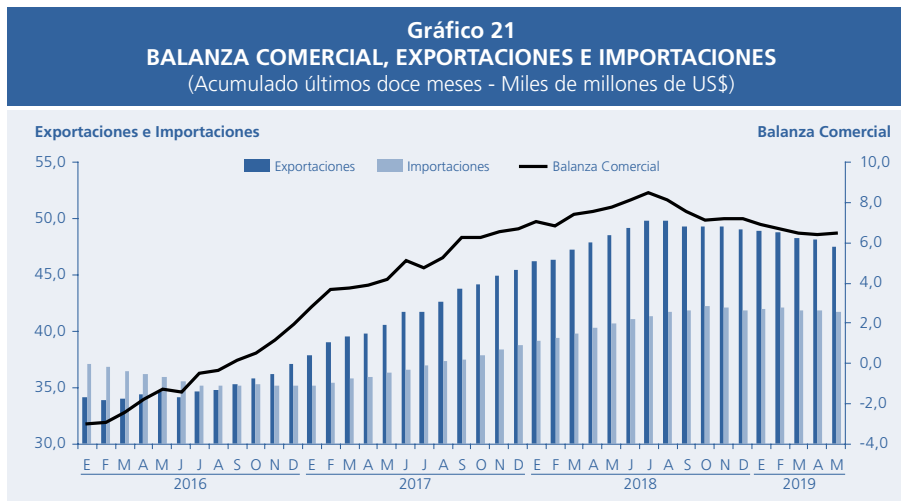


Cuadro 13
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2018	2019*			2020*	
		I Trim.	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-3 594	-1 664	-2 997	-3 782	-3 308	-4 608
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-1,6</i>	<i>-3,1</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,9</i>
1. Balanza comercial	7 197	1 212	8 025	6 271	8 525	6 284
a. Exportaciones	49 066	11 158	51 026	48 195	55 391	51 224
i) Tradicionales	35 638	7 883	36 431	34 023	39 175	35 611
ii) No Tradicionales	13 240	3 232	14 424	14 001	16 037	15 457
b. Importaciones	-41 870	-9 947	-43 000	-41 924	-46 866	-44 940
2. Servicios	-2 532	-602	-2 697	-2 514	-2 854	-2 885
3. Renta de factores	-11 814	-3 240	-11 988	-11 303	-12 811	-11 883
4. Transferencias corrientes	3 556	966	3 662	3 763	3 832	3 876
Del cual: Remesas del exterior	3 225	800	3 364	3 382	3 532	3 551
II. CUENTA FINANCIERA	94	4 634	7 333	9 818	6 389	6 292
1. Sector privado	-2 028	887	2 229	3 235	4 118	3 213
a. Largo plazo	917	1 055	3 525	4 109	4 227	3 427
b. Corto plazo ^{1/}	-2 946	-168	-1 296	-873	-109	-214
2. Sector público ^{2/}	2 122	3 747	5 104	6 582	2 270	3 080
III. VARIACIÓN DE RIN	-3 500	2 970	4 335	6 035	3 081	1 684

1/ Incluye errores y omisiones netos y efecto valuación de RIN.
2/ Incluye inversión de portafolio en bonos soberanos por no residentes.
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

18. En el primer trimestre del año, la **balanza comercial** registró un superávit de US\$ 1 212 millones, menor en US\$ 701 millones al resultado comercial obtenido en el mismo periodo de 2018. A mayo de 2019, el resultado acumulado doce meses fue US\$ 5 865 millones, mostrando así una tendencia a la baja desde julio de 2018. Con esta evolución se revisa la proyección del año de US\$ 8 025 millones a US\$ 6 271 millones, que refleja principalmente la reducción en el valor de las exportaciones. De manera similar se revisa a la baja la proyección de 2020.



19. Las **exportaciones** fueron US\$ 11 158 millones en el primer trimestre del año, lo que implicó una disminución de 6,6 por ciento respecto al año previo, reflejo de los menores precios de exportación del cobre y zinc principalmente. Para este año, se espera que el valor de nuestras exportaciones se reduzca por el impacto de los menores precios de exportación, particularmente cobre, zinc e hidrocarburos. El menor crecimiento de los volúmenes de exportación tradicional, debido al ajuste a la baja en la producción minera, pesquera y de hidrocarburos, sería compensado por los mayores embarques no tradicionales. Para 2020, se espera una evolución positiva de los volúmenes de exportación tradicional por la normalización de la producción minera de cobre de las Bambas, la normalización de operaciones de la ampliación de Shougang, la plena operatividad de la ampliación de la Mina Toquepala de Southern, la entrada en operación de la ampliación de la Mina Toromocho de Chinalco, y un mayor dinamismo de las exportaciones no tradicionales.





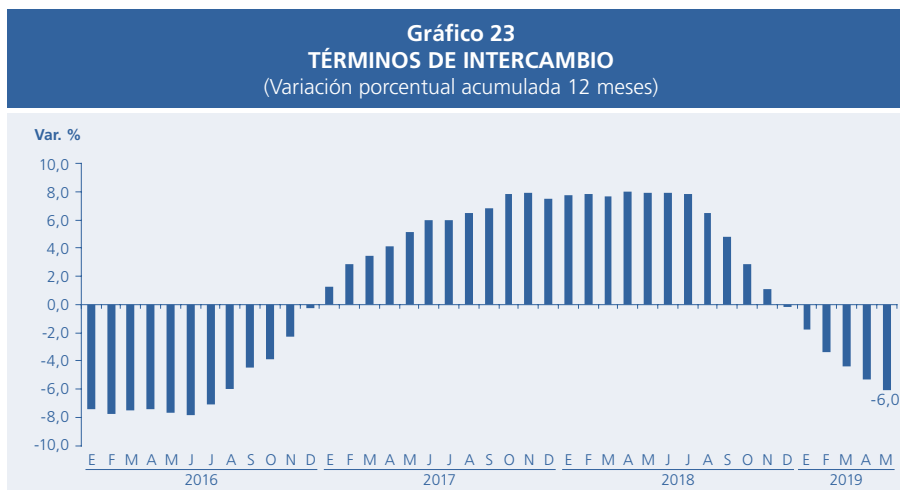
En cuanto las **importaciones**, estas han mostrado poco dinamismo en el primer trimestre de 2019 en un contexto de bajo crecimiento de la demanda interna. Para lo que resta de este año se espera una recuperación parcial, y para 2020 se proyecta una plena recuperación en línea con la evolución esperada de la inversión y la actividad local.

Cuadro 14 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales)						
	2018	2019*			2020*	
		I Trim.	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
1. Valor:						
Exportaciones	8,0	-6,6	4,3	-1,8	8,6	6,3
Productos tradicionales	6,2	-10,1	2,5	-4,5	7,5	4,7
Productos no tradicionales	12,9	2,9	9,2	5,7	11,2	10,4
Importaciones	8,1	-0,9	2,6	0,1	9,0	7,2
2. Volumen:						
Exportaciones	1,6	1,4	4,8	2,4	5,8	5,5
Productos tradicionales	-1,5	-1,7	3,5	0,6	5,0	4,8
Productos no tradicionales	11,0	9,3	8,2	6,9	7,9	7,2
Importaciones	1,6	-0,8	4,5	1,4	6,7	5,6
3. Precio:						
Exportaciones	6,3	-7,9	-0,5	-4,0	2,6	0,7
Productos tradicionales	7,8	-8,6	-1,0	-5,1	2,4	-0,1
Productos no tradicionales	1,8	-5,9	0,9	-1,1	3,0	3,0
Importaciones	6,5	-0,1	-1,8	-1,3	2,1	1,5

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Términos de intercambio

20. Desde mediados de 2018, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, han venido afectando los precios de los principales *commodities*, entre ellos nuestros metales de exportación. En los últimos doce meses a mayo de 2019, los **términos de intercambio** han caído 6,0 por ciento.



21. Para 2019, se estima que los términos de intercambio registren una reducción de 2,8 por ciento, reflejando la evolución observada. El precio (promedio anual) de las exportaciones se reduciría 4,0 por ciento; mientras que los precios de las importaciones caerían 1,3 por ciento. Para el año 2020, los términos de intercambio tendrían una disminución de 0,7 por ciento.



Cuadro 15
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2018-2020

	2018	2019*		2020*		
		I Trim	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
Términos de intercambio						
Var % anual (promedio)	-0,2	-8,4	1,3	-2,8	0,4	-0,7
Precios de Exportaciones						
Var % anual (promedio)	6,3	-8,5	-0,5	-4,0	2,6	0,7
Cobre (ctv US\$ por libra)	297	282	286	276	289	275
Zinc (ctv US\$ por libra)	133	123	122	120	117	115
Plomo (ctv US\$ por libra)	102	92	94	86	95	84
Oro (US\$ por onza)	1 269	1 304	1 319	1 328	1 358	1 350
Precios de Importaciones						
Var % anual (promedio)	6,5	-0,1	-1,8	-1,3	2,1	1,5
Petróleo (US\$ por barril)	65	55	58	57	59	55
Trigo (US\$ por TM)	186	177	173	169	181	185
Maíz (US\$ por TM)	132	137	146	153	154	169
Aceite de Soya (US\$ por TM)	637	636	662	617	682	620
Torta de Soya (US\$ por TM)	379	341	343	354	350	373

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

Financiamiento externo

22. Para el horizonte de proyección se estima que **los capitales de largo plazo** sigan siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos. Para el sector





privado, la **inversión directa extranjera** se mantendrá como la principal fuente de financiamiento por la reinversión de utilidades, aunque esta será menor a la prevista en el Reporte de marzo, consistente con la revisión a la baja de la inversión y los menores términos de intercambio proyectados. Entre los principales proyectos de inversión esperados destacan los mineros, con cerca de US\$ 10 mil millones en 2019-2020. Se espera continúen las obras de los megaproyectos Quellaveco, Mina Justa y Ampliación de Toromocho, y en menor escala, los de Quecher Main y Relaves B2 San Rafael.

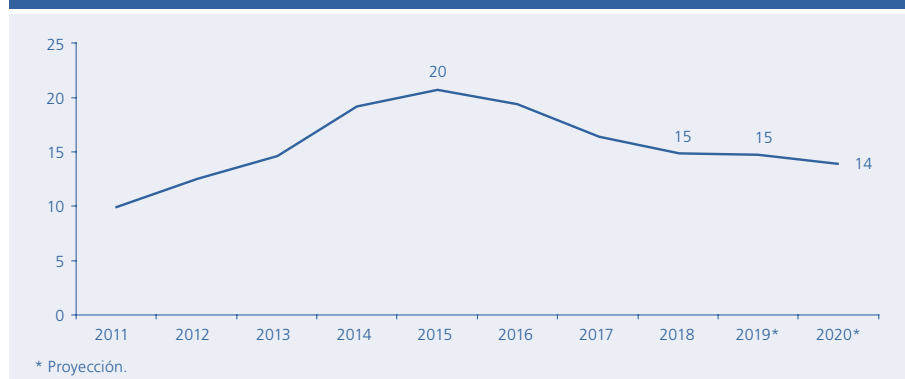
Cuadro 16
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2018	2019*			2020*	
		I Trim.	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
SECTOR PRIVADO (A + B)	-2 028	887	2 229	3 235	4 118	3 213
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-0,9</i>	<i>1,6</i>	<i>0,9</i>	<i>1,4</i>	<i>1,6</i>	<i>1,3</i>
A. LARGO PLAZO	917	1 055	3 525	4 109	4 227	3 427
1. ACTIVOS	-3 558	-2 272	-4 229	-3 023	-3 774	-2 321
2. PASIVOS	4 476	3 327	7 754	7 131	8 001	5 748
Inversión directa extranjera en el país	6 488	2 781	7 435	6 608	8 002	5 642
Préstamos de Largo Plazo	-1 601	733	-93	179	-584	-493
Inversión de cartera	-411	-187	412	344	584	600
B. CORTO PLAZO^{1/}	-2 946	-168	-1 296	-873	-109	-214

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

Por otro lado, la mayor preferencia por el financiamiento local se ha reflejado en la amortización anticipada de préstamos, por lo que el endeudamiento externo muestra una tendencia decreciente durante el horizonte de proyección, por lo que se ubicaría en 13,7 por ciento del PBI en 2020.

Gráfico 25
SALDO DE DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO: 2011-2020
(Porcentaje del PBI)



23. La **cuenta financiera pública** ha sido revisada al alza, respecto a lo previsto en el Reporte anterior, principalmente por la mayor demanda de no residentes por nuestros títulos soberanos observada en lo que va del año, en un contexto de mayor entrada de capitales a los mercados emergentes de bonos y de operaciones de administración de deuda (OAD) para aprovechar la coyuntura de tasas internacionales más bajas. Los mayores recursos producto de las OAD se han destinado al pago de amortizaciones y, otra parte a refinanciar el presupuesto público de 2020.

Cuadro 17 CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO (Millones de US\$)						
	2018	2019*		2020*		
		I Trim.	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
I. Desembolsos^{1/}	1 800	518	1 844	2 178	1 224	1 851
II. Amortización	-1 614	-219	-1 542	-1 958	-335	-335
III. Activos externos netos	-201	429	-225	249	-240	-240
IV. Otras operaciones con títulos de deuda (IV = a - b)	2 137	3 018	5 028	6 114	1 622	1 804
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	1 822	3 033	5 026	6 035	1 622	1 804
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-315	15	-1	-79	0	0
V. TOTAL (V = I+II+III+IV)	2 122	3 747	5 104	6 582	2 270	3 080

1/ Incluye bonos.
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

24. La solidez de la balanza de pagos ante eventos externos negativos se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, la economía peruana cuenta con niveles de respaldo elevados en comparación a otras economías emergentes, gracias a la acumulación preventiva de reservas internacionales.

Cuadro 18 INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL				
	2017	2018	2019*	2020*
RIN como porcentaje de:				
a. PBI	29,7	26,7	28,2	27,3
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	405	410	509	516
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	346	329	394	382

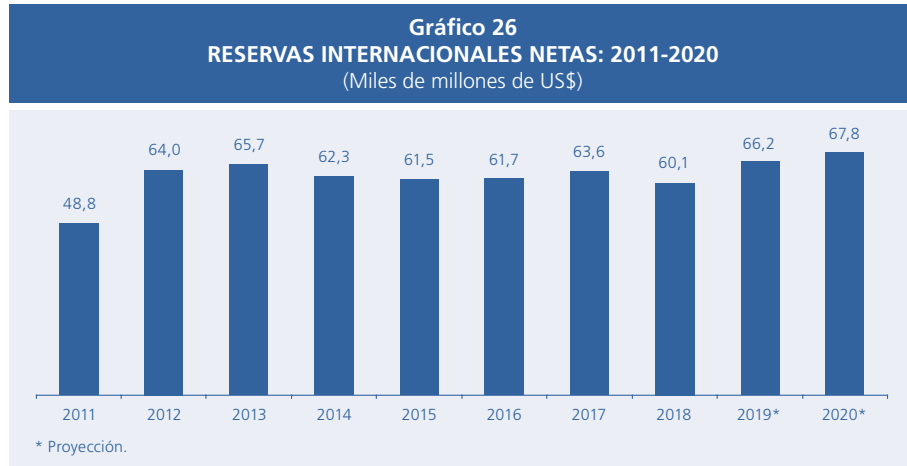
1/ Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector privado y público.
* Proyección.

25. Al 28 de junio, las reservas internacionales netas han aumentado US\$ 6 391 millones respecto al cierre del año pasado. Por un lado, la posición de cambio del BCRP ha aumentado US\$ 1 832 millones, los depósitos en moneda extranjera del sistema





financiero en el BCRP subieron US\$ 4 035 millones y los correspondientes al sector público, US\$ 566 millones.



Recuadro 2

AVANCES EN LA SIMPLIFICACIÓN ADMINISTRATIVA DE COMERCIO EXTERIOR

Una de las reformas necesarias para elevar el PBI potencial tiene que ver con la implementación de mejores prácticas regulatorias para reducir los costos de transacción generados por entidades públicas, por ejemplo, las agencias sanitarias. En Perú, estas agencias son la Dirección General de Medicamentos, Insumos y Drogas (DIGEMID), la Dirección General de Saneamiento Ambiental (DIGESA), y el Servicio Nacional de Sanidad Agrícola (SENASA). Específicamente, el SENASA es la autoridad nacional en materia de sanidad agrícola, que brinda los servicios de inspección, verificación y certificación fitosanitaria y zoonosanitaria, entre otros. Asimismo, se encarga de emitir licencias de internamiento de productos agropecuarios y forestales, y de gestionar la apertura de mercados a través de protocolos sanitarios.

Estas agencias cumplen un rol fundamental en el comercio internacional de productos manufacturados, agrícolas y forestales, debido a que las restricciones que afectan al comercio de mercancías no son arancelarias en la actualidad (pues gran parte del comercio se desarrolla al amparo de tratados de libre comercio), sino paraarancelarias (por ejemplo, protocolos, normas técnicas, derechos compensatorios, entre otros). De esta manera, estas agencias coadyuvan a la generación de un entorno favorable a la inversión y la competitividad de las empresas exportadoras.

TRÁMITES DE MERCANCÍAS RESTRINGIDAS EN LA VENTANILLA ÚNICA DE COMERCIO EXTERIOR

Tipo de trámite	2017		2018 ^{1/}	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
Servicio Nacional de Sanidad y Calidad Agroalimentaria (SENASA)	167 890	55,6	136 421	55,6
<i>De los cuales:</i>				
Certificado fitosanitario de exportación y reexportación	102 085	33,8	85 116	34,7
Inspección de plaguicidas para la importación	23 154	7,7	17 757	7,2
Permiso fitosanitario de importación	18 135	6,0	10 348	4,2
Inspección para importación de animales	6 605	2,2	5 710	2,3
Permiso sanitario de importación de animales	5 537	1,8	3 904	1,6
Dirección General de Salud Ambiental (DIGESA)	40 425	13,4	32 213	13,1
Organismo Nacional de Sanidad Pesquera (SANIPES)	32 115	10,6	28 175	11,5
Dirección General de Medicamentos Insumos y Drogas (DIGEMID)	30 874	10,2	24 143	9,8
Ministerio de Transportes y Comunicaciones del Perú (MTC)	21 728	7,2	16 463	6,7
Ministerio de la Producción (PRODUCE)	3 314	1,1	2 708	1,1
Superintendencia Nacional de Control de Servicios de Seguridad, Armas, Municiones y Explosivos de Uso Civil (SUCAMEC)	2 971	1,0	3 000	1,2
Ministerio de Comercio Exterior y Turismo (MINCETUR)	1 030	0,3	922	0,4
Instituto Peruano de Energía Nuclear (IPEN)	743	0,2	578	0,2
Servicio Nacional Forestal y de Fauna Silvestre (SERFOR)	642	0,2	559	0,2
Total	301 732	100,0	245 182	100,0

1/ A setiembre de 2018.

Fuente: La Ventanilla Única de Comercio Exterior (VUCE).

En general, las mejoras implementadas por el SENASA, como la emisión automática de documentos resolutivos de las solicitudes y la introducción de la firma digital, han permitido la disminución





del tiempo promedio de atención de los trámites iniciados por los administrados en la Ventanilla Única de Comercio Exterior (VUCE) del Ministerio de Comercio Exterior y Turismo (MINCETUR). En el caso del certificado fitosanitario de exportación, el tiempo promedio de respuesta en el año 2018 fue de 1,9 días útiles, por debajo del plazo establecido en el Texto Único de Procedimientos Administrativos (TUPA) y del tiempo promedio de respuesta en el año 2015 de 12,1 días.

TIEMPOS DE ATENCIÓN DE TRÁMITES EN LA VUCE

Entidad	SENASA	
TUPA	Certificado fitosanitario de exportación SNS022 ^{2/}	
Plazo TUPA	7 días	
Días de atención	Promedio (días útiles)	Número de trámites
2015	12,1	67 023
2016	4,3	86 226
2017	2,3	90 347
2018 ^{1/}	1,9	79 500

1/ A setiembre de 2018.

2/ Corresponde al formato de VUCE-SENASA para la obtención del certificado fitosanitario para exportación de plantas y vegetales.

Fuente: La Ventanilla Única de Comercio Exterior (VUCE).

Debido al creciente dinamismo de la actividad de agroexportación de productos frescos, el SENASA se ha convertido en la entidad que más solicitudes atiende a través de la VUCE. Así, entre enero y setiembre de 2018, el SENASA participó con el 55,6 por ciento de los trámites.

Sin perjuicio de los problemas específicos que pudiese enfrentar el SENASA, se podría enumerar un conjunto de aspectos que podrían limitar su eficiencia y efectividad, como la falta de: (a) coordinación interinstitucional con otras entidades del Estado, atendiendo a posibles vacíos legales en la definición de las competencias normativas; (b) utilización de sistemas de evaluación y gestión de riesgos; (c) coordinación con el sector privado; (d) transparencia y rendición de cuentas; (e) presupuesto, capacidades y autonomía operativa, y (f) actualización y priorización de protocolos fitosanitarios de productos, en una perspectiva de inserción en los mercados internacionales con los que existe un Tratado de Libre Comercio.

El Banco Mundial (2016)⁴ propone una serie de mejoras que las agencias sanitarias deberían implementar con el fin de reducir los costos logísticos de las empresas que realizan actividades de comercio exterior de mercancías de origen vegetal. En particular, recomienda mejorar la coordinación entre la SUNAT y el SENASA en el tema de las inspecciones sanitarias de las importaciones o exportaciones de contenedores de productos agrícolas.

Por su parte, es necesario el desarrollo de protocolos fitosanitarios internacionales para lograr el ingreso de nuestros productos de agroexportación que aún se encuentran pendientes, como

4 Banco Mundial (2016). Análisis de los costos marítimos y portuarios en Perú: Reporte final. Cooperación técnica del Banco Mundial con el Ministerio de Comercio Exterior y Turismo.

el caso de la quinua a Colombia y México o de la palta Hass a Corea del Sur, Australia y Malasia. Ello permitirá que las mejoras en los procesos en la ventanilla única se plasmen efectivamente en un mayor crecimiento de nuestras exportaciones. En este sentido, el acompañamiento de SENASA en el despegue del sector agroexportador, debería ser replicado en otros sectores como el forestal.

Finalmente, está pendiente que la Presidencia del Consejo de Ministros publique la relación de los procedimientos que superaron la validación de la calidad regulatoria de las otras agencias sanitarias que participan en la VUCE, como DIGESA y DIGEMID del Ministerio de Salud; o el Organismo Nacional de Sanidad Pesquera (SANIPES) del Ministerio de la Producción. Estas agencias, junto con SENASA, participaron con el 90 por ciento de los trámites de la VUCE entre enero y setiembre de 2018. Más allá de las exigencias requeridas por los mercados internacionales, las agencias sanitarias deberían monitorear los estándares de calidad de los productos orientados al mercado interno, además de los externos.





III. Actividad económica

PBI sectorial

26. El menor crecimiento del PBI en enero – abril de 2019 (1,7 por ciento) fue explicado por la contracción de 3,3 por ciento de la actividad primaria, en tanto que la no primaria se expandió 3,1 por ciento. La disminución de las actividades primarias reflejó (i) la menor producción pesquera, ante las menores capturas de anchoveta, (ii) la menor producción del sector minería metálica, por menor extracción de oro, hierro, zinc y plata, y (iii) la menor actividad de la manufactura primaria por menor producción de harina de pescado y la menor refinación de metales no ferrosos.

Cuadro 19
PBI PRIMARIO Y NO PRIMARIO: ENERO-ABRIL
(Variaciones porcentuales reales)

	2015	2016	2017	2018	2019
PBI	2,5	4,1	1,8	4,4	1,7
Sectores primarios	4,1	7,3	4,3	4,4	-3,3
Sectores no primarios	2,1	3,3	1,1	4,4	3,1

Para 2019 se proyecta un crecimiento de 3,4 por ciento. En lo que queda del año el efecto de la caída en los sectores primarios se revertiría pues se espera una normalización de la actividad pesquera en la segunda temporada de pesca de anchoveta, y una mayor producción minera porque se alcanzarían los niveles de operación comercial de las ampliaciones de Toquepala y de Shougang. Por su parte, los sectores no primarios acelerarían su ritmo de crecimiento principalmente en la construcción, por una recuperación en la inversión pública, así como en manufactura no primaria, comercio y servicios, por una recuperación en el consumo y en la inversión privada. En 2020 la economía crecería 4,0 por ciento, principalmente por una recuperación en los sectores primarios.

Cuadro 20
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2018	2019*			2020*	
		I Trim	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
PBI primario	3,3	-1,3	3,0	1,3	3,4	3,6
Agropecuario	7,8	4,9	4,5	4,5	4,0	4,0
Pesca	39,7	-20,5	-4,5	-14,6	2,0	9,0
Minería metálica	-1,5	-2,2	3,3	2,1	4,3	4,0
Hidrocarburos	0,0	9,5	3,0	2,6	-0,5	0,3
Manufactura	13,2	-13,0	0,5	-5,9	1,2	2,1
PBI no primario	4,2	3,3	4,2	4,0	4,2	4,1
Manufactura	3,7	3,1	4,0	3,2	3,8	3,8
Electricidad y agua	4,4	6,0	4,5	4,3	4,5	4,0
Construcción	5,4	1,8	6,5	5,4	7,5	6,9
Comercio	2,6	2,4	3,4	3,2	3,5	3,5
Servicios	4,4	3,7	4,2	4,1	4,0	4,0
Producto Bruto Interno	4,0	2,3	4,0	3,4	4,0	4,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

- a) El sector **agropecuario** creció 4,9 por ciento en el primer trimestre del año, tanto por la actividad agrícola (5,2 por ciento) por la mayor producción de arándano, uva, espárrago y cacao, por mayores áreas cosechadas, y de caña de azúcar, por menos paradas técnicas en los ingenios de Casagrande y Pucalá; así como por el crecimiento de la actividad pecuaria (4,6 por ciento). Dicha dinámica se ha mantenido en el mes de abril.

