



REPORTE DE INFLACIÓN

Junio 2020

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2020-2021**

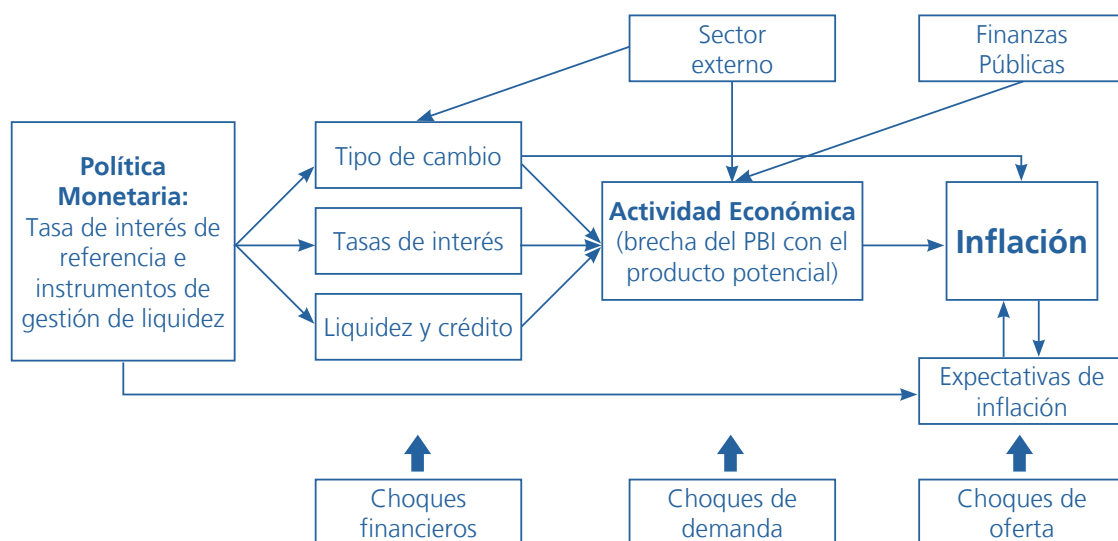


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2020-2021

Junio 2020



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 2020-2021

Junio 2020

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo	13
- La crisis asociada al COVID-19 y los choques a la actividad económica global.....	13
- Evolución reciente de la actividad económica global.....	15
- Perspectivas de la actividad económica global	23
- Mercados financieros internacionales	26
II. Balanza de pagos	42
- Cuenta corriente.....	42
- Términos de intercambio.....	46
- Financiamiento externo.....	47
III. Actividad económica	52
- PBI sectorial	53
- PBI gasto.....	66
IV. Finanzas públicas.....	80
- Evolución reciente.....	83
- Ingresos corrientes	84
- Gastos no Financieros	85
V. Política monetaria y condiciones financieras	100
- Acciones de política monetaria del BCRP y medidas frente a la pandemia del Coronavirus.....	101
- Mercado cambiario	117
- Liquidez.....	118
- Crédito al sector privado	120
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	138
- Evolución reciente de la inflación	138
- Proyecciones.....	143
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	146

RECUADROS

1. La pandemia del COVID-19	38
2. Inmovilización de actividades y reapertura	76
3. Medidas de soporte a hogares frente a la crisis del COVID-19.....	92
4. Suspensión de las Reglas Fiscales.....	96
5. El programa Reactiva Perú	125
6. Topes a las Tasas de Interés	134

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al primer trimestre de 2020 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno, y a mayo de 2020 de las operaciones del Sector Público No Financiero, de inflación, mercados financieros, tipo de cambio y cuentas monetarias.

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, que 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.
- En marzo, el Banco Central decidió posponer la publicación del Reporte de Inflación ante el alto grado de incertidumbre sobre el impacto del COVID-19 en la economía peruana, decidiéndose fijar la fecha de publicación del Reporte de Inflación para el 19 de junio. Esto permitiría obtener información estadística del





crecimiento del PBI y del impacto macroeconómico del COVID-19 en los meses de aislamiento social en los distintos sectores de la economía. Esta información es clave para reducir la incertidumbre y mejorar la proyección del crecimiento del PBI en los próximos dos años.

- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 11 de junio de 2020.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 18 de setiembre de 2020.

Resumen

- i. La pandemia del COVID-19 ha modificado significativamente el panorama económico global y nacional. Las primeras manifestaciones en nuestra economía fueron a través de la caída de precios de *commodities* y la disrupción de las cadenas globales de valor por el impacto del COVID-19 en China a comienzos de año. La rápida expansión del virus al resto del mundo y las medidas de aislamiento social han ocasionado una contracción severa y abrupta sin precedentes de la **actividad económica global**. A partir de mediados de año, bajo un escenario de control de la expansión del COVID-19, se prevé el inicio de una recuperación como consecuencia de la reapertura de las economías y de los estímulos monetarios y fiscales implementados. Bajo este escenario, se estima que el PBI mundial se contraiga 5,5 por ciento en 2020, principalmente en el primer semestre, y se recupere 5,5 por ciento en 2021.
- ii. El deterioro de la economía mundial y la mayor aversión al riesgo por la alta incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia han generado una reducción significativa de los precios de los *commodities*, con la cotización del petróleo ubicándose en abril en niveles mínimos históricos. Esta evolución implicará una reducción de los precios de exportación e importación (4,0 y 6,0 por ciento respectivamente) y que los **términos de intercambio** registren un incremento de 2,2 por ciento en 2020 por efecto de los menores precios de petróleo. Este escenario considera que, hacia finales del horizonte de proyección, los niveles de precios se mantendrían por debajo de los observados antes de la crisis del COVID-19.
- iii. El **déficit en cuenta corriente** de la balanza de pagos de 2020 y 2021 (1,4 por ciento del PBI en ambos años) mantendrían niveles históricamente bajos y similares a los años previos. En 2020 resaltaría la reducción de las exportaciones de bienes y servicios, y de las utilidades de las empresas de inversión directa extranjera, como resultado de la contracción de la producción local y la demanda externa, de los menores precios de los metales básicos y del cierre de las fronteras. Las menores importaciones (18,4 por ciento) reflejarían la caída significativa de la demanda interna (11,9 por ciento) y los menores precios de importación (6,0 por ciento). Por el contrario, en 2021 se prevé una recuperación de las exportaciones e importaciones de bienes y de las utilidades de las empresas de inversión directa extranjera, en una coyuntura de reactivación del PBI mundial y local.
- iv. Desde mediados de marzo, para la contención de la pandemia se adoptaron medidas (entre las más estrictas en el mundo), para ganar tiempo para desarrollar





una base sanitaria que permitiera soportar los estragos de los contagios de esta enfermedad, medidas que han afectado a la actividad productiva y el empleo en todo nuestro país. El **PBI** del primer trimestre se redujo 3,4 por ciento, con disrupciones en la producción de todos los sectores y con una contracción del gasto privado y de las exportaciones.

La extensión del aislamiento social en el segundo trimestre, con un enfoque de reapertura gradual y sectorial de las actividades económicas desde mayo para enfrentar la pandemia, conllevaría una significativa contracción de la actividad de **12,5 por ciento** para el presente año. Los efectos económicos de la paralización de las actividades empresariales y laborales se vienen reflejando en menores ingresos de los hogares, pérdidas de empleos y el deterioro de las expectativas de consumo e inversión en lo que va del año. Bajo un escenario de reapertura eficiente de la economía con controles sanitarios adecuados, se prevé un crecimiento del PBI de 11,5 por ciento en 2021, recuperando así su nivel previo a la crisis (cuarto trimestre de 2019) en el primer trimestre de 2022. Estas proyecciones suponen un escenario de preservación de la estabilidad macroeconómica y financiera, y reformas orientadas a lograr un adecuado ambiente de negocios que promueva la creación de empleo y la inversión.

Por el lado de la oferta, la recuperación dependerá de la rápida implementación de un plan adecuado de reanudación de las actividades y de la adaptación de las empresas al nuevo entorno de negocios, sobre todo de los sectores más afectados por las medidas de contención, los no primarios. En simultáneo, la demanda interna acompañaría a la reapertura de la economía con la recuperación parcial de la capacidad de gasto de los ciudadanos, la progresiva recuperación de la confianza del consumidor y de las empresas, apoyada por los estímulos fiscal y monetario extraordinarios.