Para 2019 se prevé un crecimiento de 4,5 por ciento, con lo cual el sector continuaría su ruta de crecimiento sostenido desde hace catorce años, y se moderaría ligeramente el crecimiento en 2020 (4,0 por ciento). El dinamismo de la agroexportación (arándanos, paltas, uvas y cacao) continuará en 2019 y 2020 con plantaciones nuevas que entrarán en producción, principalmente en la costa del país. La producción orientada al mercado interno se vería impulsada por un incremento de áreas de plátano, yuca y mandarina en 2019, y una recuperación de la producción de arroz en 2020 tras la culminación de las obras en el reservorio de Poechos en Piura. Por su parte, la producción agroindustrial continuaría aportando al buen resultado del sector por las mejoras en el rendimiento del algodón logradas por el programa Proyecto Más Algodón hasta 2020.

- b) En el primer trimestre de 2019 el sector **pesca** registró una reducción de 20,5 por ciento, explicado principalmente por el comportamiento de los meses de enero y marzo. En el mes de enero la menor tasa de crecimiento se debió a las capturas atípicas realizadas en enero 2018, debido al reinicio de la temporada que se suspendió en noviembre y diciembre de 2017; mientras que en marzo la reducción se dio principalmente por la nula captura de anchoveta en la primera





temporada de pesca de la Zona Sur, la cual se caracteriza por tener capturas irregulares cada año.

Por otro lado, en abril la menor producción del sector se originó por el inicio tardío de la primera temporada de pesca, la cual comenzó el 26 de abril a diferencia del año anterior que inició la primera semana de abril; además de la menor cuota (2,1 millones de T.M.), inferior en 36 por ciento.

Para 2019 se espera una contracción de 14,6 por ciento principalmente por la menor cuota asignada en la primera temporada de pesca. Para 2020 se proyecta una tasa de crecimiento de 9,0 por ciento, consistente con condiciones climáticas normales en dicho año.

- c) El sector de **minería metálica** cayó 2,2 por ciento durante el primer trimestre de 2019 y se contrajo en 1,7 por ciento en abril. El resultado se explica por i) la menor producción de oro en Barrick y Buenaventura; ii) las menores leyes de zinc en Antamina; iii) la menor producción de molibdeno por resultados atípicos en Toromocho y Antamina; y iv) la menor producción de hierro de Shougang por la baja ley del mineral extraído. Además, contribuyó al resultado la menor producción de plata en Buenaventura, Antamina, Volcan y Nexa, y la paralización parcial de la producción de Las Bambas en abril.

Se espera que el sector crezca 2,1 por ciento en 2019, resultado que reflejará una recuperación en el resto del año debido a la mayor producción de Antamina, Las Bambas, y la ampliación de Toquepala y de Marcona. El mayor crecimiento proyectado para 2020 se explica por la entrada en operación de la ampliación de Toromocho en el segundo semestre del año.

La producción de **hidrocarburos** creció 9,5 por ciento en el primer trimestre de 2019 por la mayor producción de gas y líquidos de gas natural, debido a que el año pasado hubo una rotura en el ducto de la Transportadora de Gas del Perú. Por otro lado, la producción de petróleo mostró una caída debido al sabotaje al oleoducto Nor-Peruano entre enero y marzo. Para 2019, se espera que el subsector crezca 2,6 por ciento; esta desaceleración respecto a los meses previos se explicaría por la normalización de los efectos mencionados previamente. Para 2020 se espera un crecimiento de 0,3 por ciento.

- d) El subsector **manufactura primaria** se contrajo 13,0 por ciento en el primer trimestre, y 34,0 por ciento en abril, debido a la menor refinación de metales no ferrosos por el mantenimiento de la planta de Southern, así como a la menor elaboración de harina y aceite de pescado por las menores capturas de anchoveta.

Se espera una caída de 5,9 por ciento para el año 2019 debido a la menor producción de harina de pescado por la menor cuota para la Primera Temporada de Pesca para la Zona Norte-Centro, así como a la menor refinación de metales no ferrosos por la contracción en el primer trimestre.

En 2020 se espera que la manufactura primaria crezca 2,1 por ciento por la recuperación de la producción pesquera y de la refinación de metales no ferrosos, lo que se vería atenuado por la menor refinación de petróleo crudo por parte de PetroPerú. Esto último en razón a que la empresa anunció que dejaría de producir en la actual refinería de Talara en 2020 con el objetivo de interconectar dicha refinería con las nuevas unidades de producción que forman parte del proyecto de la nueva refinería.

- e) La **manufactura no primaria** creció 3,1 por ciento en el primer trimestre 2019 por la mayor producción de bienes vinculados a la inversión (estructuras metálicas para diversos proyectos privados) e insumos (plásticos y explosivos para minería). Sin embargo, en abril decreció 3,3 por ciento, en parte por el efecto de los menores días trabajados asociados a la Semana Santa, y por una menor demanda de bienes de capital (material de transporte) y de consumo (muebles, calzado y artículos de papel y cartón). Estos factores se revertirían en lo que queda del año y se espera un crecimiento de 3,2 para 2019 y de 3,8 por ciento para 2020, principalmente de los bienes orientados a la inversión y de consumo masivo, en línea con el crecimiento de la demanda interna, tanto del consumo como de la inversión privada y pública.
- f) El crecimiento del sector **construcción** se desaceleró a 1,8 por ciento en el primer trimestre de 2019 debido al bajo crecimiento de la inversión pública. Para 2019 y 2020, se espera que el sector crezca 5,4 por ciento y 6,9 por ciento, respectivamente, impulsado por una recuperación en la inversión pública y el crecimiento de la inversión privada.

PBI gasto

- 27. En el primer trimestre de 2019, la actividad registró un incremento de 2,3 por ciento, principalmente por la moderación en el crecimiento de la demanda interna y la menor expansión de las exportaciones tradicionales.

La demanda interna redujo su expansión de 4,3 por ciento en el primer trimestre de 2018 a 1,7 por ciento en similar periodo de 2019 debido al impacto de un menor gasto público y de la caída de la inversión privada no minera. Por su parte, en el primer trimestre del año las exportaciones se incrementaron en 1,6 por ciento, por debajo del resultado de similar periodo del año previo (3,9 por ciento), debido a los menores embarques de productos mineros tales como zinc, oro y cobre, y de petróleo crudo y derivados.

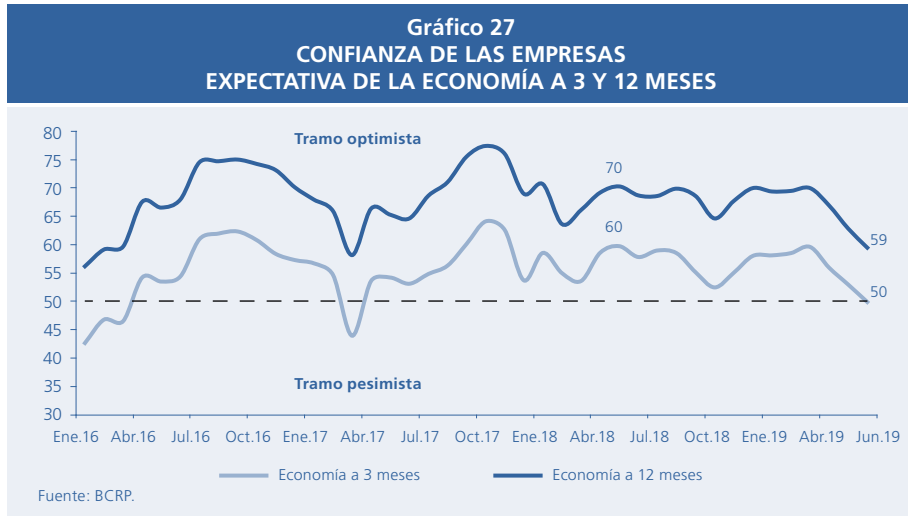
Los indicadores contemporáneos y adelantados del gasto de consumo e inversión ratifican la desaceleración reciente de la actividad económica como es el caso de los índices de confianza de los productores y consumidores.

- a) En junio, la confianza empresarial, medida a través de las expectativas de los empresarios acerca de la situación de la economía dentro de 3 y 12 meses

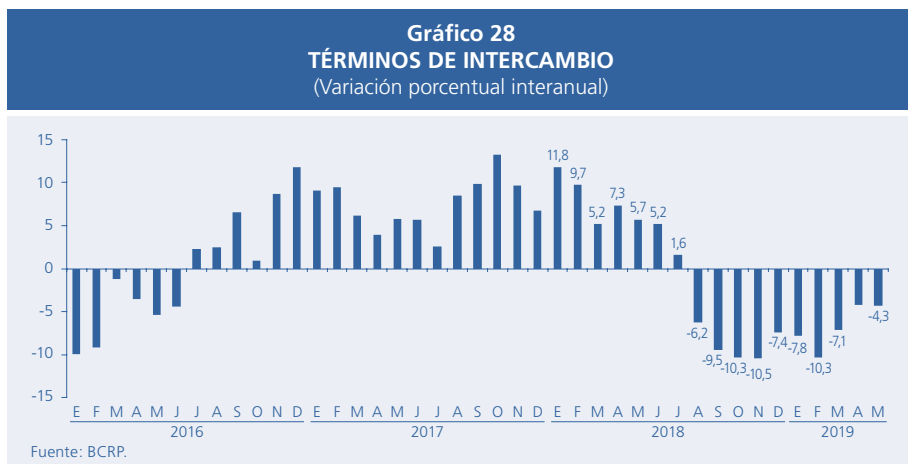




bajaron a 50 y 59 puntos, respectivamente, luego de alcanzar un promedio de 59 y 70 puntos en el primer trimestre.

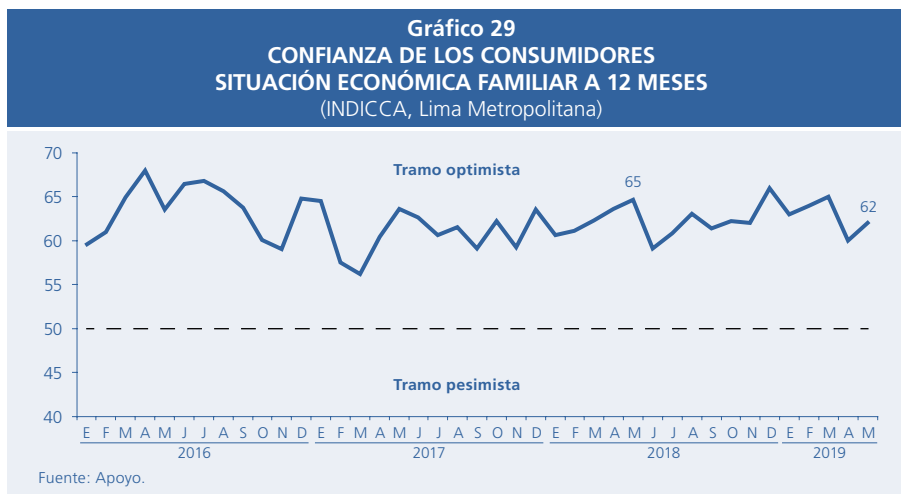


- b) Los términos de intercambio cayeron 4,3 por ciento en mayo de 2019, acumulando una caída de 4,3 por ciento desde el inicio de las tensiones comerciales entre China y EUA (mayo de 2018). La caída de mayo se explica por los menores precios de exportación reportados en dicho mes.

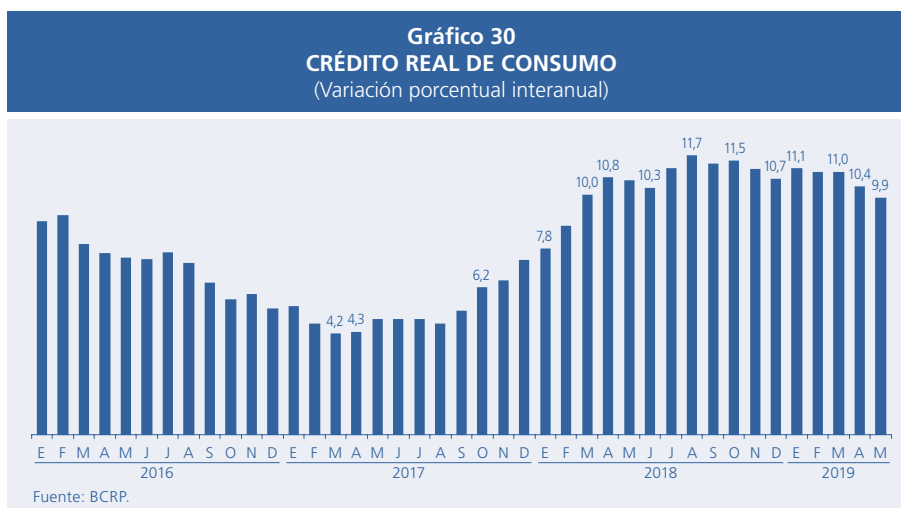


- c) Respecto a los indicadores de consumo, la confianza del consumidor, medida como la expectativa acerca de la situación económica futura de las familias,

alcanzó un mínimo de 10 meses en abril, para luego recuperarse ligeramente en mayo (62 puntos).



- d) El crédito de consumo continuó registrando altas tasas de crecimiento (9,9 por ciento en mayo).

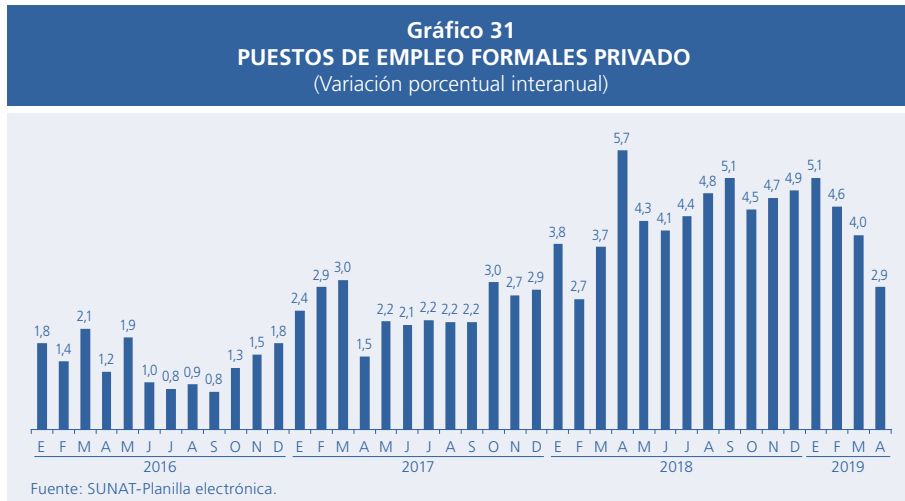


- e) El mercado laboral moderó su expansión en abril, debido principalmente al sector agropecuario. En este mes, los puestos de trabajo formales del sector

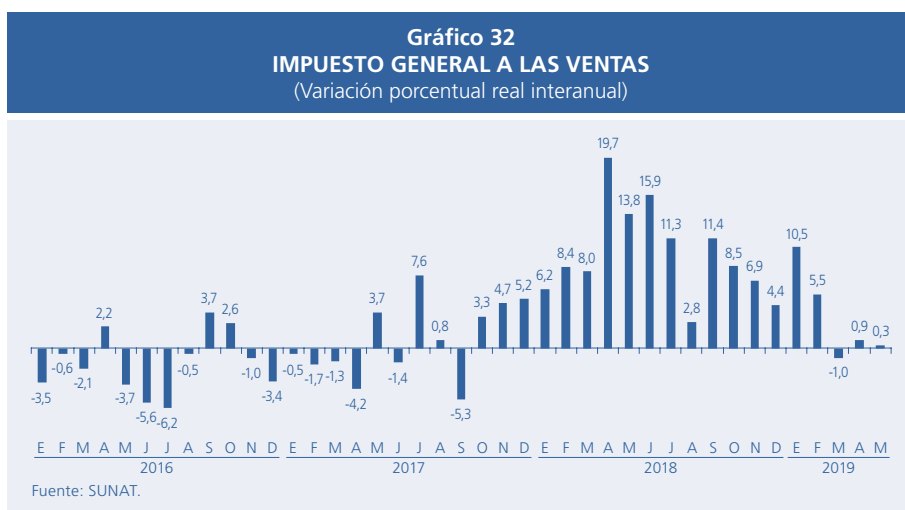




privado se incrementaron en 2,9 por ciento, tasa por debajo del promedio del primer trimestre (4,6 por ciento).

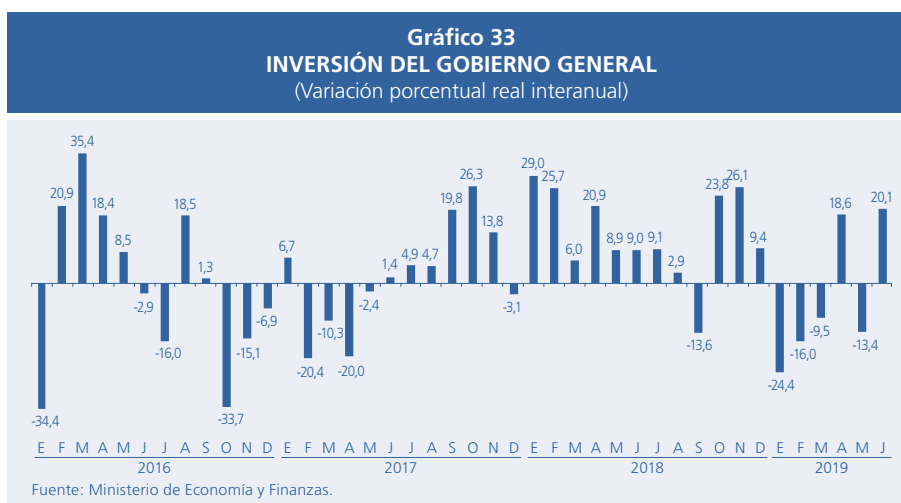


- f) El menor dinamismo de los componentes de la demanda interna se reflejó en la recaudación del IGV, el cual redujo su tasa de crecimiento en mayo a 0,3 por ciento, tras expandirse a tasas de hasta 10 por ciento en los primeros meses del año.

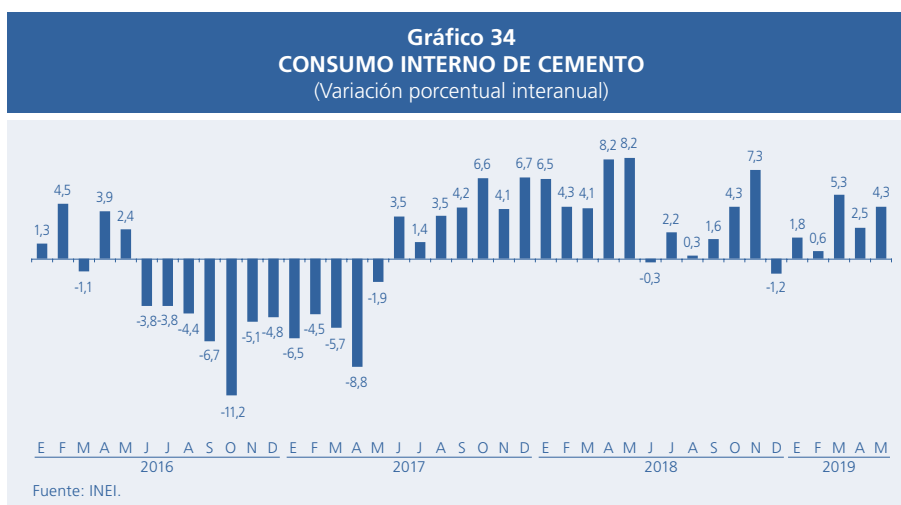


- g) Luego de caer 13,4 por ciento en mayo, la inversión del gobierno general se recuperó en 20,1 por ciento en junio de 2019, explicado

mayoritariamente por el incremento del gasto por parte del gobierno nacional.

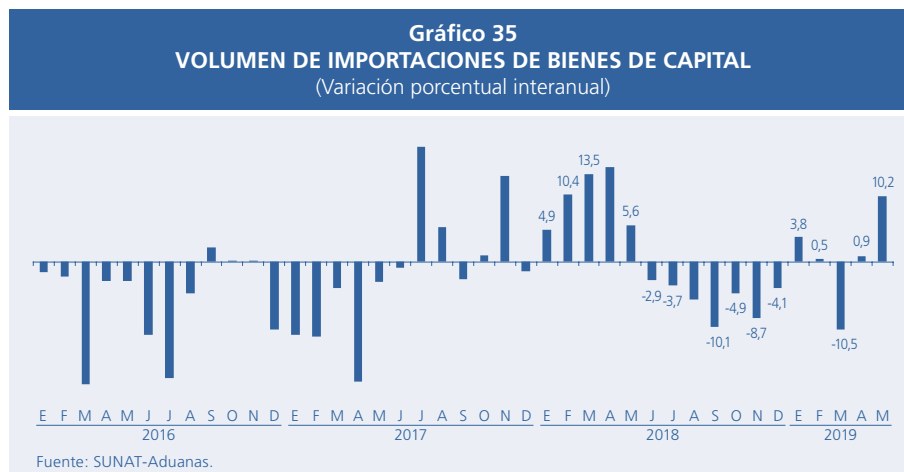


- h) En mayo, el consumo interno de cemento se incrementó en 4,3 por ciento, resultado superior a la tasa de crecimiento promedio alcanzada en el primer trimestre del año (2,6 por ciento).



- i) El volumen de importaciones de bienes de capital (excluyendo materiales de construcción) se incrementó en 0,9 por ciento en abril y 10,2 por ciento en mayo.





28. La evolución de los indicadores adelantados de actividad se reflejó en un cambio en las expectativas privadas sobre el crecimiento del PBI. En promedio, los agentes estiman un crecimiento de 3,3 por ciento para el presente año y de 3,7 por ciento para 2020.

Cuadro 21
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

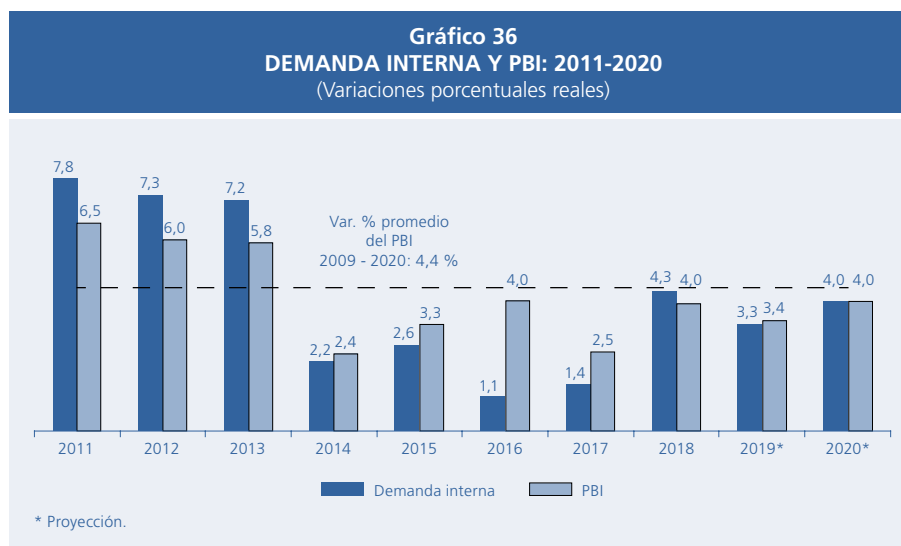
	RI Dic.18	RI Mar.19	RI Jun.19*
Sistema Financiero			
2019	3,9	3,9	3,3
2020	4,0	4,0	3,6
Analistas Económicos			
2019	3,9	3,9	3,2
2020	4,0	4,0	3,7
Empresas No Financieras			
2019	3,8	3,9	3,5
2020	4,0	4,0	3,8

* Encuesta realizada al 30 de junio.
Fuente: BCRP.

29. Para 2019 se ha revisado el crecimiento de la demanda interna de 3,9 a 3,3 por ciento, al igual que el crecimiento del consumo privado de 3,8 a 3,5 por ciento y el de la inversión privada de 6,5 a 3,8 por ciento. Por su parte, el crecimiento del consumo público se revisa de 2,5 a 2,0 por ciento y el de la inversión pública se mantiene en 1,0 por ciento.

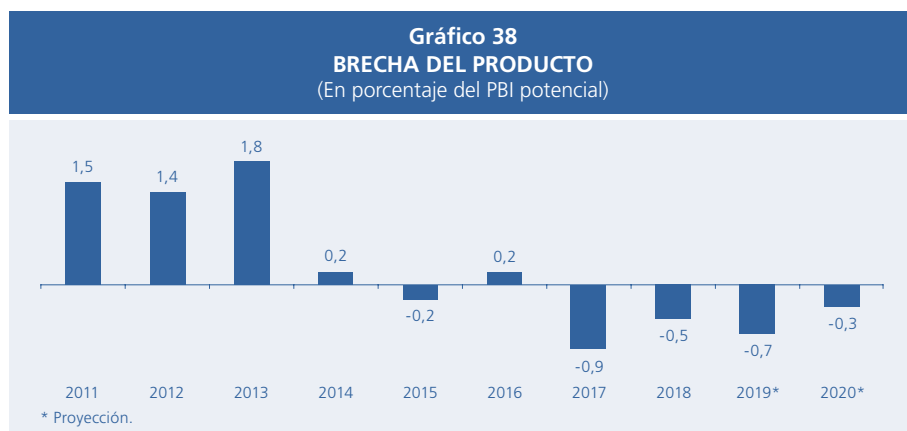
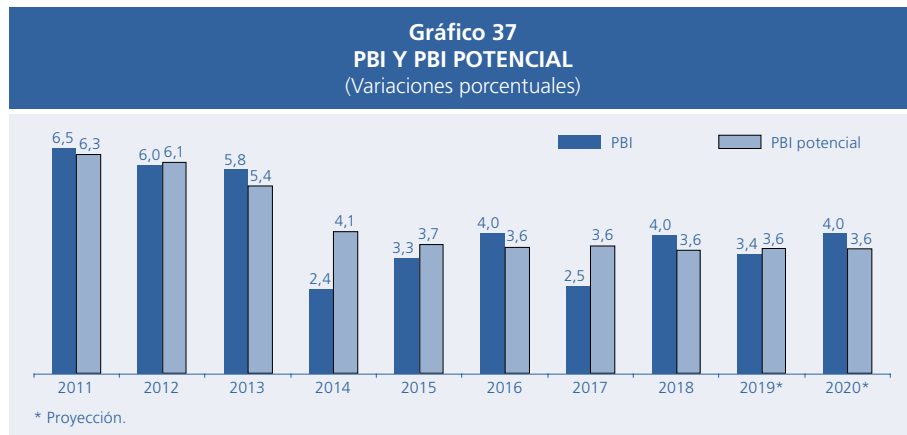
Cuadro 22 DEMANDA INTERNA Y PBI (Variaciones porcentuales reales)						
	2018	2019*		2020*		
		I Trim.	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
Demanda interna	4,3	1,7	3,9	3,3	4,1	4,0
Consumo privado	3,8	3,4	3,8	3,5	3,9	3,7
Consumo público	2,0	-2,5	2,5	2,0	2,2	2,5
Inversión privada	4,4	2,9	6,5	3,8	6,0	5,5
Inversión pública	6,8	-10,9	1,0	1,0	5,0	5,0
Variación de inventarios (contribución)	0,3	-0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	2,5	1,6	4,6	2,6	5,7	5,4
Importaciones	3,4	-0,5	4,4	2,1	6,2	5,5
Producto Bruto Interno	4,0	2,3	4,0	3,4	4,0	4,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

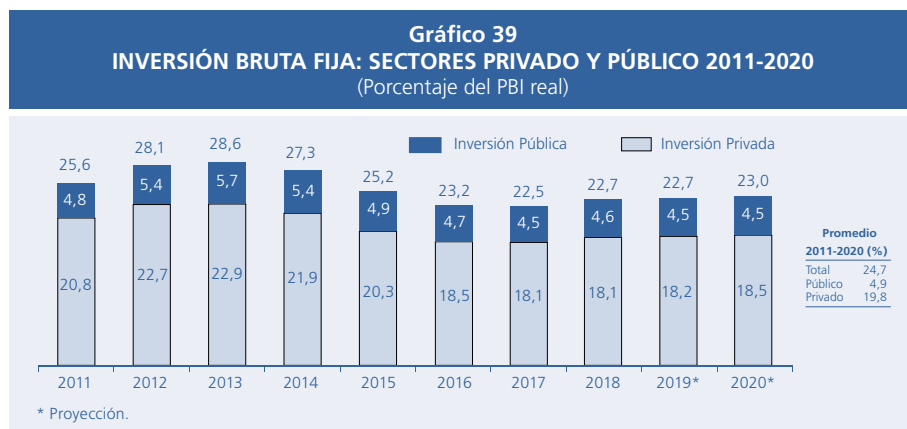


30. La estimación del crecimiento tendencial de la economía se ha revisado de 3,7 a 3,6 por ciento, tomando en cuenta los datos recientes. Considerando la proyección de crecimiento del PBI, la brecha del producto (margen porcentual entre el nivel del PBI y su potencial) se reduciría gradualmente en el horizonte de proyección. Se proyecta que en 2019 y 2020 el crecimiento del PBI potencial se mantendría en 3,6 por ciento.





31. Con la proyección del actual Reporte de Inflación, la inversión bruta fija, en porcentaje del PBI real, alcanzará el 22,7 por ciento del producto en 2019, ratio similar al alcanzado en 2018, para luego ascender a 23,0 por ciento en 2020, en razón a la recuperación de la inversión pública y privada respecto al año previo.



32. Para 2019, debido a la menor tasa de expansión de la inversión pública, la inversión bruta interna en porcentaje del PBI disminuirá ligeramente, acompañado de un menor ahorro privado, con lo que el requerimiento de financiamiento se mantendrá igual que en 2018 (1,6 puntos porcentuales del producto). En 2020, el nivel de inversión proyectado requerirá un incremento adicional del financiamiento externo en 0,3 puntos porcentuales del PBI.

Cuadro 23 BRECHAS AHORRO-INVERSIÓN (% del PBI nominal)			
	2018	2019*	2020*
1. Inversión Bruta Interna 1/	21,5	21,4	21,7
2. Ahorro Interno	19,9	19,8	19,8
<u>Brecha Externa (=2-1)</u>	<u>-1,6</u>	<u>-1,6</u>	<u>-1,9</u>
1.1. Inversión Bruta Interna Privada 1/	16,6	16,7	17,0
1.2. Ahorro Privado	17,3	17,1	17,2
<u>Brecha Privada (=1.2-1.1)</u>	<u>0,7</u>	<u>0,5</u>	<u>0,2</u>
2.1. Inversión Pública	4,8	4,7	4,7
2.2. Ahorro Público	2,5	2,6	2,6
<u>Brecha Pública (=2.2-2.1)</u>	<u>-2,3</u>	<u>-2,1</u>	<u>-2,1</u>

* Proyección.
1/ Incluye variación de inventarios.
Fuente: BCRP.

33. Se revisa la proyección de crecimiento de la inversión privada de 6,5 a 3,8 por ciento para 2019, en razón a la menor confianza empresarial y al deterioro de los términos de intercambio, presente desde el inicio de las tensiones comerciales entre EUA y China. Para 2020 se espera que el escenario internacional se estabilice y se recupere la confianza empresarial, con lo que el crecimiento de la inversión ascendería a 5,5 por ciento.





34. Se mantiene la proyección de crecimiento de la inversión pública en 1,0 por ciento para el presente año. La expansión del gasto en inversión, derivado del gasto incurrido en la refinería de Talara y en el desarrollo de proyectos ligados a la reconstrucción del norte, será compensado por el efecto esperado del menor gasto de las autoridades subnacionales y por la finalización de las obras de los Juegos Panamericanos hacia mediados de año. En 2020, se espera que la inversión pública se recupere en 5,0 por ciento.



35. Los principales **anuncios de proyectos de inversión privada** para el periodo 2019-2020 alcanzan US\$ 19,5 mil millones, distribuidos en una muestra de 148 proyectos. Entre los sectores que atraerían mayor inversión privada se encuentran minería e infraestructura.

Cuadro 24
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2019-2020
(Miles de millones de US\$)

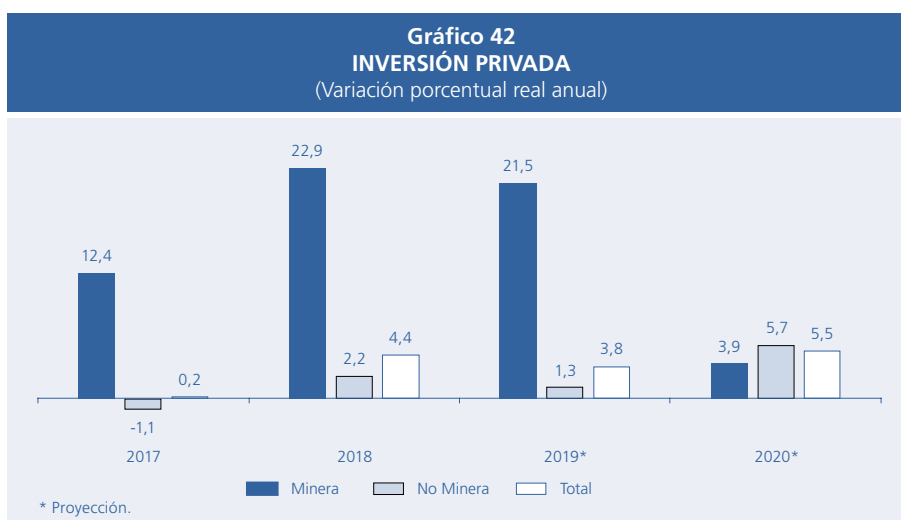
	Total inversión		Número de proyectos	
	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
Minería	9,7	9,7	33	33
Hidrocarburos	1,4	1,3	16	16
Energía	1,0	1,0	10	10
Industria	0,4	0,4	8	8
Infraestructura	3,9	3,8	23	23
Otros sectores	3,3	3,4	57	58
Total	19,6	19,5	147	148

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

36. En el **sector minero**, se espera que la inversión continúe creciendo. La construcción de proyectos como Quellaveco (US\$ 5,3 mil millones), Mina Justa (US\$ 1,6 mil

millones) y Ampliación de Toromocho (US\$1,3 mil millones); y en menor escala, proyectos actualmente en construcción, como Quecher Main (US\$ 0,3 mil millones) y Relaves B2 San Rafael (US\$ 0,2 mil millones) contribuirían a este crecimiento. Cabe señalar que, estos dos últimos entrarían en la fase productiva en el presente año.

Según el Ministerio de Energía y Minas la inversión minera alcanzó US\$ 1,6 mil millones en el período enero-abril de 2019 lo que representa un crecimiento de 31,1 por ciento con respecto al mismo período del año anterior.



37. En **infraestructura**, continúan los avances de obras en la Línea 2 del Metro de Lima. Según OSITRAN al mes de mayo este proyecto tiene 25,4 por ciento de avance. Se espera que a fin de año se alcance un 32 por ciento; en línea con el nuevo cronograma firmado con la última adenda (N°2) en diciembre 2018 en la que se establece que el proyecto esté concluido en 2024. Por su parte, el Ministerio de Transportes y Comunicaciones culminaría la entrega de terrenos en 2020. Por otro lado, la ampliación del Aeropuerto Jorge Chávez iniciaría el movimiento de tierras en el cuarto trimestre de 2019 como parte del cronograma de ejecución de obras.

Entre otros sectores, destacan retail, inmobiliario y servicios. En el primer caso, se esperan importantes inversiones con la culminación y desarrollo de nuevos proyectos de centros comerciales, cuyos inversionistas más representativos son Grupo Ripley, Intercorp y Grupo Falabella. En los subsectores inmobiliario y servicios se estarían desarrollando proyectos de nuevos edificios de vivienda y oficinas, así como hoteles y centros educativos.





Cuadro 25
PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2019-2020

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Angloamerican	Quellaveco
	Grupo Breca	Mina Justa
	Aluminium Corp. of China (Chinalco)	Ampliación de Mina Toromocho
	Minera Yanacocha	Quecher Main
	Bear Creek Mining Corp.	Corani
	Minsur	Relaves B2 San Rafael
HIDROCARBUROS	Consorcio Promigas Surtigas	Masificación de Gas
	Karoon Gas	Exploración Lote Z-38
	Pluspetrol Perú Corp.	Ampliación de capacidad de transporte
ENERGÍA	Interconexión Eléctrica Hydro Global Investment	Enlace Mantaro-Nueva Yanango-Carapongo y subestaciones asociadas San Gabán III
INDUSTRIA	Arca Continental Corporación Aceros Arequipa Cementos Inka	Mejoras en infraestructura y equipos Ampliación de planta en Pisco Planta de Molienda en Pisco
INFRAESTRUCTURA	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay Fase I
	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Grupo Romero	Puerto Salaverry
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	Consorcio Paracas	Terminal Portuario San Martín en Pisco
OTROS SECTORES	Entel	Desarrollo de servicios y redes 4G
	Grupo Ripley	Expansión y nuevos centros comerciales
	Edifica	Inversiones Inmobiliarias
	Armas Domo	Inversiones Inmobiliarias
	Grupo Intercorp	Expansión y nuevos centros comerciales
	Grupo Breca	Expansión y nuevos centros comerciales
	InterContinental	Cadena de hoteles

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

38. Para el período 2019-2020 Proinversión reporta una cartera de US\$ 8,3 mil millones. Para el 2019 estima adjudicar US\$ 2,1 mil millones en proyectos. Cabe señalar, que, en el mes de abril el consorcio Fypasa Construcciones S.A. de C.V y Operadora de Ecosistemas S.A. de C.V., empresas peruano mexicana se adjudicaron la buena pro para la concesión del proyecto Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales de la Cuenca del Lago Titicaca. Las obras iniciarían en 2020 y concluiría en 2022 y 2023.

Cuadro 26
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2018 - 2020
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
A. Adjudicados en 2018	3 289
Proyecto Minero Michiquillay	2 500
Terminal Portuario de Salaverry	229
Instalación de Banda Ancha para Áncash, Arequipa, Huánuco, La Libertad, Pasco y San Martín	560
B. Adjudicados en 2019	180
Sistema de tratamiento de aguas residuales de la cuenca del Lago Titicaca	180
C. Por Adjudicar	8 319
Anillo Vial Periférico	2 049
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	720
Sistema de Afianzamiento Hídrico en el Valle Chancay-Lambayeque	619
Nuevo Terminal Portuario San Juan De Marcona	540
Sistema de Afianzamiento Hídrico en los valles de Ica, Pisco y áreas irrigables de las provincias de Huaytará y Castrovirreyna en Huancavelica	520
Longitudinal de la Sierra-tramo 4	464
Masificación del uso del gas natural para el centro y sur del Perú	400
Proyecto minero Algarrobo	350
Dos Centros Hospitalarios de Alta Complejidad	254
Hospital Nacional Hipólito Unanue	250
Ferrocarril Huancayo-Huancavelica	227
Enlace 500 kV La Niña-Piura, Subestaciones, Líneas y Ampliaciones Asociadas.	
Enlace 220 kV Pariñas-Nueva Tumbes, Subestaciones y Ampliaciones Asociadas.	
Enlace 220 kV Tingo María-Aguaytía, Subestaciones, Líneas y Ampliaciones Asociadas	209
Hospital Cayetano Heredia	186
INA Essalud Lima	170
Instalación de los Servicios de Salud Especializados en el distrito de Piura y Redimensionamiento de los Servicios de Salud del Hospital de Apoyo III Sullana	160
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	144
Hospital Huaycán	120
Nuevo Hospital Militar Central	116
Terminal Internacional de Contenedores - Chimbote	110
Otros	712

Fuente: Proinversión.





Recuadro 3 DESESTACIONALIZACIÓN DE INDICADORES ECONÓMICOS

Para analizar la tendencia de una variable económica como el PBI o el Índice de Precios al Consumidor, se suele comparar su nivel con el de igual periodo del año anterior. Usualmente a esta variación se le denomina variación porcentual a 12 meses. Así, la tasa de crecimiento de 0,02 por ciento del PBI en abril resulta de comparar el nivel de actividad económica de abril de 2019 con respecto a igual mes de 2018. De igual manera, una tasa de inflación anual de 2,3 por ciento en junio resulta de comparar el IPC de junio de 2019 contra el de junio de 2018.

Sin embargo, una comparación anual de una variable económica podría no reflejar un cambio reciente o un quiebre en la tendencia. En consecuencia resulta necesaria una metodología que permita comparar variables con respecto a un período reciente, por ejemplo, en una frecuencia mensual o trimestral. La desestacionalización de una serie económica busca excluir cualquier evento recurrente de dicha variable, tal como feriados, Semana Santa, Navidad, temporada de lluvias, calendario agrícola y temporadas de pesca, entre otros. Por ejemplo, se limpian los efectos de los feriados de Semana Santa en la producción, dado que hay menos días laborales en marzo o abril, dependiendo del año. De esta manera, se pueden comparar meses consecutivos sin importar el número de días laborales que haya en cada mes.

La metodología de desestacionalización permite que las series mensuales o trimestrales no se encuentren contaminadas de efectos que se suelen repetir en determinados momentos del año. Así, se logra una serie con la que sí se puede comparar a esta variable con sus valores recientes. Se denomina crecimiento desestacionalizado trimestre móvil anualizado (SAAR por sus siglas en inglés) a la tasa de crecimiento que se obtiene al comparar un determinado trimestre contra el trimestre previo en términos desestacionalizados.

PBI DESESTACIONALIZADO

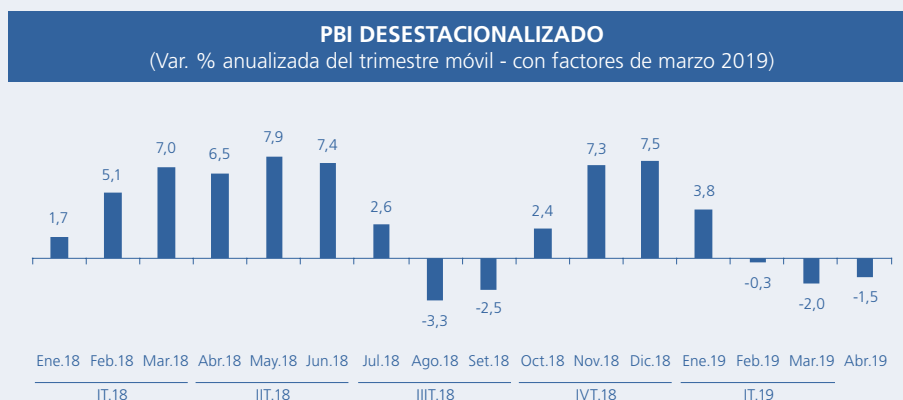
	PBI Millones de soles de 2007	Var. % anual	PBI desest. Millones de soles de 2007	Var. % trim. anualizada
2018-I	124 513		132 027	
2018-IV	141 201		136 012	
2019-I	127 354	→ 2,3	135 320	→ -2,0

En el caso del BCR, para desestacionalizar las series, se utiliza la metodología Tramo-Seats⁵, que permite incorporar los feriados nacionales y proyectar los factores de desestacionalización para los siguientes dos años. Al añadir nueva información, los últimos datos se revisan en mayor magnitud, por lo que se fija una fecha como punto de referencia para evitar una mayor volatilidad en los resultados. Por ejemplo, hasta marzo los factores para desestacionalizar la

5 TRAMO: *Time series Regression with ARIMA noise, Missing values and Outliers*. SEATS: *Signal Extraction in ARIMA Time Series*.

serie mensual del PBI eran los que se habían obtenido utilizando información a diciembre 2018, por ende, para desestacionalizar enero, febrero y marzo de 2019 se utilizaban los factores proyectados por el programa Tramo-Seats.

Con la actualización de los factores a marzo de 2019 (comparado con factores a diciembre de 2018), se observa una menor caída del PBI total en febrero y marzo de 2019, y abril aún seguiría en el tramo negativo. A partir de la publicación del PBI del segundo trimestre, la serie desestacionalizada del PBI trimestral será la misma que la correspondiente a la serie mensual.

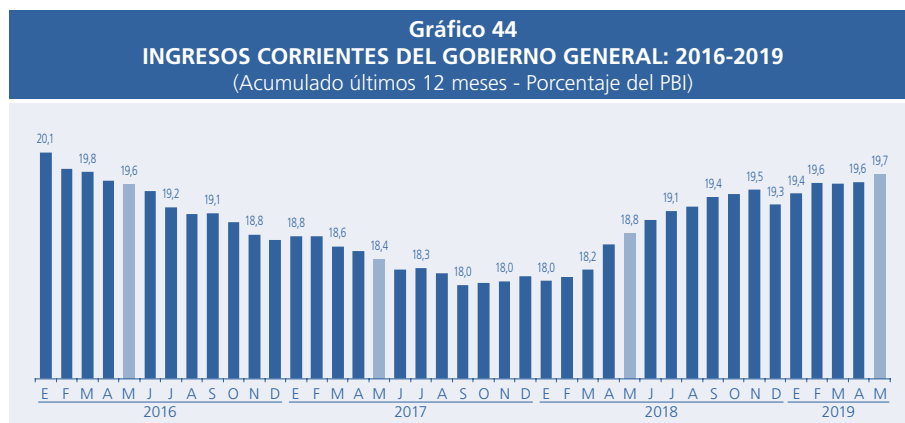
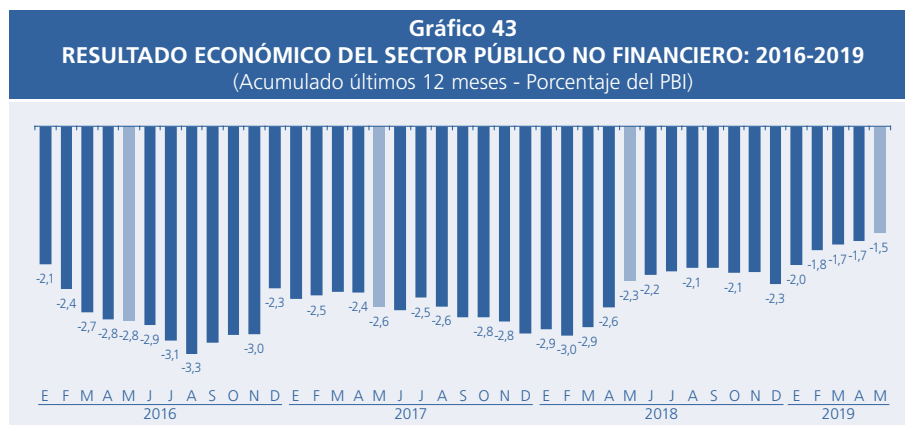


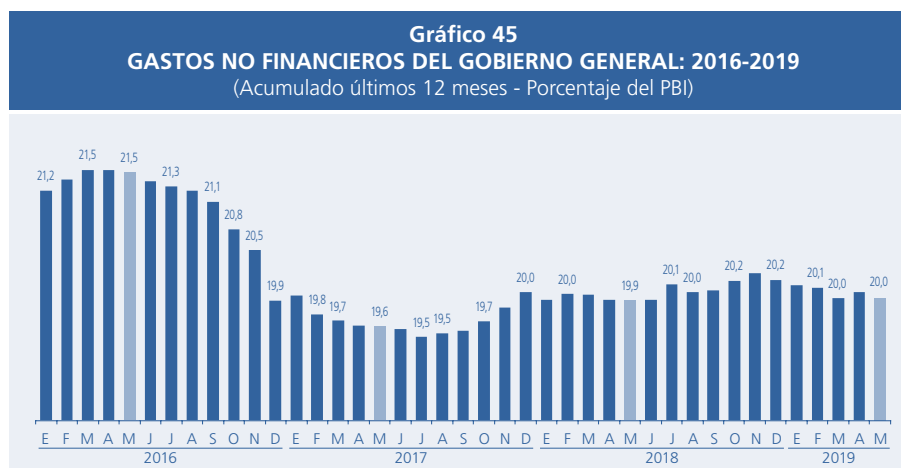


IV. Finanzas públicas

Evolución reciente de las cuentas fiscales

39. En mayo de 2019, el **déficit fiscal** acumulado de los últimos doce meses se redujo en 0,8 puntos porcentuales con respecto al alcanzado en 2018, ubicándose en 1,5 por ciento del PBI. La reducción del déficit se debió tanto al aumento de los ingresos corrientes de 19,3 a 19,7 por ciento del PBI como a la reducción del gasto no financiero del gobierno general (0,2 puntos porcentuales).





40. En el periodo enero-mayo de 2019, el resultado económico del sector público no financiero se incrementó en S/ 5 411 millones, con respecto al mismo periodo del año anterior, este resultado se explicó tanto por mayores ingresos corrientes (8,0 por ciento) como por una ligera reducción del gasto no financiero. El aumento de los ingresos corrientes son el resultado de mayores ingresos tributarios y no tributarios, de los que resalta el incremento en la recaudación del ISC (31,7 por ciento) por las mayores tasas vigentes desde mayo de 2018. Por otro lado, la disminución del gasto no financiero, se explica por la disminución en el gasto de capital en 9,6 por ciento, atenuada por los mayores gastos corrientes en 2,3 por ciento.

Cuadro 27
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	Enero-Mayo		Var. %
	2018	2019	
1. Ingresos corrientes del gobierno general	63 184	68 236	8,0
a. Impuesto a la renta	21 438	22 529	5,1
b. IGV	24 747	26 172	5,8
c. ISC	2 527	3 327	31,7
d. Otros	14 472	16 208	12,0
2. Gastos no financieros del gobierno general	-52 137	-52 101	-0,1
a. Corriente	-41 749	-42 716	2,3
b. Gasto de capital	-10 387	-9 385	-9,6
3. Otros	-452	245	
4. Resultado Primario (=1-2+3)	10 595	16 379	
5. Intereses	4 645	5 018	8,0
6. Resultado Económico (=4-5)	5 950	11 361	

41. En el periodo enero-mayo de 2019 el gasto por **Reconstrucción con Cambios** ascendió a S/ 1 200 millones, lo que representó un avance de 18 por ciento del marco presupuestal anual. En lo referido al gasto en proyectos, se devengó S/ 764





millones, lo que significó un avance de 15 por ciento, destacando los proyectos ejecutados por los gobiernos locales (S/ 478 millones).