- v. El fisco hizo uso de su amplio espacio fiscal para atenuar los menores ingresos de las empresas (vía postergación de pago de impuestos y fraccionamiento tributario) y familias (mediante transferencias monetarias) que se fueron ampliando en la medida que se extendió el periodo de aislamiento social, además del mayor gasto asociado a atender la emergencia sanitaria y el estado de emergencia nacional. Como resultado de las medidas de estímulo fiscal y la menor actividad económica, se proyecta un **déficit fiscal** de 9,7 por ciento del PBI para 2020, por el mayor gasto no financiero (25,2 por ciento del producto), principalmente corriente, y por los menores ingresos (17,5 por ciento del producto).

La magnitud de las medidas fiscales expansivas implementadas para enfrentar la pandemia ha sido posible debido al bajo nivel de deuda pública antes de la pandemia (26,8 por ciento). Para 2021, se estima que el déficit fiscal se reducirá a 4,2 por ciento del producto, nivel que reflejaría el menor gasto corriente y la recuperación de los ingresos, consecuente con la recuperación esperada de la actividad y de los precios de los *commodities*. En los siguientes años continuará el proceso de consolidación fiscal con una trayectoria decreciente de la deuda

pública desde 33,9 por ciento proyectado para este año a 33,1 por ciento en 2021, hasta ubicarse nuevamente por debajo de 30 por ciento en el mediano plazo.

- vi. Con el inicio del periodo de aislamiento social, el BCRP disminuyó la tasa de interés de referencia de **política monetaria** en 100 puntos básicos en marzo a 1,25 por ciento (tasa hasta entonces solo alcanzada en 2009 durante la crisis financiera internacional), y luego, con la primera ampliación de la cuarentena, disminuyó en abril dicha tasa a un nivel mínimo histórico de 0,25 por ciento. Este nivel casi nulo de la tasa de política monetaria respondió a la magnitud extraordinaria de la contracción de la actividad económica y fue factible realizarlo por la alta credibilidad de la política monetaria, siendo dicha tasa la más baja de las economías emergentes en el momento de su implementación.

Esta posición expansiva fue reforzada por un conjunto de acciones orientadas a mantener el flujo de crédito y la cadena de pagos. Para ello, se viene otorgando amplia liquidez en el sistema financiero mediante la reducción de los requerimientos de encaje en soles y dólares (equivalente a S/ 2 mil millones); ampliación del monto y plazo hasta por 3 años de las operaciones de repo de valores y monedas, con un saldo de S/ 25,2 mil millones al cierre de mayo; y realización de operaciones de repo de cartera por primera vez, con un saldo de S/ 260 millones al cierre de mayo. Estas acciones fueron complementadas, desde fines de abril, con operaciones de repo de cartera con garantía estatal dirigidas a la reposición del capital de trabajo de las empresas por un monto máximo inicial de S/ 30 mil millones que después se duplicó con la extensión del aislamiento social. El esquema de garantía escalonada de acuerdo al tamaño de las ventas de la empresa y el esquema de subasta, llevada a cabo por el banco central en base a la menor tasa de interés ofrecida para la empresa, permitió obtener, para los créditos del programa denominado Reactiva Perú, una tasa de interés históricamente baja de 1,1 por ciento hasta el 11 de junio. Cabe señalar que, al 29 de mayo, 50 235 micro y pequeñas empresas (MYPES) han recibido préstamos de Reactiva Perú, equivalente al 70 por ciento del total de empresas beneficiadas. A su vez, el monto de créditos de las MYPES es proporcional al porcentaje de sus ventas, demostrando que el programa tiene un carácter promotor de este sector.