Por su parte, el gasto en los principales proyectos de infraestructura deportiva de los **Juegos Panamericanos** en el periodo enero-mayo de 2019 fue S/ 346 millones, monto mayor en 150 millones al de similar periodo del año anterior, con lo que a mayo del presente año se ha gastado el 40 por ciento del Presupuesto Institucional Modificado (PIM). Por proyectos, los gastos más representativos fueron la mejora de la Villa Deportiva Nacional (VIDENA) y la Villa Panamericana.

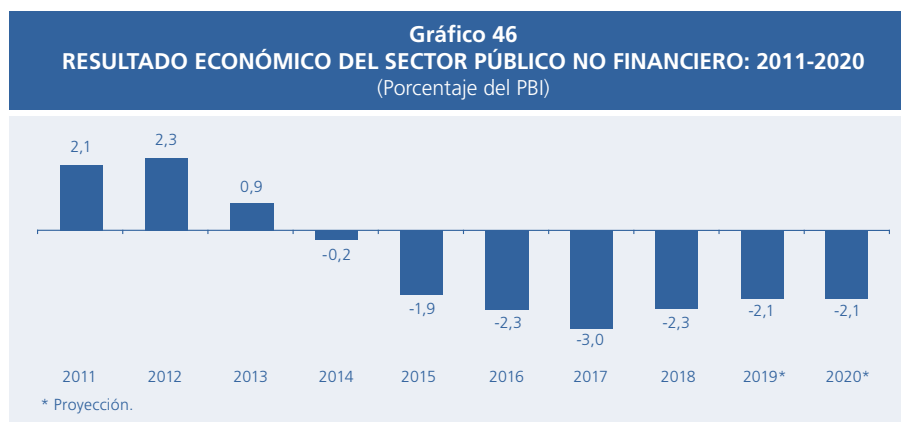
Proyecciones

42. La proyección del déficit fiscal para este año se ha reducido de 2,3 por ciento del PBI en el Reporte de marzo a 2,1 por ciento del PBI en el presente Reporte. Este cambio se debe a los mayores ingresos corrientes proyectados que pasan de 19,3 a 19,6 por ciento de PBI, principalmente por acciones de control y resoluciones favorables a SUNAT.

Para 2020 se espera que la proyección del déficit se mantenga en 2,1 por ciento del PBI en línea con la regla de déficit dispuesta en el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal para ese año.

Cuadro 28 SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (Porcentaje del PBI)						
	2018	2019*			2020*	
		I Trim	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
1. Ingresos corrientes del gobierno general	19,3	21,7	19,3	19,6	19,4	19,5
<i>Variación % real</i>	11,2%	7,0%	4,0%	4,6%	5,1%	3,3%
2. Gastos no financieros del gobierno general	20,2	16,2	20,2	20,2	20,0	20,0
<i>Variación % real</i>	5,3%	-4,4%	3,2%	2,9%	3,2%	3,0%
<u>Del cual:</u>						
<i>Gasto corriente</i>	15,3	13,7	15,6	15,5	15,4	15,4
<i>Variación % real</i>	4,5%	-1,9%	4,8%	4,6%	2,9%	2,7%
<i>Formación bruta de capital</i>	4,3	2,2	4,1	4,1	4,1	4,1
<i>Variación % real</i>	10,6%	-13,9%	-2,4%	-1,0%	4,9%	3,9%
3. Otros	0,0	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	-0,9	6,0	-1,0	-0,7	-0,7	-0,6
5. Intereses	1,4	2,4	1,4	1,4	1,4	1,5
6. Resultado económico	-2,3	3,6	-2,3	-2,1	-2,1	-2,1
<i>Flujo de deuda bruta</i>	2,3	-1,2	2,2	2,0	1,6	1,9
<i>Flujo de depósitos públicos</i>	0,0	-1,3	0,3	0,4	0,4	0,2
<i>Otros</i>	0,0	-1,2	-0,1	-0,3	0,2	0,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.



43. Se estima que para el año 2019 el crecimiento de los **ingresos corrientes** pasaría de 4,0 a 4,6 por ciento en términos reales. Se revisa la proyección debido a pagos tributarios registrados tras las acciones de control y resoluciones favorables a SUNAT. Asimismo, se observó un mayor crecimiento real de los ingresos no tributarios, reflejando las mayores transferencias del Banco de la Nación y el Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE). Por el lado de los ingresos tributarios se tendría una menor tasa de crecimiento con respecto a la del Reporte previo (4,3 por ciento versus 5,1 por ciento), asociado al impacto de la caída de los precios de los *commodities* y a la moderación de la actividad en la primera mitad del año. Para 2020 se estima que los ingresos corrientes se sitúen en 19,5 por ciento del PBI, sin embargo, la tasa de crecimiento se desaceleraría de 5,1 a 3,3 por ciento explicado por una menor recaudación de los ingresos tributarios vinculados a los precios de los *commodities*.

Cuadro 29
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

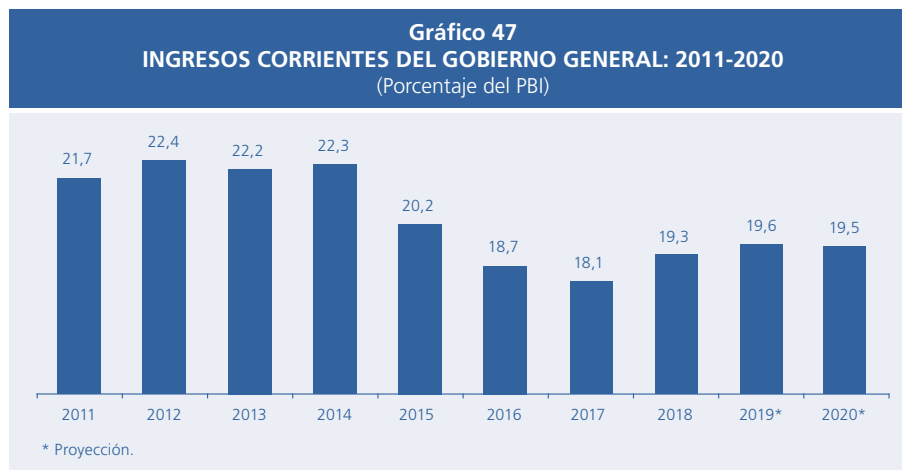
	2018	2019*		2020*		
		I Trim	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
INGRESOS TRIBUTARIOS	14,5	16,3	14,6	14,7	14,8	14,7
Impuesto a la Renta ^{1/}	5,6	6,9	5,5	5,6	5,6	5,5
Impuesto General a las Ventas	8,2	9,0	8,3	8,3	8,4	8,3
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	1,1	1,0	1,1	1,0	1,1
Impuesto a las Importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,8	1,4	1,8	1,8	1,7	1,8
Devolución de impuestos	-2,2	-2,4	-2,2	-2,2	-2,1	-2,2
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,8	5,5	4,7	4,9	4,6	4,8
Contribuciones sociales	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Recursos propios y transferencias	1,5	1,5	1,5	1,7	1,5	1,6
Canon y Regalías	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
Resto	0,3	1,1	0,4	0,4	0,3	0,4
TOTAL	19,3	21,7	19,3	19,6	19,4	19,5

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

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.





44. En 2019 se mantiene el gasto no financiero en 20,2 por ciento del PBI pero con un nivel menor de inversión pública y mayor gasto corriente. En 2020 se espera una moderación del gasto no financiero por un menor gasto corriente.

Cuadro 30
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL: GOBIERNOS SUBNACIONALES
(Variación porcentual nominal)

	Enero-Mayo		
	2011	2015	2019
Gobiernos Regionales	-14,7	-34,8	-9,7
Gobiernos Locales	-47,8	-40,8	-0,2
Gobiernos Subnacionales	-37,3	-38,6	-3,3

Cuadro 31
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2018	2019*			2020*	
		I Trim.	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
GASTO CORRIENTE	15,3	15,6	15,6	15,5	15,4	15,4
Gobierno Nacional	10,3	10,6	10,5	10,5	10,3	10,4
Gobiernos Regionales	3,4	3,4	3,3	3,4	3,3	3,3
Gobiernos Locales	1,6	1,7	1,7	1,6	1,8	1,7
GASTO DE CAPITAL	4,9	4,7	4,6	4,6	4,6	4,7
Formación Bruta de Capital	4,3	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1
Gobierno Nacional	1,5	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5
Gobiernos Regionales	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Gobiernos Locales	1,9	1,6	1,6	1,8	1,7	1,9
Otros	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
TOTAL	20,2	20,4	20,2	20,2	20,0	20,0
Gobierno Nacional	12,3	12,9	12,8	12,5	12,5	12,4
Gobiernos Regionales	4,2	4,1	4,1	4,2	4,0	4,1
Gobiernos Locales	3,6	3,3	3,3	3,5	3,4	3,6

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 48
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2011-2020
 (Porcentaje del PBI)



Gráfico 49
GASTOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2011-2020
 (Porcentaje del PBI)

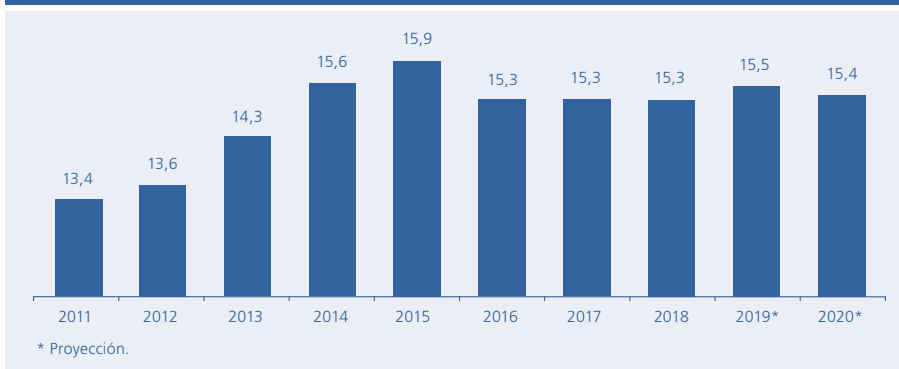


Gráfico 50
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO GENERAL: 2011-2020
 (Porcentaje del PBI)





Cuadro 32
INVERSIÓN PÚBLICA
(Millones de soles)

Principales proyectos	2018	2019*	2020*
Reconstrucción con Cambios ^{1/}	876	3 500	4 500
Juegos Panamericanos ^{2/}	920	870	--
Línea 2 del Metro de Lima	370	400	1 300
Refinería de Talara	1 900	2 240	2 120

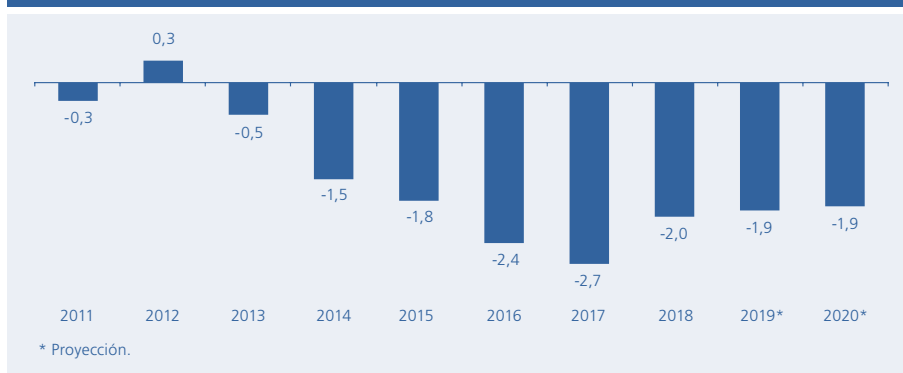
1/ Sólo considera gasto de inversión.

2/ Sólo considera el gasto de inversión del gobierno nacional en los 8 principales proyectos de infraestructura deportiva.

* Proyección.

45. El **resultado primario estructural** busca identificar el efecto de las decisiones de la política fiscal más allá de efectos de factores fuera de control gubernamental, como es el caso de los precios de exportación y su impacto en la recaudación del impuesto a la renta o el de la posición en el ciclo económico y su efecto en la recaudación tributaria. Adicionalmente, el **impulso fiscal ponderado** considera los efectos multiplicadores de los cambios en los componentes estructurales de los ingresos fiscales, gastos corrientes y gastos de capital, para obtener una medición que tome en cuenta la diferencia relativa de los impactos de los cambios en estas tres variables sobre la actividad productiva. Así, en 2019 se observaría una posición contractiva debido al bajo crecimiento de la inversión pública. En 2020 se estima un impulso fiscal ponderado neutral en tanto se mantiene constante el déficit fiscal (2,1 por ciento del PBI).

Gráfico 51
RESULTADO ECONÓMICO ESTRUCTURAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO:
2011- 2020
(Porcentaje del PBI potencial)



Cuadro 33
RESULTADO ESTRUCTURAL E IMPULSO FISCAL
(Porcentaje del PBI potencial)

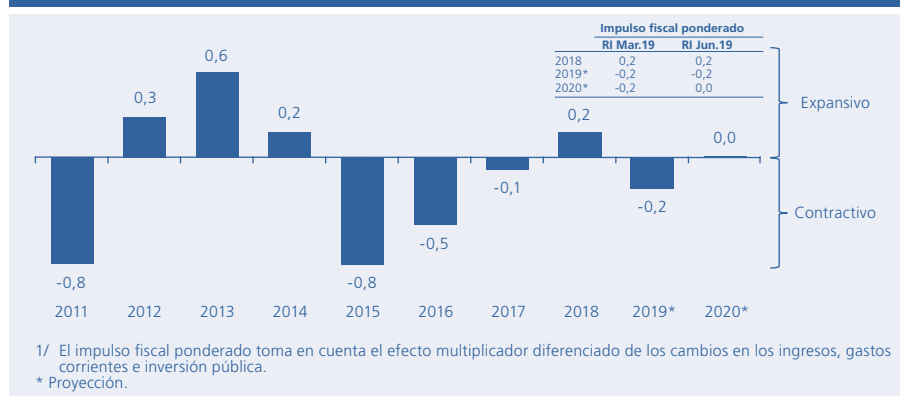
	2017	2018	2019*	2020*
I. Resultado Fiscal Convencional				
1. Ingresos corrientes	17,9	19,1	19,5	19,5
2. Gastos no financieros	-19,8	-20,0	-20,1	-20,0
i. Corriente	-15,1	-15,2	-15,4	-15,3
ii. Capital	-4,7	-4,9	-4,6	-4,6
3. Otros	0,1	0,0	-0,1	-0,1
4. Resultado Primario Convencional	-1,8	-0,9	-0,7	-0,6
II. Resultado Fiscal Estructural				
1. Ingresos corrientes	18,2	19,4	19,6	19,7
2. Gastos no financieros	-19,7	-19,9	-19,9	-19,9
i. Corriente	-15,0	-15,1	-15,3	-15,2
ii. Capital	-4,7	-4,9	-4,6	-4,6
3. Otros	0,1	0,0	-0,1	-0,1
4. Resultado Primario Estructural	-1,4	-0,6	-0,4	-0,3
III. Impulso Fiscal^{1/}	0,1	-0,7	-0,4	0,1
5. Efecto neto de los multiplicadores ^{2/}	-0,2	0,9	0,2	-0,1
IV. Impulso Fiscal Ponderado (IV = III + 5)	-0,1	0,2	-0,2	0,0

1/ En 2017, 2018 y 2019, incluye el impacto de ingresos temporales como la repatriación de activos, pago de impuestos, multas y otros conceptos que son de carácter transitorio, y que son excluidos de los ingresos estructurales.

2/ Multiplicadores: Si brecha del PBI es negativa: ingresos -0,25, gastos corriente 0,93, gasto de capital 1,42. Si brecha del PBI es positiva: Ingresos 0, gasto corriente 0,28, capital 0,73.

* Proyección.

Gráfico 52
IMPULSO FISCAL PONDERADO^{1/}
(Porcentaje del PBI potencial)

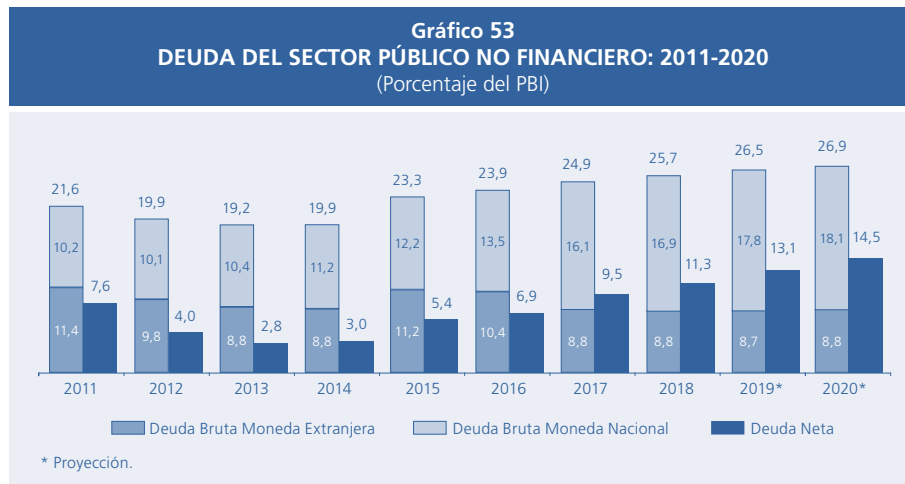


46. La deuda pública neta de depósitos del sector público se ubicaría en 14,5 por ciento del PBI para el final del horizonte de proyección, mientras que para finales de 2019 se espera que se ubique en 13,1 por ciento. En términos brutos la deuda nacional

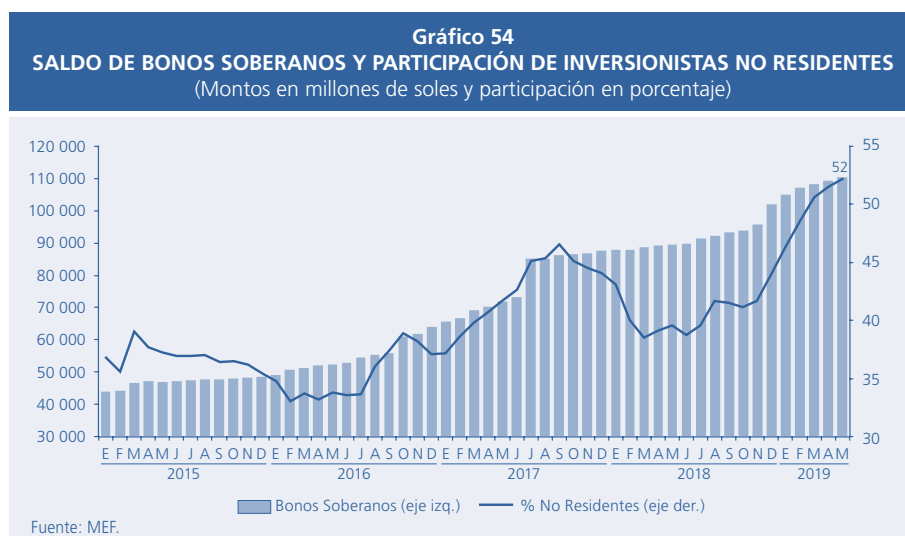




se ubicaría en 26,5 y 26,9 por ciento para 2019 y 2020, respectivamente. Resalta la mayor relevancia de la deuda en moneda nacional en la composición de la deuda en los últimos años.



47. El saldo de **bonos soberanos** asciende a S/ 110 355 millones a mayo de 2019, monto superior en S/ 2 082 millones al saldo registrado a fines del primer trimestre del año. Por el lado de la demanda, la participación de los inversionistas no residentes fue de 52 por ciento sobre el saldo de bonos, así sus tenencias se incrementaron de S/ 54 856 millones en marzo de 2019 a S/ 57 679 millones en mayo.



48. Con respecto al Reporte de Marzo se incrementa la proyección de Requerimiento de Financiamiento Bruto para 2019 por la revisión al alza en el pago de

amortizaciones, debido a la operación de administración de deuda del mes de junio. Esta operación implicó una amortización de S/ 6 077 millones por el bono soberano y por los bonos globales (ver Recuadro 5). Esta amortización se financió con la emisión de un nuevo bono soberano por S/ 5 828 millones y de un nuevo bono global (BG2030) por US\$ 750 millones, lo que se refleja en los mayores desembolsos reportados respecto al Reporte anterior.

Se espera una reducción en el requerimiento de financiamiento para 2020 (S/ 20 470 millones) por menores amortizaciones. El menor pago por amortizaciones en 2020 refleja el efecto de las operaciones de administración de deuda del presente año.

Cuadro 34
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	2018	2019*		2020*		
		I Trim.	RI Mar.19	RI Jun.19	RI Mar.19	RI Jun.19
I. USOS	28 425	-2 183	23 918	28 887	21 148	20 470
1. Amortización	11 488	4 162	5 382	12 821	3 715	3 134
a. Externa	4 222	673	2 293	3 684	992	991
b. Interna	7 266	9 137	3 089	9 137	2 724	2 144
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	1 171	211	695	856	550	550
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	16 938	-6 346	18 535	16 065	17 433	17 336
II. FUENTES	28 425	-2 183	23 918	28 887	21 148	20 470
1. Desembolsos y otros	25 630	11 948	25 471	31 914	16 271	18 352
2. Variación de depósitos y otros ^{1/}	2 795	-14 132	-1 554	-3 027	4 877	2 118

1/ Signo positivo indica reducción de depósitos.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.





Recuadro 4 MODIFICACIONES EN EL IMPUESTO SELECTIVO AL CONSUMO (ISC)

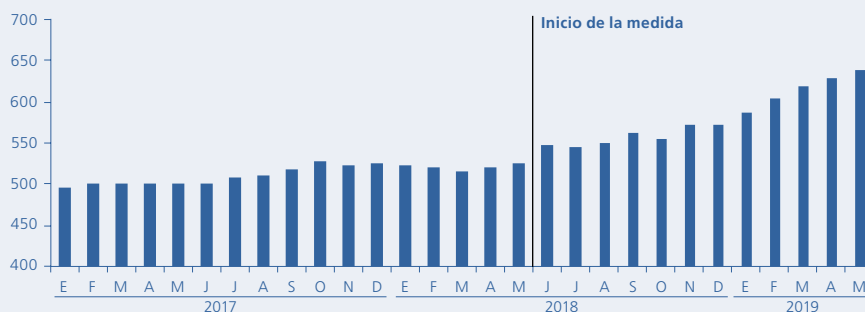
En mayo de 2018 se elevó la carga sobre los combustibles, vehículos, bebidas alcohólicas, azucaradas y tabaco. El siguiente cuadro resume los principales cambios en la estructura del impuesto:

PRINCIPALES CAMBIOS EN EL ISC			
	Previo	Reforma 2018	Reforma 2019
Vehículos nuevos a gasolina			
<i>Livianos</i>			
Hasta 1 400cc			5%
De 1 400cc a 1 500cc	0%	10%	7,50%
De 1 500 a más			10%
Convertidos a gas			0%
<i>Motocicletas</i>			
Hasta 125cc	0%	10%	5%
Más de 125cc			10%
Vehículos nuevos a Diésel			
Livianos	10%	20%	Sin cambios
Otros Vehículos nuevos			
Híbridos a gas y eléctricos y Pick-Ups	10%	0%	Sin Cambios
Vehículos usados			
Híbridos y eléctricos (incluye motos)	0%	10%	40%
Resto	30%	40%	
Cerveza (el impuesto es por litro. PVP= Precios de Venta al Público sin IGV)			
De 0° a 6°	max(S/ 1,25; 30% PVP)	max(S/ 1,25; 35% PVP)	S/ 2,25 por litro
De 6° a 12°	max(S/ 2,50; 25% PVP)	max(S/ 2,50; 25% PVP)	
Bebidas alcohólicas distintas a cerveza			
De 0° a 6°	max(S/ 1,25; 30% PVP)	max(S/ 1,25; 35% PVP)	max(S/ 1,25; 20% PVP)
De 6° a 12°	max(S/ 2,50; 25% PVP)	max(S/ 2,50; 25% PVP)	
De 12° a 20°	max(S/ 2,70; 30% PVP)	max(S/ 2,70; 30% PVP)	Sin cambios
Más de 20°	max(S/ 3,40; 25% PVP)	max(S/ 3,40; 40% PVP)	
Bebidas no Alcohólicas			
Hasta 0,5 g/100ml de Azúcar		17%	12%
de 0,5 g/100ml a 6 g/100ml de Azúcar	17%	17%	17%
Más de 6 g/100ml de Azúcar		25%	25%
Productos del Tabaco			
Cigarrillos de tabaco rubio/negro	S/ 0,18 por unidad	S/ 0,27 por unidad	Sin cambios
Demás cigarrillos y sucedáneos	50% al valor	50% al valor	
Productos del tabaco calentado	Sin gravar	Sin gravar	S/ 0,27 por unidad
Los demás productos de tabaco*			50% al valor
Principales Combustibles			
	Previo	Reforma 2018	Reforma 2019
Diesel B5 (S-50)	S/ 1,10 por galón	S/ 1,49 por galón	Sin cambios
Promedio gasoholes	S/ 0,95 por galón	S/ 1,19 por galón	

* De la Subpartida Nacional 2403.99.00.00.

Luego de esta reforma, la recaudación mensual anualizada del ISC aumentó 21 por ciento, pasando de S/ 526 millones en mayo de 2018, a S/ 638 millones en mayo de 2019.

IMPUESTO SELECTIVO AL CONSUMO
(Millones de soles, promedio móvil 12 meses)



Recientemente, el gobierno ha aprobado el D.S. 181-2019-EF que modifica el ISC sobre los vehículos, bebidas y tabaco. Las proyecciones fiscales de este Reporte contienen el impacto estimado de estas medidas, equivalente a S/ 530 millones anuales. El impacto más importante es sobre la cerveza al pasar de un esquema mixto a una tasa específica.

Vehículos

Se ha reducido la tasa aplicable a los **vehículos nuevos a gasolina⁶ de baja cilindrada**. Así, aquellas unidades con motores menores a 1 400 centímetros cúbicos (cm³) pagarán 5 por ciento, las que posean motores entre 1 400 y 1 500 cm³, 7,5 por ciento; mientras que se mantiene la tasa de 10 por ciento para los vehículos con motores más grandes, tasa que aplicaba desde junio de 2018 sobre todos los vehículos nuevos. Asimismo, se establece que aquellas unidades que utilicen gas y gasohol, o gas y diésel no pagarán ISC. Las motocicletas nuevas también recibirán una reducción en el impuesto de acuerdo al tamaño de su motor.

La reducción del ISC a los vehículos nuevos de menor cilindrada y que usan gas apoyaría un mercado que se vio afectado por la reforma del ISC de mayo de 2018 que aumentó de 0 a 10 por ciento el impuesto sobre los autos nuevos. En el caso de los **vehículos usados**, el MEF unificó en 40 por ciento la tasa sobre estos bienes. Con ello, el gravamen sobre los vehículos híbridos usados (que utilizan electricidad y combustibles fósiles) pasó de 10 a 40 por ciento.

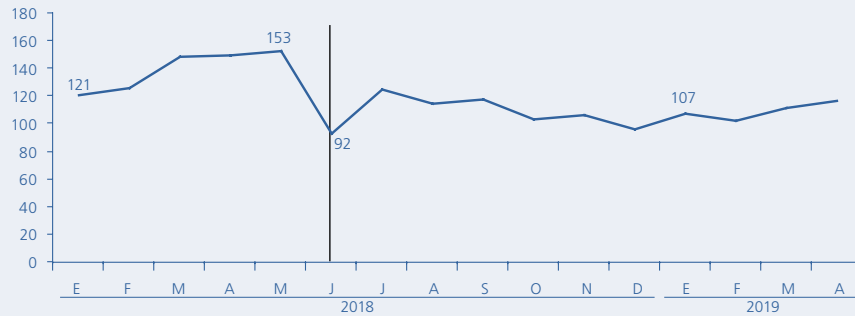
Luego de la modificación tributaria del año pasado, las importaciones de automóviles se redujeron. Así, en el periodo enero-abril de 2019 el valor de las importaciones de vehículos se redujo en 20 por ciento con respecto al mismo periodo de 2018.

6 Los vehículos nuevos a Diésel mantienen la tasa de 20 por ciento.





IMPORTACIONES DE AUTOMÓVILES (FOB millones de US\$)



Bebidas Alcohólicas

La norma excluye a las cervezas del sistema mixto para determinar el impuesto y le asigna un monto específico por litro de S/ 2,25. Asimismo, reduce el componente ad valorem del impuesto sobre las bebidas de bajo contenido de alcohol de 35 a 20 por ciento. Con este cambio el impuesto sobre las bebidas alcohólicas (distintas a la cerveza) muestran tasas crecientes en el grado alcohólico de dichos productos.

El cambio en el ISC sobre las cervezas aumentaría el gravamen sobre variedades de menor valor, las cuales habrían estado pagando S/ 1,25 en el sistema mixto que se ha eliminado y pasarán a pagar S/ 2,25 por litro. Las cervezas de mayor contenido alcohólico, como las artesanales, podrían verse beneficiadas, pues dado su mayor valor, pasarían de pagar S/ 2,50 o más por litro a pagar S/ 2,25 por litro.

Cabe indicar que con este cambio el impuesto que se aplica sobre las cervezas se adecúa a la normativa emitida por la Comunidad Andina (CAN) como la Decisión 600. Dicha decisión de la CAN considera que en el caso de impuestos del tipo selectivo al consumo, aplicados mediante tarifas ad valorem, la base del impuesto (el precio del producto) no debería incorporar los impuestos al valor agregado ni los propios impuestos selectivos.

Bebidas no Alcohólicas

Se ha reducido el impuesto de 17 a 12 por ciento para las bebidas no alcohólicas con contenido de azúcar menor a 0,5g/100 ml, y se han mantenido las tasas para productos con mayor contenido de azúcar.

Indexación del ISC Específico

De otro lado, se ha establecido (R.M. 234-2019-EF/15) que a partir de enero de 2020 los montos específicos del ISC se ajustarán anualmente de acuerdo a la variación del IPC, si este se hubiera incrementado en más de 1 por ciento. Estos ajustes se llevarán a cabo dentro de los primeros 10 días del mes de enero de cada año. Cabe indicar que actualmente se encuentran sujetos al sistema específico los combustibles, las cervezas, productos del tabaco y las bebidas alcohólicas.

Recuadro 5 OPERACIÓN DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA DE JUNIO DE 2019

El 13 de junio de 2019 el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) anunció la realización de una operación de administración de intercambio y/o recompra de bonos globales (BG) en US dólares (con vencimientos en los años 2025, 2027, 2033 y 2037) y en euros (con vencimientos en los años 2026 y 2030), y de un bono soberano (BTP) con vencimiento en el año 2023.

Esta operación fue financiada con la emisión de un nuevo BG en US dólares con vencimiento en el año 2030 (primera emisión de este tipo luego de 3 años cuando se colocó bonos en euros) y de un nuevo BTP con vencimiento en el año 2034.

El MEF emitió S/ 5 828 millones del BTP 2034 a una tasa cupón de 5,4 por ciento y US\$ 750 millones del BG 2030 a una tasa cupón de 2,84 por ciento. El *spread* del BG 2030 respecto al bono del Tesoro Americano ascendió a 75 puntos básicos, mientras que el *spread* del BTP 2034 respecto al bono del Tesoro Americano equivalente ascendió a 289 puntos básicos, siendo en ambos casos los menores *spread* históricos.

Se registró una fuerte demanda por los bonos emitidos: S/ 20 mil millones por el BTP 2034 y US\$ 4 mil millones por el BG 2030.

EMISIÓN DEL BTP 2034 Y BG 2030

CARACTERÍSTICAS	BTP 2034	BG 2030
Fecha de subasta	13/jun/2019	13/jun/2019
Fecha de emisión	20/jun/2019	20/jun/2019
Fecha de vencimiento	12/ago/2034	20/jun/2030
Tasa cupón	5,40%	2,84%
Monto emitido	S/ 5 828 Millones	US\$ 750 Millones
Precio	99,89%	100,00%
Tasa de rendimiento	5,40%	2,84%

Fuente: MEF y BVL.

Los recursos obtenidos por la emisión del BTP 2034 (S/ 5 828 millones) permitieron:

- i) Intercambiar S/ 4 110 millones del BTP 2023, con la emisión de S/ 4 390 millones.
- ii) Intercambiar US\$ 88 millones de BG en US dólares con la emisión de S/ 382 millones.
- iii) Prefinanciar el servicio de deuda del año 2020 por un monto de S/ 1 056 millones, compuesto en moneda nacional (S/ 140 millones) y moneda extranjera (US\$ 275 millones, equivalente a S/ 916 millones).

Por su parte, la emisión del BG 2034 (US\$ 750 millones) permitió:

- i) Recomprar BG en US dólares por US\$ 318 millones y BG en euros por € 4 millones, con la emisión de US\$ 392 millones.





ii) Prefinanciar el servicio de deuda del año 2020 por un monto de US\$ 358 millones.

RESULTADOS DE LA OPERACIÓN DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA - JUNIO 2019

Bonos ofertados	CONDICIONES DE BONOS			INTERCAMBIO ^{2/}		RECOMPRA ^{3/}	
	Saldo ^{1/}	Precio	Cupón	Canje	BTP 2034	Retiro	BG 2030
Bono Soberano							
BTP 2023	5 887	106,82%	5,20%	4 110	4 390	0	0
Bonos Globales en US\$							
BG 2025	1 793	126,93%	7,35%	36	153	110	140
BG 2027	1 250	111,10%	4,13%	16	60	172	191
BG 2033	2 188	159,64%	8,75%	10	51	27	43
BG 2037	1 165	139,17%	6,55%	25	118	9	13
Bonos Globales en €							
BG 2026	1 100	113,34%	2,75%	0	0	3	3
BG 2030	1 000	124,11%	3,75%	0	0	2	2
TOTAL S/	5 887			4 110	4 772	0	
TOTAL US\$	6 396			88		318	392
TOTAL €	2 100			0		4	

1/ Al 31 de mayo de 2019.

2/ Los montos canjeados o intercambiados están expresados en su moneda de origen, mientras que los montos emitidos del bono soberano (BTP 2034) se expresan en soles.

3/ Los montos retirados están expresados en su moneda de origen, mientras que los montos emitidos del bono global (BG 2030) se expresan en US dólares.

El impacto de la operación es un incremento de S/ 1 718 millones en el saldo de los BTP, de lo cuales, S/ 662 millones son por la operación de intercambio del BTP 2023 y bonos globales en US dólares y S/ 1 056 millones por prefinanciamiento. Otro impacto de la operación fue un aumento de US\$ 339 millones en el saldo de los BG. De este último US\$ 358 millones son por prefinanciamiento, recompra de BG en dólares y euros con la emisión del BG 2030 (US\$ 69 millones) y la reducción del BTP 2034 (US\$ 88 millones por el intercambio).

PERÚ: RENDIMIENTO DEL BTP A 10 AÑOS



Fuente: MEF.

Por efecto de la operación, se estima que la vida media de los BTP y BG aumentaría de 12,6 años a fines de mayo a 12,9 años, lo que implica una mejora del perfil de la deuda y un menor

riesgo de refinanciación de la misma. Sin embargo, se reduciría la profundidad del mercado de corto plazo de los títulos en moneda nacional.

EFFECTOS DE LA OAD SOBRE EL SALDO DE BTP A TASA FIJA^{1/}
(Millones de soles)

Denominación	Años	19/jun/2019		20/jun/2019		Variación saldo	Variación %
		PRE-OAD	%	POST-OAD	%		
SALDO BTP		106 416	100,0	108 134	100,0	1 718	0
BTP 2020	1	644	0,6	644	0,6	0	0,0
BTP 2023 ^{2/}	4	5 887	5,5	1 777	1,6	-4 110	-3,9
BTP 2024	5	11 543	10,8	11 543	10,7	0	-0,2
BTP 2026A	7	116	0,1	116	0,1	0	0,0
BTP 2026	7	12 515	11,8	12 515	11,6	0	-0,2
BTP 2028	9	14 471	13,6	14 471	13,4	0	-0,2
BTP 2029E	10	13 855	13,0	13 855	12,8	0	-0,2
BTP 2031	12	14 292	13,4	14 292	13,2	0	-0,2
BTP 2032	13	13 382	12,6	13 382	12,4	0	-0,2
BTP 2034 ^{3/}	15	0	0,0	5 828	5,4	5 828	5,4
BTP 2037	18	12 965	12,2	12 965	12,0	0	-0,2
BTP 2042	23	4 443	4,2	4 443	4,1	0	-0,1
BTP 2055	36	2 272	2,1	2 272	2,1	0	0,0

1/ Al 31 de diciembre de 2018.

2/ Bono soberano intercambiado en la Operación de Administración de Deuda.

3/ Bono soberano emitido en la Operación de Administración de Deuda.

Fuente: MEF.





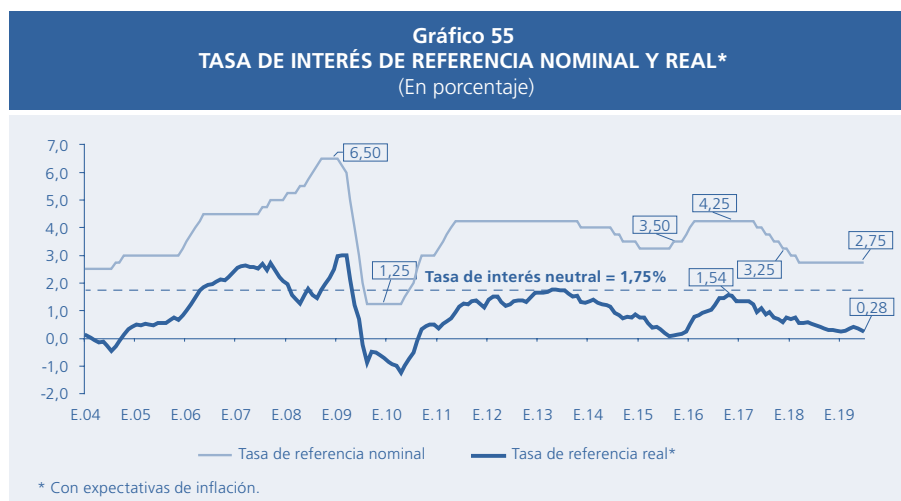
V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

49. Las acciones de **política monetaria** del BCRP continuaron orientadas a mantener una posición expansiva con el objetivo de garantizar que la inflación y sus expectativas se mantengan dentro del rango meta, en un contexto en el que la actividad económica continuó ubicándose por debajo de su nivel potencial, y en el que se observó una mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

En este contexto, el Directorio del BCRP acordó en junio mantener la **tasa de interés de referencia** en 2,75 por ciento y reiteró en su comunicado que *“considera apropiado mantener la posición expansiva de la política monetaria en tanto las expectativas de inflación permanezcan ancladas en un entorno en el que el nivel de actividad económica se encuentre debajo de su potencial”*. Asimismo, desde mayo se ha enfatizado el débil desempeño de la actividad primaria, por factores transitorios que se esperan se reviertan en el segundo semestre.

Como resultado de estas acciones de política monetaria, la tasa de interés de referencia real se ubicó alrededor de 0,3 por ciento en este periodo, por debajo de su nivel neutral, estimado en 1,75 por ciento. Esta posición expansiva de política monetaria es consistente con una tasa de inflación que se ubica alrededor de 2,0 por ciento y una brecha del producto que se cerraría en el horizonte de proyección aunque de un modo más gradual que el anticipado en el Reporte de Inflación de marzo.



50. La decisión de mantener una posición expansiva de política monetaria tomó en cuenta los siguientes factores:
- i. Entre marzo y junio de 2019, la **tasa de inflación interanual y los indicadores de tendencia inflacionaria** se ubicaron dentro del rango meta. Así, la tasa de inflación pasó de 2,0 por ciento en febrero a 2,3 por ciento en junio. Este resultado se explica principalmente por factores puntuales como el alza de matrículas y pensiones de enseñanza en marzo.
 - ii. Las **expectativas de inflación** se ubicaron dentro del rango meta.
 - iii. Los **indicadores de la actividad económica** primaria muestran un desempeño negativo como consecuencia de choques transitorios de oferta, mientras que la actividad no primaria registra signos de moderado dinamismo debido principalmente a una menor ejecución de la inversión pública, lo que se espera se revierta en el segundo semestre.
 - iv. Se mantienen los riesgos con respecto a la **actividad económica mundial**, y en las últimas semanas se ha observado una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales por la intensificación de las tensiones comerciales, antes de la reunión de jefes de estado del G-20.

Operaciones Monetarias

51. Las **operaciones del Banco Central** se orientaron a mantener niveles adecuados de liquidez. Para ello, frente a la mayor acumulación de depósitos del sector público en el BCRP como reflejo del periodo de regularización del impuesto a la renta, de la colocación de bonos del Tesoro Público y de la menor ejecución del gasto público, entre





marzo y junio se continuaron realizando operaciones de inyección de Repo (de valores y de monedas) a plazos de hasta 1 año. Con ello, el saldo de operaciones de reporte pasó de S/ 14 253 millones en febrero a S/ 20 025 millones a fines de junio de 2019.

Cuadro 35
SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP

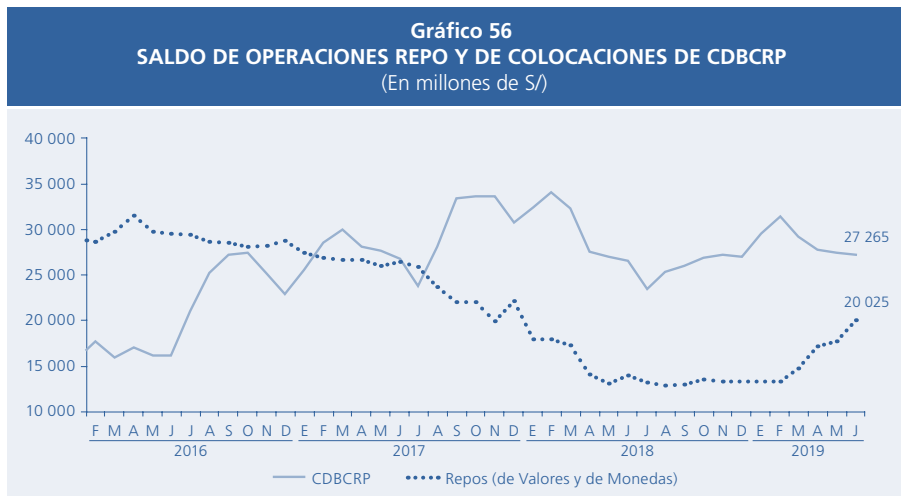
	Saldos (Millones S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Dic.18	Mar.19	Jun.19
Esterilización Monetaria						
1. CDBCRP	27 061	29 226	27 265	2,70	2,75	2,74
2. Depósitos <i>overnight</i>	1 802	1 926	2 835	1,50	1,50	1,50
Inyección Monetaria						
3. Repos de Monedas	7 358	8 153	11 450	3,80	4,09	3,93
4. Repos de Valores	5 950	6 100	8 575	3,95	3,96	3,80
5. Subastas de fondos del Tesoro Público	4 000	4 700	4 100	4,22	4,25	4,31

52. Como resultado, el saldo de las operaciones de reporte se incrementó a 8,4 por ciento de los activos netos del BCRP de 6,6 por ciento en marzo, mientras que el saldo de instrumentos de esterilización del BCRP pasó a 12,7 por ciento a fines de junio 2019 de 13,9 por ciento en marzo. Por su parte, los depósitos del sector público aumentaron su participación en los pasivos netos del BCRP a 33,8 por ciento de 32,4 por ciento en marzo 2019; manteniéndose como el pasivo más importante del BCRP.

Cuadro 36
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP*
(Como porcentaje de los Activos Netos)

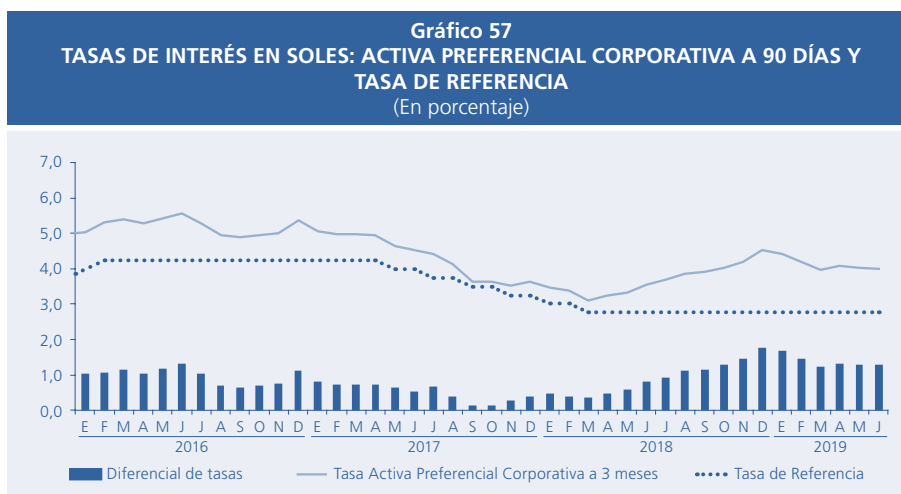
	Dic.18	Mar.19	Jun.19
I. Activos netos	100	100	100
Reservas Internacionales Netas	93,8	93,4	91,6
	(US\$ 60 121 mills.)	(US\$ 63 091 mills.)	(US\$ 66 512 mills.)
Repos	6,2	6,6	8,4
II. Pasivos netos	100	100	100
1. Depósitos totales del Sector Público	31,3	32,4	33,8
En moneda nacional	18,5	19,9	21,7
En moneda extranjera	12,8	12,5	12,1
2. Depósitos totales del sistema financiero	25,6	26,4	28,4
En moneda nacional	5,3	4,9	4,8
En moneda extranjera	20,3	21,6	23,6
3. Instrumentos del BCRP	13,4	13,9	12,7
CD BCRP	12,6	13,0	11,5
CDLD BCRP	0,0	0,0	0,0
CDR BCRP	0,0	0,0	0,0
Depósitos a Plazo	0,0	0,0	0,0
Depósitos <i>overnight</i> y a plazo	0,8	0,9	1,2
4. Circulante	22,9	20,9	19,3
5. Otros*	6,8	6,4	5,8

* Incluye patrimonio y otras cuentas del balance del BCRP.



Tasas de interés

53. Las **tasas de interés** del mercado monetario presentaron una tendencia descendente en el segundo trimestre de 2019. Así, mientras que la tasa interbancaria se ubicó en su nivel de referencia, las tasas activas y pasivas preferenciales a plazos mayores a 180 días disminuyeron en promedio 7 y 10 puntos básicos, respectivamente. De forma similar, las tasas de depósitos a plazos mayores a 30 días descendieron en promedio 17 puntos básicos entre marzo y junio. Entre los factores que explican la reciente evolución en las tasas de interés se encuentran la mayor disponibilidad de liquidez de las empresas bancarias producto de las operaciones de inyección de liquidez del BCRP, y la expectativa del mercado de una reversión más gradual del estímulo monetario.





Cuadro 37
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(En porcentaje)

		Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	2,7	2,9	2,7	3,1	2,6	2,9
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	3,0	2,8	3,4	4,0	3,6	3,4
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,2	3,3	3,6	4,2	4,1	3,9
Activas	Preferencial Corporativa 90 días	3,1	3,6	3,9	4,5	4,0	4,0
	Corporativos	3,8	4,3	4,3	4,9	4,7	4,5
	Grandes Empresas	6,4	6,3	6,2	6,4	6,5	6,3
	Medianas Empresas	9,8	9,3	10,3	9,8	10,3	9,9
	Pequeñas Empresas	19,8	19,1	19,1	18,5	18,5	18,8
	Consumo	43,9	41,7	41,1	44,9	40,8	41,1
	Hipotecario	7,4	7,3	7,5	7,6	7,9	7,7

Fuente: SBS.