- vii. En línea con la posición monetaria expansiva, el **crédito al sector privado** creció 13,7 por ciento interanual en mayo, principalmente por el incremento del crédito a las empresas, que creció 19,2 por ciento, en el contexto de la ejecución de la primera fase de Reactiva Perú. Para el horizonte de proyección, el crédito al sector privado como porcentaje del PBI se incrementaría de 43 por ciento en 2019 a 50 por ciento en 2021. Esta proyección considera la implementación del programa Reactiva Perú, mediante el cual se otorgan garantías hasta por S/ 60 000 millones a créditos para la reactivación económica del país y también un efecto sustitución por menor fondeo del exterior y del mercado de capitales local.





- viii. La **inflación** interanual se ha mantenido desde setiembre de 2019 ligeramente por debajo del centro del rango meta, ubicándose en mayo en 1,8 por ciento anual. Las expectativas de inflación a 12 meses descendieron en abril a 1,5 por ciento (2,0 por ciento en marzo) en un contexto de debilitamiento significativo de la demanda interna generado por la crisis del COVID-19. El efecto de esta reducción de la demanda y la menor inflación importada (por combustibles, por ejemplo) conllevaría una tasa de inflación nula para este año, que se revertiría parcialmente el próximo año con una tasa de 0,5 por ciento y convergería al rango meta en 2022.

- ix. El balance de los **factores de riesgo de inflación** tiene un sesgo a la baja considerando la posibilidad de una recuperación más lenta de la demanda interna o de la demanda global por efectos del COVID-19. El escenario macroeconómico asume que la expansión de la pandemia se controla en el segundo semestre y la economía nacional y global van retornando a su normalidad, aunque con cambios en los patrones de consumo. Sin embargo, hasta que la pandemia no haya sido controlada, permanece el riesgo de un rebrote que pudiera afectar a la baja nuevamente a la demanda agregada y la inflación importada, y por esta vía, a la inflación.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES						
	2018	2019	2020 ^{1/}		2021 ^{1/}	
			RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
Var. % real						
1. Producto bruto interno	4,0	2,2	3,8	-12,5	3,8	11,5
2. Demanda interna	4,2	2,3	3,7	-11,9	3,8	9,9
a. Consumo privado	3,8	3,0	3,5	-9,4	3,7	9,0
b. Consumo público	0,1	2,1	2,5	4,3	2,5	2,5
c. Inversión privada fija	4,5	4,0	3,8	-30,0	4,0	20,0
d. Inversión pública	5,6	-1,4	6,0	-8,5	4,0	9,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	2,4	0,8	4,5	-18,9	4,8	14,1
4. Importaciones de bienes y servicios	3,2	1,2	4,0	-16,9	4,8	7,5
5. Crecimiento del PBI mundial	3,6	2,9	3,2	-5,5	3,4	5,5
Nota:						
Brecha del producto ^{2/} (%)	0,4	-0,6	-1,3 ; -0,4	-20 ; -10	-0,9 ; 0,0	-13,0 ; -3,0
Var. %						
6. Inflación	2,2	1,9	2,0	0,0	2,0	0,5
7. Inflación esperada ^{3/}	2,1	2,3	2,2	1,3	2,4	1,9
8. Depreciación esperada ^{3/}	3,6	-0,3	0,1	1,3	-0,4	-0,4
9. Términos de intercambio	-0,4	-1,8	0,0	2,2	-0,9	0,1
a. Precios de exportación	6,3	-3,4	0,7	-4,0	0,2	2,1
b. Precios de importación	6,7	-1,7	0,7	-6,0	1,1	2,0
Var. %						
10. Circulante	7,9	4,6	6,0	12,0	6,0	4,0
11. Crédito al sector privado	8,7	6,9	8,5	15,0	8,5	0,0
% PBI						
12. Inversión bruta fija	22,4	22,6	22,5	19,2	22,7	20,3
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-1,7	-1,5	-1,6	-1,4	-1,6	-1,4
14. Balanza comercial	3,2	2,9	2,9	2,8	2,8	3,7
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{4/}	0,4	2,4	1,1	0,4	1,3	0,2
16. Ingresos corrientes del gobierno general	19,3	19,7	20,0	17,5	19,9	19,5
17. Gastos no financieros del gobierno general	20,2	20,1	20,3	25,2	20,3	22,3
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,3	-1,6	-1,7	-9,7	-1,6	-4,2
19. Saldo de deuda pública total	25,8	26,8	27,3	33,9	27,3	33,1
20. Saldo de deuda pública neta	11,3	13,0	13,7	23,6	14,6	25,3
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. Para 2018 y 2019 se ha considerado la información observada en el caso de la depreciación y el promedio de las expectativas a lo largo del año en el caso de la inflación.					
4/	Incluye inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera neta en el país y desembolsos netos de largo plazo del sector privado.					