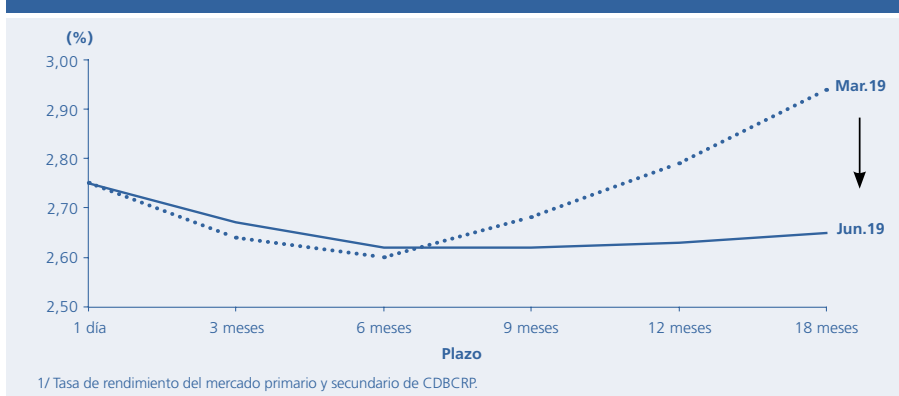
Cuadro 38
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS:
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA AL CIERRE DEL AÑO

	31 de mar.	30 de abr.	31 de may.	28 de jun.
Sistema Financiero				
2019	2,75	2,75	2,75	2,75
2020	3,00	3,00	3,00	2,75
Analistas Económicos				
2019	2,75	2,75	2,75	2,75
2020	3,00	3,25	3,00	2,75

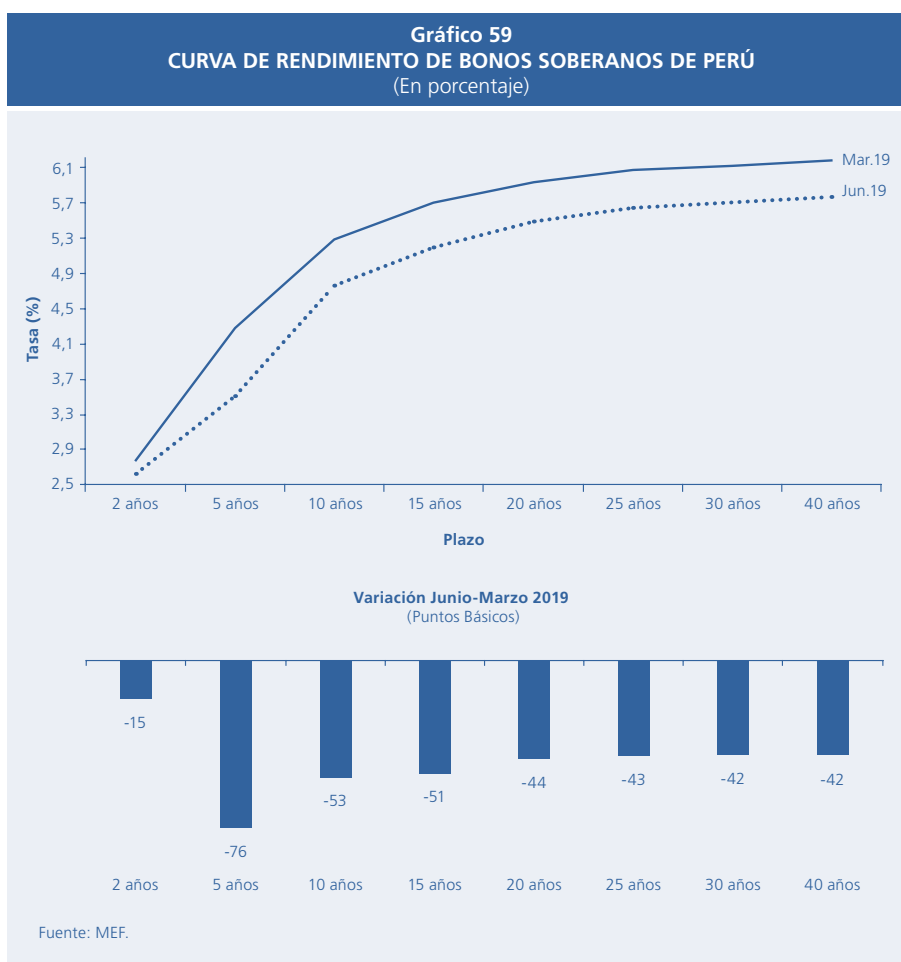
La encuesta se realizó en las fechas señaladas en los títulos.
Fuente: BCRP.

54. La **curva de rendimiento** de **CDBCRP** a plazos entre 3 y 12 meses disminuyó en promedio 9 puntos básicos entre marzo y junio de 2019, principalmente por la mayor demanda por valores de alta calidad por parte de la banca y ante la expectativa de una reversión más gradual del estímulo monetario del BCRP.

Gráfico 58
CURVA DE RENDIMIENTO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL^{1/}



55. De manera similar, las tasas de interés de los **bonos soberanos** disminuyeron en promedio 64 puntos básicos en junio respecto al primer trimestre de 2019; la expectativa que la Reserva Federal reduzca su tasa de interés de política monetaria en el corto plazo, junto a la reciente emisión de bonos soberanos y globales en el mercado internacional, favoreció el desempeño de los bonos peruanos. Cabe señalar que, la demanda de los inversionistas no residentes por los bonos peruanos aumentó entre marzo y junio 2019 en S/ 5 823 millones.



56. Las tasas de interés en dólares también se redujeron, influenciadas por la tendencia descendente de las tasas de interés del mercado monetario internacional. Así, la tasa interbancaria se mantuvo en 2,50 por ciento entre marzo y junio de 2019; mientras que las tasas preferenciales corporativas a 90 días, tanto activas como pasivas, disminuyeron en 14 y 7 puntos básicos, respectivamente. En el caso de las tasas de interés en moneda extranjera en el mercado de créditos, éstas se redujeron en promedio 20 puntos básicos.



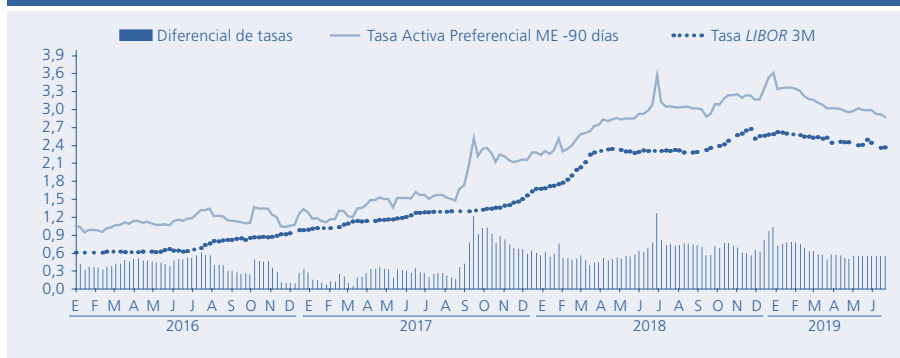


Cuadro 39
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA
(En porcentaje)

		Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	1,2	1,3	1,4	1,9	1,9	1,7
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,4	1,6	1,7	2,0	2,1	2,0
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,1	1,5	1,3	1,9	2,1	1,9
Activas	Preferencial Corporativa 90 días	2,8	3,1	3,0	3,6	3,1	2,9
	Corporativos	3,0	3,4	3,7	4,0	3,7	3,6
	Grandes Empresas	5,1	5,1	5,4	5,5	5,4	5,6
	Medianas Empresas	6,7	7,1	7,3	6,9	7,4	6,8
	Pequeñas Empresas	10,1	10,2	9,9	9,9	10,1	9,9
	Consumo	34,1	33,9	34,8	36,1	35,4	35,2
	Hipotecario	5,9	5,8	6,1	6,1	6,3	5,9

Fuente: SBS.

Gráfico 60
TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS Y TASA LIBOR A 3 MESES
(En porcentaje)



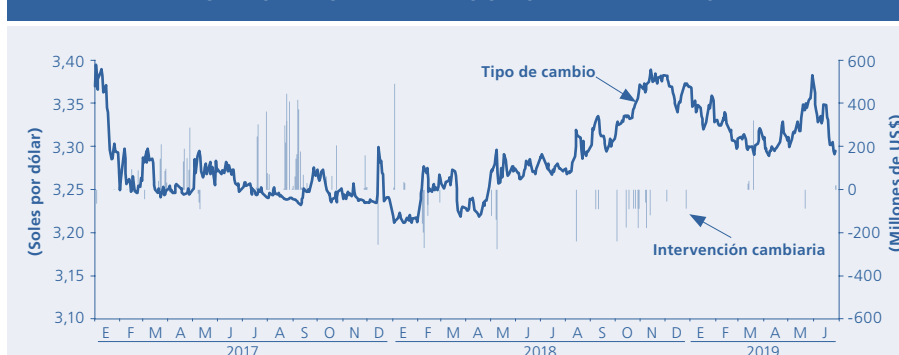
Mercado cambiario

57. En el caso del **sol**, entre marzo y junio de 2019 éste se apreció 0,7 por ciento, pasando de S/ 3,319 a S/ 3,295 por dólar. Con ello, la moneda local registra una apreciación acumulada de 2,2 por ciento en lo que va del año. Esta evolución reciente del tipo de cambio se explica principalmente por las expectativas de una reducción de la tasa de interés de la Reserva Federal, en un contexto de moderación del crecimiento de la actividad económica mundial, asociada a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. En cuanto a las acciones del Banco Central en el mercado cambiario, se ha intervenido en cinco oportunidades en el presente año. En particular, entre marzo y junio se compraron dólares por un total de US\$ 405 millones en la mesa de negociación, y se colocaron *Swaps* Cambiario Venta por US\$ 90 millones en mayo ante la mayor volatilidad cambiaria, lo que estuvo asociado al contexto internacional previamente mencionado.

Cuadro 40
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP

Días de negociación	Número de días de intervención				Porcentaje de días con intervención		Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var.% anualizada)
	Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total (spot y/o colocación)	Intervención			
				Spot	Instrumentos		
2017	249	55	23	63	22%	10%	4,5%
2018	245	4	27	30	2%	11%	3,4%
2019*	125	4	1	5	3%	4%	3,7%

* Al 28 de junio.

Gráfico 61
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP^{1/}


1/ Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado spot y colocaciones de CDLD BCRP, CDR BCRP y swaps cambiarios.

58. Con respecto a los flujos en el mercado cambiario local, entre marzo y junio de 2019, la oferta neta de dólares del sector no financiero (US\$ 1 524 millones) se compensó con la demanda del sector financiero (US\$ 1 209 millones) y la intervención del BCRP en el mercado cambiario (US\$ 315 millones). Los inversionistas no residentes destacaron como ofertantes en el mercado spot (US\$ 1 743 millones), mientras las AFP demandaron dólares en los mercados spot y de derivados.

Cuadro 41
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO*
 (Millones de US\$)

	Marzo-Junio 2019		
	Spot	Derivados	Total
Sector Financiero (1)	274	-1 483	-1 209
1. AFP	-1 276	-313	-1 589
2. No residentes	1 743	-1 170	573
3. Entidades Financieras	-193	0	-193
Intervención cambiaria del BCRP (2)	-405	90	-315
Sector no Financiero (3)	1 695	-171	1 524
Flujo Neto total (1)+(2)+(3)	1 564	-1 564	0

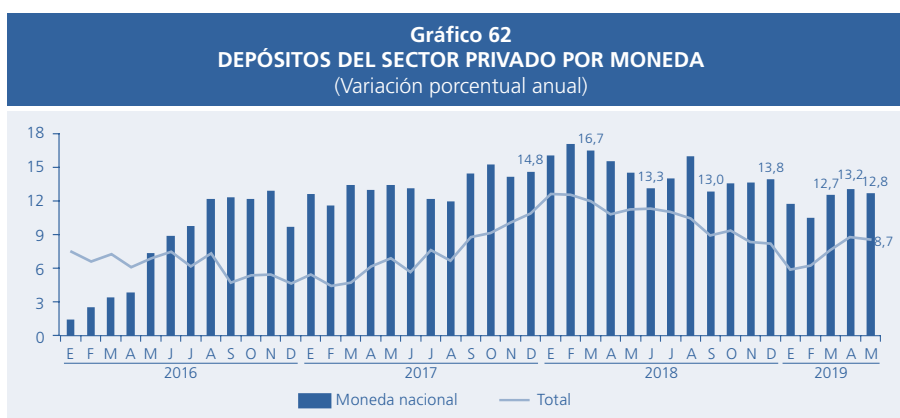
* Positivo (negativo) indica oferta (demanda).





Liquidez

59. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue 8,7 por ciento en mayo. Por monedas, los depósitos en soles crecieron 12,8 por ciento interanual, mientras que los depósitos en dólares crecieron en 2,4 por ciento, reflejando una mayor preferencia del público por el ahorro en moneda nacional, en un contexto de apreciación del sol registrada en los primeros meses del año.



Cuadro 42
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO^{1/}
(Porcentajes)

	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	May.19
Depósitos de personas	35,0	34,4	33,7	32,5	31,7	32,0
Vista	48,5	50,3	47,9	46,3	45,3	46,5
Ahorro	38,5	38,3	36,9	35,5	35,7	35,6
Plazo	30,5	29,5	29,5	29,4	28,7	28,0
CTS	27,7	26,1	26,1	24,4	24,6	23,4
Depósitos de empresas	49,3	50,1	48,7	47,2	46,1	47,7
Vista	46,3	48,0	45,6	44,1	43,1	44,6
Ahorro	60,9	55,5	74,6	45,4	57,6	49,2
Plazo	57,9	57,5	56,8	63,9	57,2	58,5
TOTAL	39,9	39,6	38,6	37,3	37,1	37,4

^{1/} Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2018.

Cuadro 43
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO (FIN DE PERIODO)
(Variaciones porcentuales anuales)

	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	May.19	Dic.19*	Dic.20*
Circulante (fin de periodo)	10,8	10,3	8,5	7,9	5,3	4,8	6,0	6,0
Depósitos en moneda nacional	16,7	13,3	13,0	14,1	12,7	12,8	11,8	14,4
Depósitos totales ^{1/}	12,2	11,5	9,0	8,3	7,7	8,7	9,0	11,4
Liquidez en moneda nacional	14,9	12,5	11,8	12,1	11,6	11,1	10,5	12,5
Liquidez total ^{1/}	12,2	11,4	9,2	8,1	7,5	8,2	8,5	10,6
Crédito al sector privado en moneda nacional	7,4	9,3	10,1	11,6	11,7	10,5	10,0	11,2
Crédito al sector privado total^{1/}	7,8	9,1	8,9	8,7	8,4	7,9	8,1	9,0

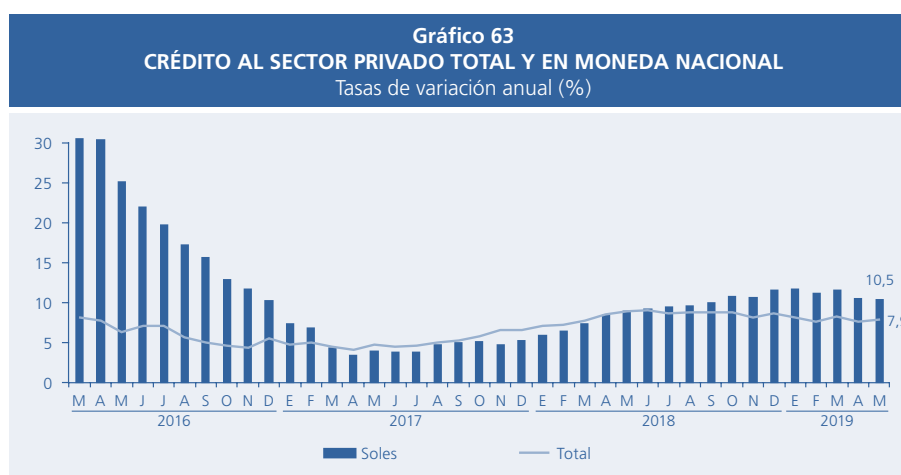
^{1/} Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2018.
* Proyección.

Crédito al sector privado

60. El **crédito al sector privado** creció 7,9 por ciento interanual en mayo. Por segmentos, el crédito a empresas creció 5,9 por ciento, mientras que el crédito a los hogares lo hizo en 11,3 por ciento. En el caso del crédito a personas, el crédito de consumo e hipotecario continúan mostrando un mayor dinamismo (12,9 y 8,9 por ciento de crecimiento, respectivamente). En el caso de los créditos a empresas, los segmentos con mayores tasas de expansión del crédito son corporativos y grandes empresas, así como la pequeña y microempresa (6,4 por ciento de crecimiento en ambos casos).

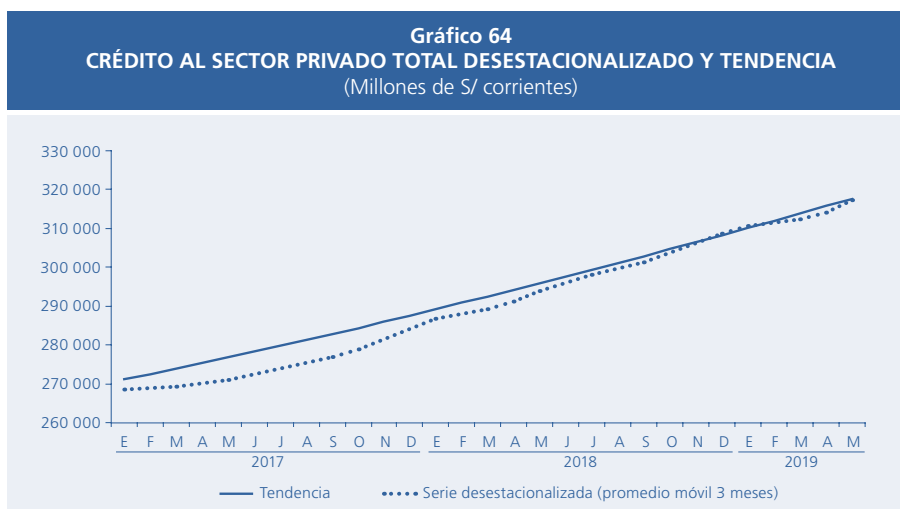
Cuadro 44 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL (Tasas de crecimiento anual)						
	Mar. 18	Jun. 18	Set. 18	Dic. 18	Mar. 19	May. 19
Crédito a empresas	6,7	8,0	7,4	7,1	6,4	5,9
Corporativo y gran empresa	8,1	10,6	9,9	9,1	7,2	6,4
Medianas empresas	1,9	2,4	2,7	3,8	3,9	4,1
Pequeña y microempresa	8,8	8,5	6,9	5,9	7,0	6,4
Crédito a personas	9,7	10,9	11,4	11,4	11,7	11,3
Consumo	10,4	11,9	12,8	13,1	13,5	12,9
Vehiculares	-0,8	-2,9	-1,8	-3,7	2,6	4,1
Tarjetas de crédito	3,8	6,0	8,5	11,9	14,7	14,6
Resto	14,8	16,1	15,9	14,7	13,4	12,5
Hipotecario	8,6	9,4	9,5	9,0	9,1	8,9
TOTAL	7,8	9,1	8,9	8,7	8,4	7,9

61. El crédito en soles continúa creciendo a tasas de dos dígitos, mientras que el crédito en dólares ha moderado su crecimiento por la mayor preferencia por fondeo local y por tasas de interés en soles que permanecieron por debajo de sus promedios históricos. Así, el crédito en soles se expandió 10,5 por ciento, mientras que el de dólares lo hizo en 1,7 por ciento en mayo.





62. Por otro lado, el saldo del crédito total al sector privado continuó evolucionado en línea con su tendencia de largo plazo, consistente con condiciones flexibles en la provisión del crédito.



Cuadro 45
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variación porcentual anual)

	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	May.19
Moneda Nacional	7,4	9,3	10,1	11,6	11,7	10,5
Moneda Extranjera	8,6	8,7	6,0	1,9	0,6	1,7
Total	7,8	9,1	8,9	8,7	8,4	7,9

63. A mayo de 2019, el crédito al sector privado de las sociedades creadoras de depósitos en moneda nacional se incrementó en S/ 21 952 millones en los últimos doce meses. Este incremento se ha financiado principalmente por la mayor captación de depósitos del sector privado (S/ 18 567 millones).

Las entidades financieras realizaron mayores depósitos en el Banco Central (S/ 1 557 millones en fondos de encaje y S/ 3 093 millones en otros depósitos). Ello fue compensado por medio de operaciones de reporte por un monto de S/ 4 484 millones y por el vencimiento de Valores del BCRP (S/ 689 millones). Asimismo, se observa un crecimiento dentro de las subastas de los depósitos del Tesoro Público a cargo del BCRP por S/ 1 400 millones. Este instrumento ha ganado importancia como fuente de financiamiento de manera sostenida desde 2017.

Cuadro 46
FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL^{1/}
 (En millones de soles)

Moneda Nacional	Saldos		Flujos	
	May.19	2018	Acum.2019	May.19/May.18
Crédito al Sector Privado	230 643	23 382	6 384	21 952
1.- Obligaciones Totales	213 181	17 812	3 098	18 423
a.- Privados no financieros	166 155	19 105	3 643	18 488
Depósitos	163 345	19 386	3 597	18 567
Otros valores	2 810	-281	46	-79
b.- Sector público no financiero ^{2/}	20 703	-141	-714	-231
c.- Otras entidades financieras ^{3/}	21 499	-3 133	1 001	-296
d.- No residentes	4 824	1 980	-833	461
2.- Operaciones a cargo del BCRP	-21 666	-1 265	5 199	1 923
a.- Fondos de Encaje	-11 062	-491	305	-1 557
b.- Otros depósitos ^{4/}	-7 965	64	140	-3 093
c.- Valores	-24 450	4 773	189	689
d.- Operaciones de Reporte	17 412	-8 412	4 166	4 484
Valores	6 750	530	800	2 490
Moneda	10 662	-8 942	3 366	1 994
e.- Subastas depósitos del Sector Público	4 400	2 800	400	1 400
3.- Financiamiento al sector Público	-25 314	-3 055	1 328	-608
4.- Resto^{5/}	64 441	9 889	-3 240	2 214

Crédito al sector privado = (1) + (2) + (3) + (4)

1/ Saldos con el signo positivo significan pasivos, flujos con el signo positivo implican fuentes de expansión del crédito al sector privado.

2/ Excluye subastas de depósitos del Tesoro Público y Banco de la Nación a cargo del BCRP.

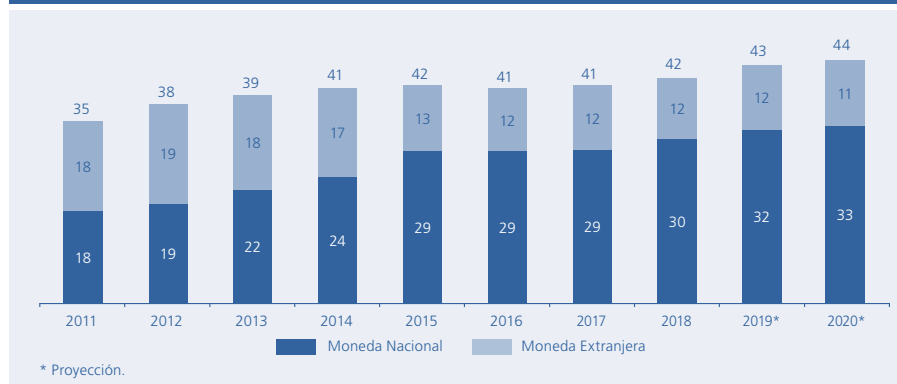
3/ Incluye obligaciones con fondos mutuos, AFPs, COFIDE y Mivivienda.

4/ Incluyen depósitos Overnight, a Plazo y Especiales.

5/ Incluye capital, provisiones, posición de cambio, patrimonio y otros pasivos con signo positivo y otros activos con signo negativo.

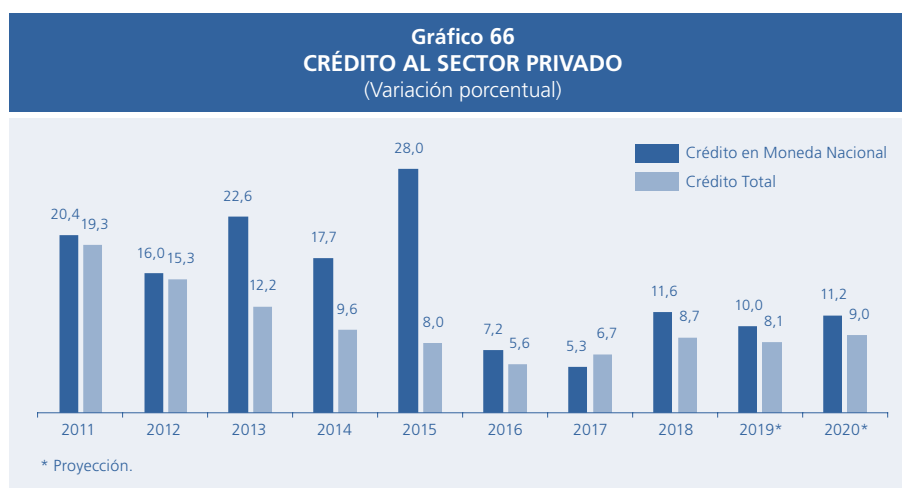
64. Para el horizonte de proyección, se prevé que el **crédito al sector privado** crezca a tasas mayores que el PBI nominal, con lo que su ratio respecto al PBI se incrementaría de 42 por ciento en 2018 a 44 por ciento en 2020. Esta evolución toma en cuenta condiciones monetarias flexibles y la recuperación del ritmo de crecimiento de la demanda interna.

Gráfico 65
RATIO CRÉDITO/PBI
 (Porcentaje)





El crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional para 2019 sería de 10,0 por ciento y 11,2 por ciento para 2020. Así, el crédito total crecería 8,1 por ciento en 2019 y 9,0 por ciento en 2020. Con ello, el ratio de dolarización del crédito continuaría reduciéndose hasta alcanzar un valor de 26 por ciento a fines de 2020.



65. En proyección, la expansión del crédito estaría financiada principalmente a través de las captaciones de depósitos. Asimismo, durante 2019 se proyecta inyectar liquidez mediante operaciones de reporte condicional a la evolución de los agregados monetarios y de manera consistente con la tasa de referencia del BCRP.

Cuadro 47
FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL
(En millones de soles)

	Saldos			Flujos		
	2018	2019*	2020*	2018	2019*	2020*
Crédito al sector Privado	224 258	246 598	274 198	23 382	22 339	27 600
1. Obligaciones Totales ^{1/}	210 084	228 117	258 007	17 812	18 033	29 890
2. Operaciones a cargo del BCRP	-26 865	-26 013	-26 172	-1 265	852	- 159
3. Financiamiento al sector Público	-26 641	-27 591	-33 011	-3 055	- 950	-5 419
4. Resto	67 681	72 085	75 374	9 889	4 404	3 288

^{1/} Incluye depósitos, y en menor medida, valores emitidos.
* Proyección.

66. De manera más amplia, se espera que **el total de financiamiento** al sector privado no financiero (crédito de intermediarios financieros, fondeo del mercado de capitales local y endeudamiento con el exterior) acelere su ritmo de expansión anual desde

4,7 por ciento en 2018 a 6,6 y 7,6 por ciento en 2019 y 2020, respectivamente. Destaca en esta evolución la recuperación del fondeo externo en línea con las expectativas de menores tasas de interés internacionales. En términos relativos, el crédito con mayor dinamismo continuaría siendo el de las sociedades de depósito, que crecerían 8,1 y 9,0 por ciento en 2019 y 2020, respectivamente.

Cuadro 48
FINANCIAMIENTO GLOBAL AL SECTOR PRIVADO^{1/}

	Saldo (Millones de S/)			Variaciones (%)			
	May 19 ^{2/}	2019*	2020*	Dic.18/Dic.17	May.19/May.18	Dic.19/Dic.18	Dic.20/Dic.19
Crédito de sociedades de depósito	319 954	337 721	368 013	8,7	7,9	8,1	9,0
Moneda nacional	230 643	246 598	274 192	11,6	10,5	10,0	11,2
Moneda extranjera (millones de US\$)	26 502	27 040	27 840	1,9	1,7	3,5	3,0
Dolarización (%)	27,9	27,0	25,5				
Crédito de otras soc. financieras	41 791	41 563	43 548	0,2	5,0	5,0	4,8
Moneda nacional	25 727	27 085	31 009	6,8	18,0	16,9	14,5
Moneda extranjera (millones de US\$)	4 767	4 296	3 721	-7,8	-10,8	-11,8	-13,4
Dolarización (%)	38,4	34,8	28,8				
Endeudamiento externo privado	95 207	95 121	98 849	-5,2	-0,6	2,1	3,9
(millones de US\$)	28 251	28 226	29 332	-5,2	-0,6	2,1	3,9
Corto plazo (millones de US\$)	3 845	3 845	3 845	-3,2	-11,8	-5,7	0,0
Mediano y largo plazo (millones de US\$)	24 407	24 381	25 487	-5,5	1,4	3,5	4,5
Soles (millones de soles)	4 809	4 930	5 154	90,8	227,3	235,5	4,5
Dólares (millones de US\$)	22 980	22 918	23 958	-6,4	-2,8	-0,9	4,5
TOTAL	456 953	474 406	510 410	4,7	5,7	6,6	7,6
Moneda nacional	261 179	278 613	310 354	11,4	12,6	11,9	11,4
Moneda extranjera (millones de US\$)	58 093	58 099	59 364	-2,8	-2,2	-0,2	2,2
Dolarización (%)	42,8	41,3	39,2				

1/ Los saldos en dólares se valúan al tipo de cambio de diciembre de 2018.

2/ Información preliminar para el endeudamiento externo privado.

* Proyección.

A mayo de 2019, el financiamiento total al sector privado creció 5,7 por ciento, tasa de crecimiento mayor que la registrada en el año 2018 (4,7 por ciento). El mayor componente de este financiamiento ampliado fue el crédito otorgado por las sociedades creadoras de depósito, cuyo saldo fue S/ 319 954 millones en dicho mes. El segundo mayor componente fue el financiamiento directo obtenido por las empresas desde el exterior, cuyo saldo en el mes fue US\$ 28 251 millones (S/ 95 207 millones). Asimismo, se observa que estas empresas han sustituido su deuda con el sistema financiero por deuda en el mercado externo. Es así que en abril de 2019, se registró la emisión de bonos en moneda nacional por parte de Alicorp (S/ 1 640 millones) y Telefónica (S/ 1 700 millones) y en dólares, Transmataro (US\$ 400 millones) en el mercado externo.

67. El coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 27,9 por ciento en mayo, menor al nivel observado en diciembre (28,2 por ciento). Esta reducción refleja una menor dolarización del crédito a personas, la que se redujo de 10,5 a 9,9 por ciento. La dolarización continuó con su tendencia a la baja en los segmentos de créditos hipotecarios y vehiculares, cuyos porcentajes se encuentran en 15,3 y 14,3 por ciento en mayo, respectivamente.



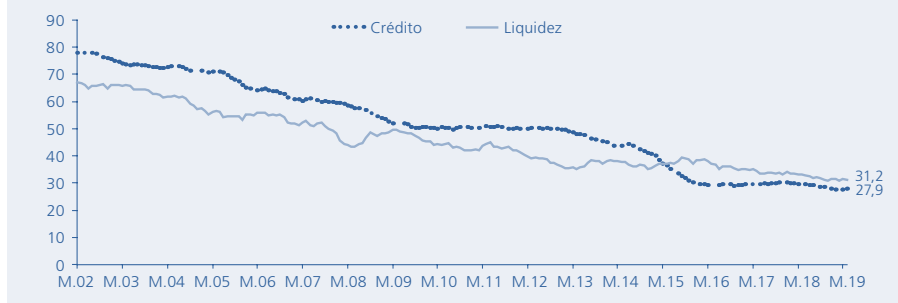


Cuadro 49
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO^{1/}
(Porcentajes)

	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	May.19
Crédito a empresas	40,5	40,5	40,0	39,1	38,7	39,4
Corporativo y gran empresa	54,5	54,4	53,7	52,3	51,7	52,7
Medianas empresas	41,2	41,4	40,5	40,6	40,4	40,9
Pequeña y microempresa	6,7	13,1	13,0	12,4	6,0	5,9
Crédito a personas	11,8	11,4	11,1	10,5	10,1	9,9
Consumo	6,8	6,8	6,7	6,5	6,4	6,4
Vehiculares	18,1	16,4	15,1	14,2	13,6	14,3
Tarjetas de crédito	7,3	7,4	7,5	7,3	7,3	7,5
Resto	6,0	6,0	5,9	5,7	5,5	5,4
Hipotecario	19,1	18,3	17,5	16,6	15,8	15,3
TOTAL	29,7	29,5	29,0	28,2	27,6	27,9

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2018.

Gráfico 67
COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE CRÉDITO Y LIQUIDEZ: 2002-2019
(En porcentaje)



68. El ratio de morosidad del crédito fue 3,52 por ciento en mayo, superior en 0,2 puntos porcentuales respecto al registrado al cierre de 2018 (3,32 por ciento). En particular, la morosidad en los créditos a empresas se incrementó en 0,26 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2018, en tanto que el del crédito a personas se incrementó 0,11 puntos porcentuales.

Cuadro 50
ÍNDICES DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(Porcentajes)

	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	May.19
Crédito a empresas	3,48	3,54	3,62	3,42	3,60	3,68
Corporativo y grandes empresas	0,54	0,57	0,60	0,55	0,61	0,64
Medianas empresas	7,38	7,46	7,75	7,53	8,02	8,23
Micro y pequeñas empresas	7,53	7,75	7,83	7,35	7,44	7,55
Crédito a personas	3,27	3,28	3,15	3,13	3,07	3,24
Consumo	3,60	3,59	3,32	3,21	3,16	3,36
Tarjetas de crédito	4,89	4,84	4,16	3,88	3,87	4,13
Vehicular	6,14	5,59	5,30	4,45	3,92	3,97
Resto	2,60	2,68	2,68	2,70	2,66	2,83
Hipotecario	2,86	2,89	2,92	3,03	2,96	3,07
Promedio	3,40	3,45	3,45	3,32	3,41	3,52

Recuadro 6 DOLARIZACIÓN DE DEPÓSITOS Y CRÉDITOS DE LAS EMPRESAS POR SECTOR ECONÓMICO

A pesar de la importante reducción de la dolarización, particularmente en el segmento de familias, este descalce se mantiene elevado en el segmento de empresas, tanto para créditos cuanto para depósitos. En este recuadro se presenta información en base al Balance Sectorial por Instituciones sobre la dolarización de los depósitos y créditos por sector económico, con el objetivo de identificar los segmentos en donde todavía existe margen para continuar reduciendo la dolarización financiera.

Depósitos

A abril de 2019, los **depósitos de las empresas** en la banca ascienden a S/ 58,9 mil millones (valuadas a tipo de cambio constante de diciembre de 2018 para una mejor comprensión) y representan el 28,7 por ciento del total de depósitos, con una alta participación de depósitos a la vista (78,1 por ciento), que refleja el uso tradicional de los depósitos para realizar sus operaciones, seguido de los depósitos a plazo (16,9 por ciento). Por su tamaño, los sectores económicos que mantienen mayores depósitos en el sistema financiero son servicios y comercio, seguidos de manufactura y minería.

DEPÓSITOS POR SECTOR ECONÓMICO: ABRIL 2019

Sector	MM de S/	Participación %	Estructura			
			Vista	Ahorro	Plazo	Otros ^{1/}
Agro	1 534	2,6	91,9	3,5	4,1	0,5
Pesca	645	1,1	81,8	1,7	16,3	0,2
Minería	6 331	10,7	67,3	1,5	30,2	1,0
Manufactura	6 407	10,9	83,2	2,4	13,5	0,9
Energía	1 944	3,3	83,5	0,7	15,5	0,4
Construcción	5 707	9,7	71,7	6,4	19,2	2,7
Comercio	10 335	17,5	86,9	4,0	8,5	0,6
Servicios	17 479	29,7	80,9	4,9	13,2	1,1
Turismo	1 129	1,9	71,8	7,1	20,9	0,2
Transporte	4 873	8,3	80,1	3,9	15,8	0,2
Inmobiliaria	3 305	5,6	80,1	3,8	12,6	3,5
Actividad empresarial ^{2/}	6 683	11,3	83,9	5,0	10,4	0,8
Enseñanza	602	1,0	79,6	6,5	13,8	0,1
Servicios sociales ^{3/}	886	1,5	77,6	9,4	12,8	0,3
Otros ^{4/}	8 556	14,5	66,5	5,1	28,3	0,1
Total	58 938	100,0	78,1	4,1	16,9	0,9

1/ Incluye depósitos por operaciones de reporte, y depósitos sin especificar.

2/ Incluye actividades relacionadas a servicios de consultoría profesional.

3/ Incluye servicios por prestación de alimentos, materno infantil, comedores, y otros afines.

4/ Incluye otros servicios tales como seguridad, actividades de recreación, entre otras.

La **dolarización de los depósitos** de empresas no financieras en bancos se encuentra en 53,0 por ciento frente a 39,5 por ciento de dolarización de los depósitos de las familias. Por tipo de depósito se observa que los depósitos a plazo presentan una mayor dolarización (56,6 por ciento), mientras que los depósitos a la vista exhiben la menor dolarización (52,2 por ciento). Sin embargo, en todos los tipos de depósitos la dolarización se ubica entre el 50 y 60





por ciento. Por sectores, los transables tienen la mayor dolarización de depósitos, como pesca (88,3 por ciento), seguido de minería (84,8 por ciento). Cabe señalar que en estos sectores, las empresas realizan operaciones con no residentes por exportación, lo que explicaría su fuerte demanda de depósitos en moneda extranjera. Por su parte, el sector comercio y el subsector enseñanza registran los menores ratios de dolarización de los depósitos.

DOLARIZACIÓN DE DEPÓSITOS POR SECTOR ECONÓMICO: ABRIL 2019

(En porcentaje)

Sector	Dolarización	Dolarización por tipo de depósito			
		Vista	Ahorro	Plazo	Otros ^{1/}
Agro	58,4	58,0	42,1	79,7	69,2
Pesca	88,3	89,5	71,5	84,3	94,1
Minería	84,8	79,9	97,4	95,0	99,8
Manufactura	49,8	48,9	59,1	53,4	77,9
Energía	60,1	59,3	76,0	64,0	99,9
Construcción	51,7	48,7	78,8	54,0	37,5
Comercio	48,0	48,6	46,1	43,4	40,8
Servicios	52,1	52,3	51,3	51,4	27,8
Turismo	48,4	41,8	42,1	73,4	69,1
Transporte	56,4	59,8	50,9	40,5	31,7
Inmobiliaria	61,3	60,0	77,7	65,1	16,1
Actividad empresarial	52,6	52,1	51,2	57,2	51,5
Enseñanza	17,5	14,8	39,9	22,5	1,0
Servicios sociales	20,3	20,3	27,4	14,9	11,4
Otros	35,6	35,4	38,5	35,5	45,3
Total	53,0	52,2	54,6	56,6	47,9

1/ Incluye depósitos por operaciones de reporte, y depósitos sin especificar.

Los sectores con mayores reducciones en la dolarización de depósitos en los últimos 12 meses son minería (de 91,6 por ciento a 84,8 por ciento) y otros sectores (de 41,1 por ciento a 35,6 por ciento). Por otro lado, los sectores de energía y pesca incrementaron sus ratios de dolarización.

EVOLUCIÓN DE LA DOLARIZACIÓN DE DEPÓSITOS TOTALES

(En porcentaje)

Sector	Abr.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Abr.19
Agro	61,2	59,7	58,4	59,0	62,6	58,4
Pesca	84,2	84,9	90,3	88,0	81,8	88,3
Minería	91,6	89,9	90,1	87,9	82,7	84,8
Manufactura	53,3	65,2	58,5	59,9	56,3	60,1
Energía	49,7	52,9	51,9	53,6	50,5	49,8
Construcción	54,2	51,2	49,6	46,8	49,3	51,7
Comercio	48,4	48,0	45,5	40,7	47,4	48,0
Servicios	56,4	54,1	54,0	54,3	51,2	52,1
Otros	41,1	39,5	35,3	36,1	35,2	35,6
Total	56,5	55,8	54,7	53,0	52,1	53,0

Créditos

La **dolarización de los créditos** a las empresas, a abril de 2019, equivale al 47,7 por ciento del total. Los sectores con mayor dolarización crediticia son el minero (94,1 por ciento) y el pesquero (91,3 por ciento). Los menores niveles de dolarización se concentran en los sectores no transables como servicios. Sin embargo, sectores como el inmobiliario presenta todavía un nivel elevado de dolarización de 47,5 por ciento. A nivel sectorial, el sector energía es el que más ha reducido este ratio, pasando de 83,8 por ciento en abril de 2018 a 79,5 por ciento en abril de 2019.

CRÉDITOS Y DOLARIZACIÓN DE CRÉDITOS POR SECTOR ECONÓMICO: ABRIL 2019

Sector	MM de S/	Participación (%)	Dolarización (%)
Agro	7 170	5,2	65,8
Pesca	869	0,6	91,3
Minería	7 725	5,6	94,1
Manufactura	35 281	25,5	48,1
Energía	7 027	5,1	79,5
Construcción	4 472	3,2	43,9
Comercio	34 893	25,2	39,7
Servicios	36 359	26,3	37,1
Turismo	3 064	2,2	43,4
Transporte	12 186	8,8	37,5
Inmobiliaria	9 110	6,6	47,5
Actividad empresarial	8 418	6,1	36,8
Enseñanza	2 356	1,7	2,1
Servicios sociales	1 226	0,9	10,1
Otros	4 548	3,3	29,7
Total	138 344	100	47,7

EVOLUCIÓN DE LA DOLARIZACIÓN DE CRÉDITOS TOTALES (En porcentaje)

Sector	Abr.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Abr.19
Agro	64,3	65,5	65,3	66,5	66,3	65,8
Pesca	90,1	90,5	89,6	90,2	91,2	91,3
Minería	89,4	88,8	90,6	87,5	94,0	94,1
Manufactura	48,9	48,0	47,4	45,6	47,9	48,1
Energía	83,8	83,6	81,4	81,5	81,7	79,5
Construcción	37,3	38,4	38,9	41,2	40,6	43,9
Comercio	42,0	42,2	42,0	42,4	39,8	39,7
Servicios	39,7	40,8	40,3	39,1	36,1	37,1
Otros	30,7	28,9	28,7	27,6	30,5	29,7
Total	49,1	49,1	48,9	48,0	47,5	47,7

Utilizando la información de depósitos y créditos de las empresas por sectores, se puede identificar qué sectores tienen deudas netas en dólares con la banca. Cabe precisar que este indicador puede omitir la heterogeneidad a nivel de empresas individuales; sin embargo, este indicador ilustra, a nivel agregado, el flujo de fondos en moneda extranjera entre las empresas no financieras y el sistema financiero. Es interesante notar que los sectores en donde hay más





créditos en dólares que depósitos son sectores no transables como manufactura y comercio, mientras que sectores transables que tienen capacidad para generar ingresos en moneda extranjera, como minería, pesca y agro tienen mucho menos crédito neto en dólares con la banca. Entre los sectores de servicio destaca el caso del sector inmobiliario, que también presenta un elevado nivel de crédito neto en moneda extranjera con la banca.

Si observamos la evolución reciente de este indicador, a abril 2019 se observa que en el último año, el **crédito neto (crédito menos depósitos)** en moneda extranjera se ha incrementado en US\$ 814 millones, principalmente por los créditos a empresas del sector minería (US\$ 791 millones) y agro (US\$ 217 millones), compensados por la caída del crédito neto al sector energía (US\$ 488 millones). El sector servicios y manufactura ha continuado incrementado su crédito neto con la banca en moneda extranjera.

CRÉDITO NETO EN MONEDA EXTRANJERA POR SECTORES^{1/}
(Millones de US\$)

Sector	Abr.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Abr.19	Crédito neto/ Depósitos	Abr.19- Abr.18
Agro	918	1 031	1 096	1 112	1 081	1 135	2,51	217
Pesca	133	142	15	97	96	66	0,35	-67
Minería	-211	-73	127	232	638	580	0,31	791
Manufactura	3 961	3 975	4 041	3 759	3 966	4 100	2,18	140
Energía	1 801	1 536	1 644	1 561	1 543	1 313	2,28	-488
Construcción	-361	-293	-279	-311	-271	-269	-0,16	91
Comercio	2 752	2 944	3 144	3 227	2 559	2 649	0,87	-103
Servicios	1 152	1 388	1 272	1 165	1 183	1 331	0,26	179
Turismo	257	251	216	218	231	233	0,70	-25
Transporte	552	663	607	615	530	544	0,38	-8
Inmobiliaria	549	594	620	670	667	703	0,74	154
Actividad empresarial	-87	-68	-137	-285	-202	-115	-0,06	-28
Enseñanza	-51	-42	-21	-39	-21	-17	-0,09	34
Servicios sociales	-67	-10	-14	-14	-21	-16	-0,06	51
Otros	-555	-505	-350	-420	-416	-501	-0,20	54
Total	9 591	10 146	10 709	10 423	10 379	10 404	0,60	814

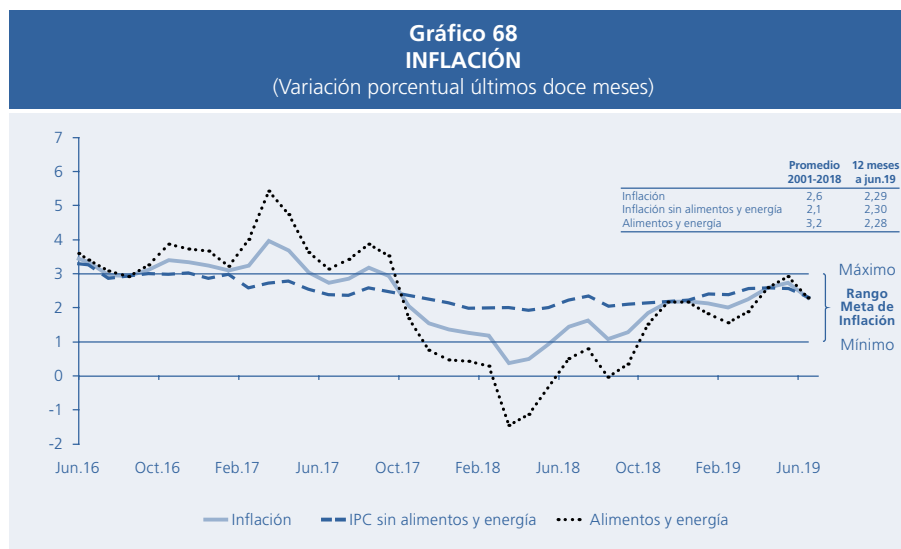
1/ Crédito menos depósitos.

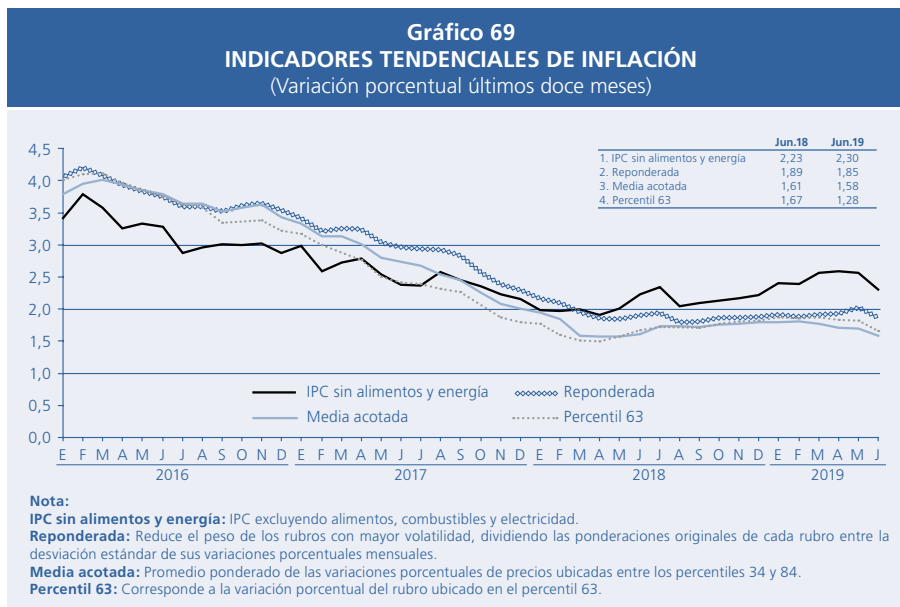
Los indicadores presentados muestran que todavía existe margen para seguir reduciendo la dolarización financiera, en particular, en algunos subsectores de servicios, como el inmobiliario y transporte, que a pesar de ser no transables mantienen ratios de dolarización de depósitos y de créditos mayores a 37 por ciento.

VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación y expectativas de inflación

69. La tasa de inflación anual se ubicó en 2,29 por ciento al mes de junio, dentro del rango meta del Banco Central (de 1 a 3 por ciento). Por su parte, la tasa de inflación subyacente (IPC que excluye alimentos y energía) fue 2,30 por ciento en junio. En general, todos los indicadores tendenciales de inflación se ubican dentro del rango meta.





70. Entre enero y junio de 2019 el nivel general de precios aumentó 1,18 por ciento, a un ritmo mensual promedio de 0,20 por ciento. El IPC sin alimentos y energía creció 1,41 por ciento mientras que los alimentos y energía lo hicieron a una tasa menor (0,92 por ciento), correspondiéndole la menor variación a los alimentos y bebidas (0,65 por ciento). Esto último por las rebajas registradas en los precios de productos como carne de pollo, limón, palta y azúcar.

Cuadro 51
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2018	2019	
			Ene.-Jun.	12 meses a jun.
IPC	100,0	2,19	1,18	2,29
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	2,21	1,41	2,30
a. Bienes	21,7	2,25	0,84	1,72
b. Servicios	34,8	2,19	1,76	2,66
2. Alimentos y energía	43,6	2,17	0,92	2,28
a. Alimentos y bebidas	37,8	1,95	0,65	2,06
b. Combustibles y electricidad	5,7	3,67	2,70	3,76
Combustibles	2,8	5,35	0,73	1,52
Electricidad	2,9	2,39	4,26	5,54

71. En los últimos doce meses los servicios con mayor incremento de precios fueron los de educación. Las matrículas y pensiones de enseñanza se incrementaron 5,2 por ciento, principalmente por el reajuste registrado en marzo, correspondiente al inicio de las clases escolares; asimismo, aumentaron las pensiones de universidades e institutos superiores. Con este resultado los gastos en educación alcanzaron una

variación mayor que la del promedio anual de los últimos ocho años. La mayor parte del resto de servicios como comidas fuera del hogar y “otros servicios personales” que incluye los de cuidado personal (peluquería, principalmente), presentaron tasas menores que las registradas en el período 2010-2018. Ello reflejaría los menores costos de mano de obra por la mayor disponibilidad de trabajadores extranjeros.

Cuadro 52 INFLACIÓN (Variaciones porcentuales anuales)					
	Peso	2018	Mar.19	Jun.19	2010-18 Prom. anual
IPC	100,0	2,19	2,25	2,29	2,97
Educación	9,1	4,73	5,35	5,23	4,55
Salud	1,1	1,76	1,52	1,56	3,42
Comidas fuera del hogar	11,7	2,19	1,98	1,89	4,71
Otros servicios personales	3,3	1,29	1,48	1,38	1,85
<i>de los cuales</i>					
Empleados del hogar	2,1	0,66	0,88	0,88	0,78
Servicio de cuidado personal	0,6	2,21	2,40	2,31	3,94

72. A nivel desagregado entre los rubros con mayor contribución positiva en el periodo enero-junio se encuentran la matrícula y pensión de enseñanza, las tarifas eléctricas, comidas fuera del hogar y huevos. El incremento de precios de matrícula y pensión de enseñanza se dio principalmente por alzas en las pensiones de los colegios y universidades privadas al inicio del año lectivo en marzo. En cuanto a las tarifas eléctricas las alzas autorizadas por Osinermin respondieron principalmente a la reconsideración del Valor Agregado de Distribución fijado en noviembre de 2018, así como a la liquidación trimestral del mecanismo de compensación a los usuarios regulados frente a los contratos entre empresas distribuidoras y generadoras. En lo que respecta a los alimentos, el alza en el precio de los huevos refleja una mayor demanda por festividades en provincias y recuperación de los precios respecto al año pasado.

Cuadro 53 CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO-JUNIO 2019							
Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	5,1	0,52	Carne de pollo	3,0	-3,7	-0,10
Electricidad	2,9	4,3	0,14	Transporte nacional	0,3	-15,6	-0,06
Comidas fuera del hogar	11,7	1,0	0,13	Palta	0,1	-28,1	-0,05
Huevos	0,6	23,0	0,10	Limón	0,2	-24,0	-0,05
Otras frutas frescas	0,4	15,3	0,06	Papaya	0,2	-13,5	-0,03
Consumo de agua	1,6	3,0	0,05	Azúcar	0,5	-5,8	-0,03
Entradas a espectáculos	1,7	3,4	0,05	Teléfonos	2,9	-1,3	-0,02
Zanahoria	0,1	34,4	0,05	Cebolla	0,4	-3,8	-0,02
Cigarrillos	0,1	13,1	0,04	Tomate	0,2	-6,9	-0,02
Otras hortalizas	0,4	7,3	0,04	Mandarina	0,2	-7,8	-0,02
Total			1,18	Total			-0,40





Los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron la carne de pollo, el transporte nacional, la palta y el limón. La caída en el precio del pollo, en los dos primeros meses del año se dio en un contexto de mayor oferta de algunos productos sustitutos como jurel y bonito. En el rubro de transporte nacional el resultado refleja la reversión del alza de los pasajes interprovinciales, luego de las fiestas de carnavales de algunas ciudades del país, y después de la Semana Santa. El menor precio del limón refleja la recuperación de su producción, afectada en los últimos años por factores climáticos.

Por otro lado, el rubro de combustibles mostró un incremento de 1,52 por ciento en los últimos doce meses, a pesar de la reducción en 19 por ciento en el precio del petróleo crudo WTI en dicho periodo. Esta divergencia se debe principalmente a que el precio doméstico de refinería para los gasoholes no ha seguido la misma tendencia decreciente que muestran diversos indicadores de precio internacional, tales como los indicadores teóricos de Osinergmin y de la SNMPE⁷, el precio CIF de las importaciones y el precio de refinería en Chile. Esta situación se hizo más notoria desde setiembre de 2018.

Así, en el caso del gasohol de 90 octanos, que representa alrededor del 60 por ciento de las ventas en Perú, la refinería local incrementó sus precios en 2 por ciento (en soles) entre setiembre de 2018 y junio de 2019⁸. En contraste, los precios de paridad de Osinergmin y de la SNMPE mostraron reducciones de 12 por ciento, mientras que el precio CIF reportado a SUNAT se redujo en 9 por ciento. Asimismo, el precio de refinería en Chile (medido en US\$ por galón) se redujo en 12 por ciento en dicho periodo, lo cual difiere del incremento de la refinería peruana.

Cuadro 54
GASOHOL DE 90 OCTANOS
Comparación de Precios de Lista a nivel de Refinería^{1/}

	Con precio OSINERGMIN (S/ por galón)			Con precio SNMPE (S/ por galón)			Con precio CIF (S/ por galón)			Con país de la región (US\$ por galón)		
	Refinería	Paridad ^{2/}	Dif. %	Refinería	Paridad	Dif. %	Refinería	CIF	Dif. %	Refinería	Chile ^{3/}	Dif. %
Set. 2018 (a)	7,31	7,22	1%	7,31	7,97	-8%	7,31	6,53	12%	2,21	2,20	0%
Jun. 2019 (b)	7,48	6,37	17%	7,48	7,05	6%	7,48	5,91	26%	2,25	1,93	17%
Var.% (b)/(a)	2%	-12%		2%	-12%		2%	-9%		2%	-12%	

1/ Corresponde al precio recibido por la refinería. Por ello se excluyen el IGV, el ISC y el Impuesto al Rodaje que se cargan en el precio de venta.

2/ Se le agregan S/0,19 por galón como margen de comercialización.

3/ Corresponde a la gasolina de 93 octanos de ENAP-Chile.

Fuente: ENAP-Chile, Repsol, Osinergmin, SUNAT.

7 Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía.

8 Al cierre de junio.

Proyecciones

73. El BCRP adopta acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y de sus determinantes, lo que toma en cuenta toda la información macroeconómica disponible. Entre éstos destacan las expectativas de inflación, la inflación importada (incluido el efecto del tipo de cambio), y las presiones inflacionarias de demanda que se cuantifican a través de la brecha del producto (diferencia entre el PBI observado y su nivel potencial).

Con la nueva información disponible, se mantiene la proyección de una tasa de inflación que se iría reduciendo gradualmente del 2,29 por ciento observado en junio hacia 2,1 por ciento en diciembre de 2019 y 2,0 por ciento a finales de 2020, debido principalmente a la convergencia gradual de las expectativas de inflación hacia el valor central del rango meta, en un contexto de una inflación importada moderada y brecha producto negativa.

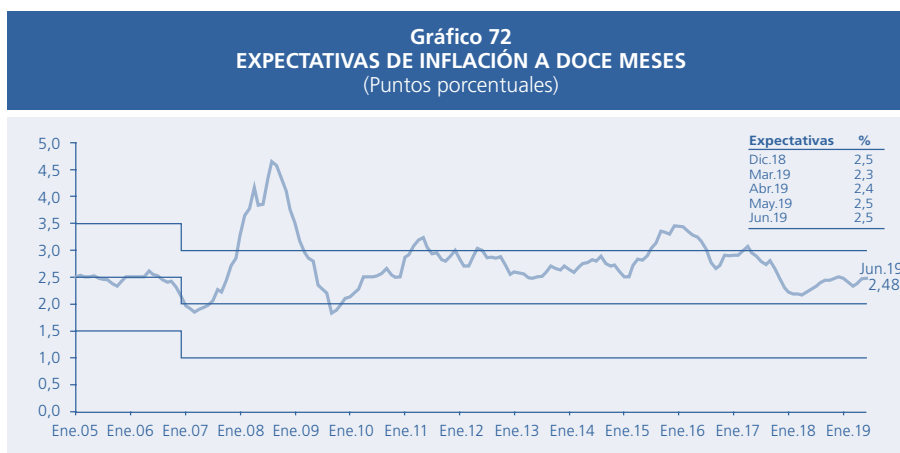


74. La estimación de una brecha del producto negativa indica ausencia de presiones inflacionarias de demanda. Se espera un crecimiento del PBI menor a su potencial para 2019, con lo que la brecha del producto se cerraría a un ritmo menor que la estimada en el Reporte de Inflación de marzo de 2019. Esta revisión toma en cuenta un menor impacto de la demanda externa, por la revisión a la baja de los precios de las materias primas y del crecimiento de nuestros socios comerciales, y una recuperación más gradual de la confianza empresarial.





75. Las expectativas de inflación calculadas en base a encuestas a empresas financieras y no financieras y a analistas económicos revelan tasas esperadas entre 2,4 y 2,5 por ciento para el 2019 y 2,5 por ciento para 2020, manteniéndose alrededor del centro del rango meta. Se espera que estas expectativas vayan disminuyendo en la medida que la inflación vaya convergiendo al centro del rango meta.



Cuadro 55
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(En porcentajes)

	RI Dic.18	RI Mar.19	RI Jun.19*
Sistema Financiero			
2019	2,50	2,40	2,40
2020	2,50	2,50	2,50
Analistas Económicos			
2019	2,50	2,35	2,50
2020	2,50	2,50	2,50
Empresas No Financieras			
2019	2,50	2,50	2,50
2020	2,50	2,50	2,50

* Encuesta realizada al 30 de junio.
RI: Reporte de inflación.

76. Otro determinante de la inflación es su componente importado, el mismo que combina el efecto de precios internacionales de productos que importamos como el petróleo, trigo, soya y maíz, entre otros, con el efecto de la variación del tipo de cambio. Se proyecta que los precios promedio de importación se reduzcan en 1,3 por ciento en 2019, principalmente por menores precios de *commodities* como el petróleo, trigo y soya; y se incrementen en 1,5 por ciento en 2020. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado muestran niveles de S/ 3,34 para el cierre de 2019 y entre S/ 3,35 y S/ 3,37 para el fin de 2020. Esta proyección incorpora también el impacto de las medidas del ISC sobre la inflación.

Cuadro 56 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO (Soles por US Dólar)			
	RI Dic.18	RI Mar.19	RI Jun.19*
Sistema Financiero			
2019	3,35	3,30	3,33
2020	3,35	3,33	3,35
Analistas Económicos			
2019	3,41	3,33	3,33
2020	3,44	3,36	3,36
Empresas No Financieras			
2019	3,35	3,35	3,34
2020	3,40	3,38	3,37

* Encuesta realizada al 30 de junio.
RI: Reporte de Inflación.

Balance de riesgos de inflación

77. El balance de riesgos inflacionarios o deflacionarios de este Reporte presenta un sesgo a la baja acompañado de mayor incertidumbre en comparación al sesgo neutral presentado en el Reporte de Inflación anterior. En este contexto, el impacto esperado de una posible menor inflación por un crecimiento económico inferior supera el de una mayor inflación importada.

- **Choques de demanda interna**

El crecimiento del PBI podría ser menor que el proyectado en el escenario central si la inversión -pública y privada- creciera por debajo de lo esperado, lo que podría ser exacerbado por un crecimiento menor que el esperado de los sectores primarios. Ello supondría una brecha del producto más negativa para el horizonte de proyección, con lo que la inflación tendería a ubicarse por debajo del escenario base.

- **Choques de demanda externa**

Se estima que el escalamiento de la guerra comercial podría costar cerca de un punto porcentual de menor crecimiento mundial con respecto al escenario central. En este escenario se prevén menores precios de las materias primas y una salida de capitales de las economías emergentes por parte de inversionistas institucionales, debido a la percepción de mayor riesgo. Por ello, el US\$ dólar

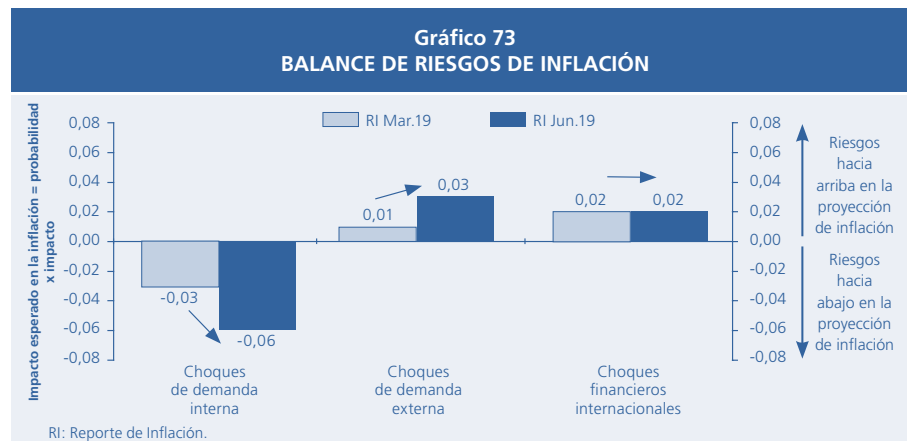




se apreciaría en este escenario, por lo que se revisa al alza el impacto esperado de este riesgo sobre la inflación con respecto al Reporte anterior. Asimismo, la desaceleración del crecimiento mundial, los menores términos de intercambio y los mayores costos financieros implicarían un mayor riesgo de menor crecimiento económico. En el corto plazo, la inflación se elevaría por el efecto de un mayor tipo de cambio, para luego disminuir por la menor demanda interna.

- **Choques financieros internacionales**

La proyección central asume que las tensiones comerciales no generan un escenario de fuerte aversión al riesgo y de ajustes bruscos en los mercados financieros. Si este riesgo se materializara, podría traducir en una salida de capitales en las economías emergentes, por reasignación de portafolio, y ello, en un fortalecimiento del US\$ dólar con respecto a las monedas de dichas economías, entre ellas la peruana. Esto presionaría al alza la inflación por un efecto de mayor inflación importada.



Recuadro 7 TARIFAS ELÉCTRICAS DE CLIENTES LIBRES Y CLIENTES REGULADOS

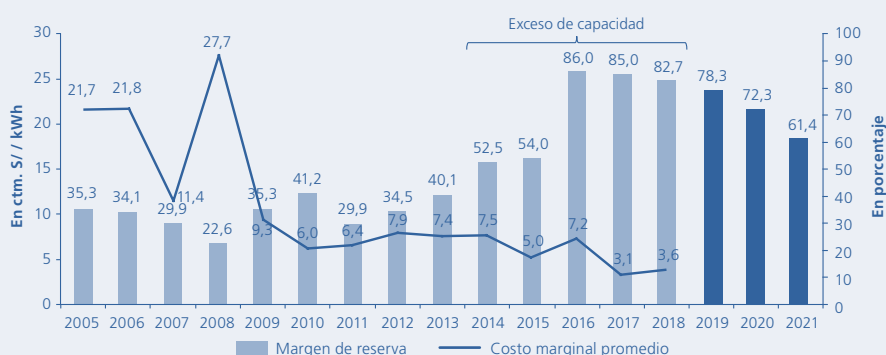
La tarifa de electricidad es uno de los precios más importantes de una economía, pues afecta directamente el presupuesto de los hogares y los costos de producción de las empresas. El sector eléctrico comprende un mercado regulado (que comprende los segmentos de generación, transmisión y distribución) y otro libre.

El costo marginal del mercado de corto plazo es un indicador importante del precio de la energía para los futuros contratos entre las generadoras y los clientes libres, y en menor medida para los contratos entre las generadoras y las distribuidoras (para que las últimas atiendan a los clientes regulados). En la coyuntura reciente, este costo marginal del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) ha caído de S/ 27,7 centavos por kWh en 2008 hasta S/ 3,6 centavos por kWh en 2018.

La disminución del costo marginal promedio tiene diversos orígenes, entre los que destacaría la sobre oferta de generación, debido a que el crecimiento de la máxima demanda de potencia en los últimos años no acompañó el crecimiento del parque generador.

La evidencia muestra una asociación negativa entre el margen de reserva y el costo marginal promedio del SEIN. El margen de reserva se entiende como la holgura que tiene el parque generador para atender la máxima demanda de potencia. Debido a que la puesta en operación comercial de una central de generación no es inmediata, típicamente los proyectos de centrales de generación se basan, entre otras variables, en las proyecciones de crecimiento de la máxima demanda. Por este motivo, el elevado margen de reserva observado desde 2014 es el resultado de proyecciones optimistas del crecimiento de la demanda que no se materializaron. El exceso de capacidad de generación, entonces, coadyuvó a reducir el costo marginal.⁹

COSTO MARGINAL PROMEDIO DEL SEIN Y MARGEN DE RESERVA
(En ctm S/ por kWh y en porcentaje de la máxima demanda)



Nota: El margen de reserva es el ratio de potencia efectiva (MW) menos máxima demanda (MW) entre la máxima demanda (MW). La estimación de 2019-2021 es de fin de periodo.
Fuente: COES.
Elaboración: BCRP.

9 La correlación muestral entre el costo marginal y el margen de reserva es de -0,64 desde 2005 hasta 2018; y esta correlación sube a -0,73 desde 2010 hasta 2018.





Con la información disponible, sin embargo, se proyecta que hacia 2021 el margen de reserva se reduzca progresivamente a 61 por ciento, en virtud del crecimiento de la demanda que compensaría la puesta en operación comercial de nuevas centrales de generación que cuentan con la concesión definitiva.

Adicionalmente, ha habido una entrada significativa de centrales de generación hidroeléctrica y de recursos energéticos renovables (RER). La generación hidroeléctrica tiene costos variables muy bajos (aunque costos fijos altos), mientras que las centrales de generación RER, debido al marco normativo vigente, tienen la máxima prioridad en el despacho de energía, por lo que también inducen a la baja al costo marginal de corto plazo.

SEIN: PARQUE GENERADOR A DICIEMBRE 2018
(En MW, por fuente de energía y ubicación geográfica)

	Agua	GN Camisea	GN (No Camisea)	Petróleo	Carbón	RER	TOTAL
Norte	602	0	157	611	0	130	1 500
Centro	3 680	3 863	176	104	0	284	8 107
Sur	660	0	0	1 889	140	285	2 974
TOTAL	4 942	3 863	333	2 603	140	699	12 581

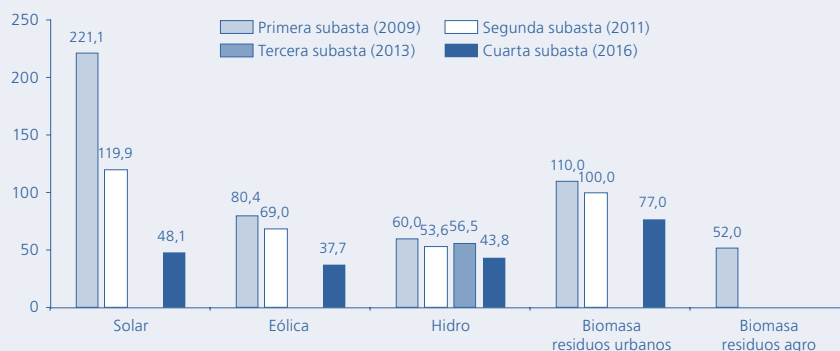
Nota: RER (Recurso Energético Renovable) incluye, en este gráfico, a fuentes de energía renovables no convencionales de centrales térmicas de bagazo y biogás, solares y eólicas. El gas natural que no es de Camisea proviene de Aguaytía en el centro (1,5 por ciento), Malacas (0,9 por ciento) y la Isla (0,2 por ciento) en el norte. Petróleo: Contiene centrales que utilizan residual y diésel 2.

Fuente: COES.

Elaboración: BCRP.

Cabe mencionar que las concesiones de las generadoras RER, que explican el 6 por ciento de la potencia efectiva a diciembre de 2018, fueron adjudicadas en una serie de subastas que se prolongaron entre los años 2009 y 2016. En estas subastas de generación RER, el precio promedio (en US\$ por MWh) fue elevado a fines de la década pasada, como reflejo de los costos de la tecnología de la época, y luego mostró una tendencia decreciente, en particular en las tecnologías solares y eólicas. En el primer caso, el precio promedio disminuyó 78 por ciento entre la primera y la cuarta subastas, mientras que el precio de la generación eólica disminuyó 53 por ciento en el mismo intervalo.

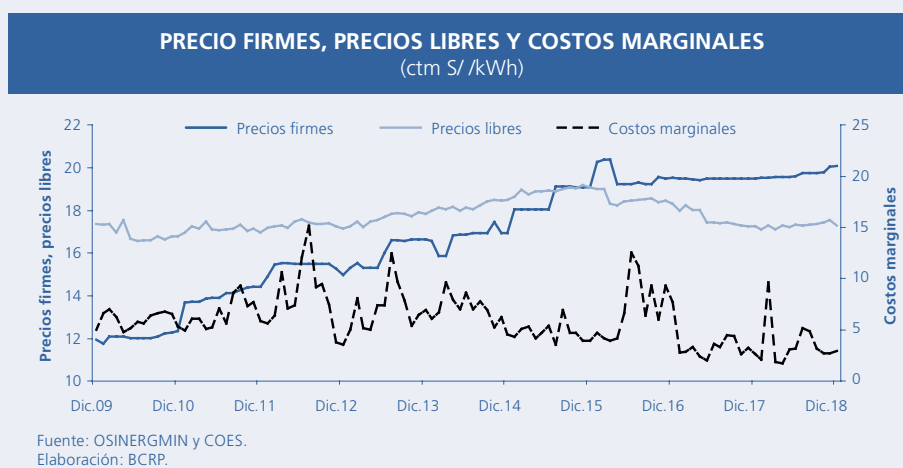
RESULTADOS DE SUBASTAS: RECURSOS ENERGÉTICOS RENOVABLES
(Precios promedio en US\$/MWh)



Fuente: OSINERGMIN.
Elaboración: BCRP.

Otro factor que ha coadyuvado a la reducción del costo marginal es el esquema de declaración de los costos variables de gas natural para la prelación en el despacho de energía. Debido a los contratos *take or pay* para el suministro de gas natural, este último se convierte en un costo fijo y por lo tanto no es considerado en el costo variable. Esta situación podría constituir un problema potencial si es que genera un uso del gas natural más allá del socialmente deseable.

La tendencia decreciente del costo marginal observado en años recientes se tradujo en menores precios de energía para los clientes libres¹⁰, lo que originó una migración masiva e imprevista al mercado libre de aquellos clientes con una demanda entre 0,2 MW y 2,5 MW, es decir, aquellos que tenían la opción de abandonar el mercado regulado.¹¹ No obstante, el menor costo marginal no se trasladó a los precios firmes, es decir, los precios de los contratos de largo plazo entre las generadoras y distribuidoras, para que estas últimas atiendan al mercado regulado.



Debido a que los precios firmes sirven como insumos para la determinación de las tarifas eléctricas del mercado regulado, la disminución del costo marginal no significó una reducción de la tarifa eléctrica residencial. Por el contrario, la disminución del costo marginal conllevó una subida de la tarifa residencial, pues las centrales de generación RER reciben una remuneración garantizada por el despacho de energía, a partir de las subastas adjudicadas, que depende de

10 La evidencia muestra que entre los años 2014 y 2018 la correlación muestral de los costos marginales y los precios de energía de los clientes libres es 0,65. Esta relación también recoge los nuevos contratos firmados entre clientes libres y empresas generadoras a plazos más cortos.

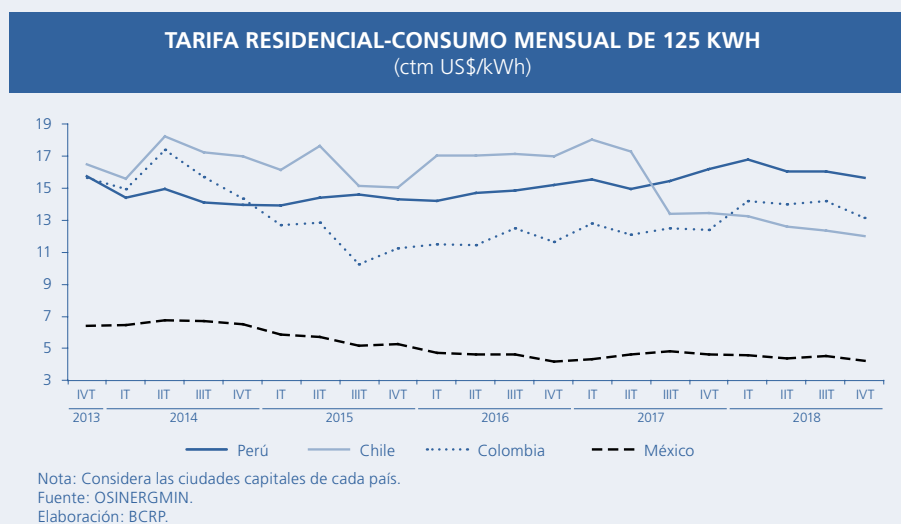
11 La migración de clientes regulados al mercado libre introdujo un riesgo de corto plazo en la gestión de la demanda por parte de las empresas distribuidoras, quienes tienen la obligación legal de mantener contratos de largo plazo con las empresas generadoras para garantizar el abastecimiento del mercado regulado. Es decir, el efecto colateral de la migración fue la sobrecontratación de potencia. Al amparo del Decreto Supremo N° 022-2018-EM de fines de 2018, que modificó el Reglamento de Licitaciones del Suministro de Electricidad, algunas empresas distribuidoras renegociaron sus contratos de suministro con las empresas generadoras para aliviar el problema de la sobrecontratación de potencia. Como resultado, los contratos que vencían hacia el año 2021 fueron pospuestos hasta el año 2028.





manera complementaria del costo marginal del mercado *spot*, y el cargo adicional RER (peaje) en el Sistema Principal de Transmisión (SPT).

Así, con el fin de mantener la remuneración garantizada, el menor costo marginal del mercado de corto plazo motivó un aumento del peaje del SPT, que presionó al alza la tarifa eléctrica residencial. Esta es una de las razones por la que la tarifa residencial de Perú es la más alta entre los países de la Alianza del Pacífico.



La evolución reciente de las tarifas eléctricas sugiere la revisión de la normativa que establece la necesidad de contratar el 100 por ciento de *ship or pay* de gas natural para acceder a la remuneración de la potencia instalada de las centrales térmicas. Por su parte, los nuevos contratos de suministro del tipo *take or pay*, que serán firmados a medida que caduquen los contratos vigentes, deberían permitir ajustes más flexibles de la demanda de gas natural. Por ejemplo, los nuevos contratos podrían considerar diferentes volúmenes de *take or pay* para los periodos de avenida o estiaje.¹²

12 El contrato del tipo *take or pay* establece un pago fijo del usuario al proveedor por el suministro de una cantidad de gas natural. Este pago se realiza aun cuando el gas natural suministrado sea menor al convenido en el contrato. Por su parte, el contrato del tipo *ship or pay* establece un pago fijo del usuario al transportista por el transporte firme de gas natural. En este caso, el pago se realiza aun cuando el gas natural transportado sea menor al convenido en el contrato.

BANCO DE RESERVA DEL PERU

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 DE ABRIL

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

— DE ACUERDO CON LAS DISPOSICIONES DE LA LEY Nº 4300 —

DE 1922.

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

[Handwritten signatures and names]
C. Y. Romero