I. Sector externo

La crisis asociada al COVID-19 y los choques a la actividad económica global

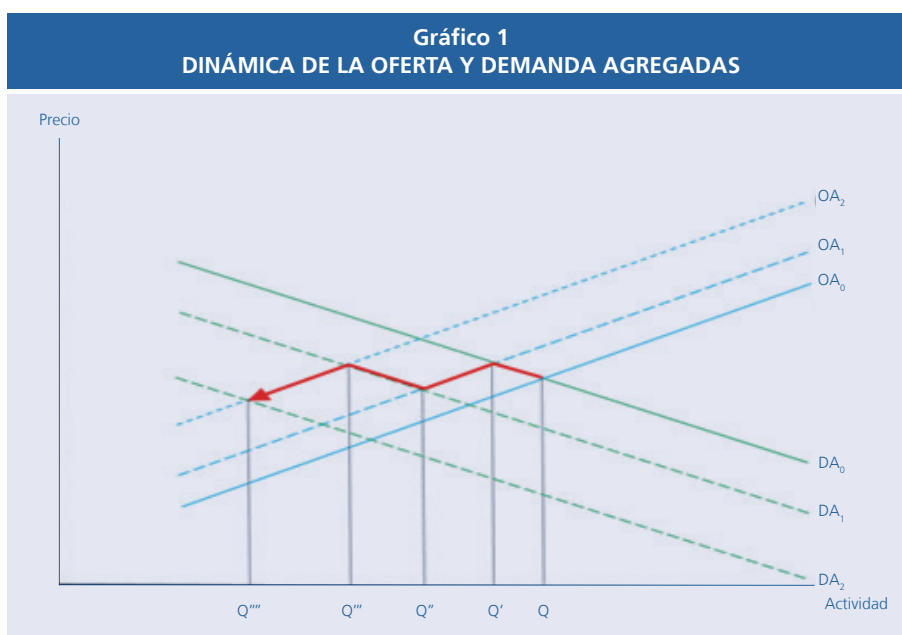
1. La crisis económica provocada por el COVID-19 se origina por choques negativos en la oferta y demanda agregadas. Así, por el lado de la oferta agregada se presenta una limitación de trabajadores a asistir a sus centros de labores por motivo de la pandemia y de las medidas de confinamiento social. A ello se suma las severas limitaciones logísticas, en particular de transporte, para las actividades económicas que podrían seguir operando. Por el lado de la demanda agregada se tiene una fuerte caída del consumo privado causada por la pérdida de ingresos de los trabajadores desempleados y de los independientes que no pueden ejecutar sus negocios corrientes. Un segundo factor que afecta al consumo de las familias es el aumento del ahorro por motivo de precaución, al mismo tiempo de las dificultades para adquirir bienes y servicios por las limitaciones al movimiento de personas, incluyendo servicios de entrega a domicilio en algunos casos. La demanda agregada ha sufrido además un fuerte revés derivado del efecto negativo de la mayor incertidumbre sobre el futuro de la economía en las decisiones de inversión y de consumo duradero. El gasto público ha contribuido a limitar parcialmente estos efectos negativos, principalmente por medio de las transferencias a las familias, ya que las medidas de confinamiento detuvieron también los procesos de compra de bienes y servicios e inversión del sector público. Finalmente, las compras externas de los productos de exportación se han visto limitadas por la situación de recesión sincronizada en el mundo.
2. La dinámica del deterioro de la actividad productiva podría empeorar en caso de que se presenten quiebras empresariales, que causan destrucción de empleos en la oferta y caída del gasto, situación que empeora cuando se involucra la

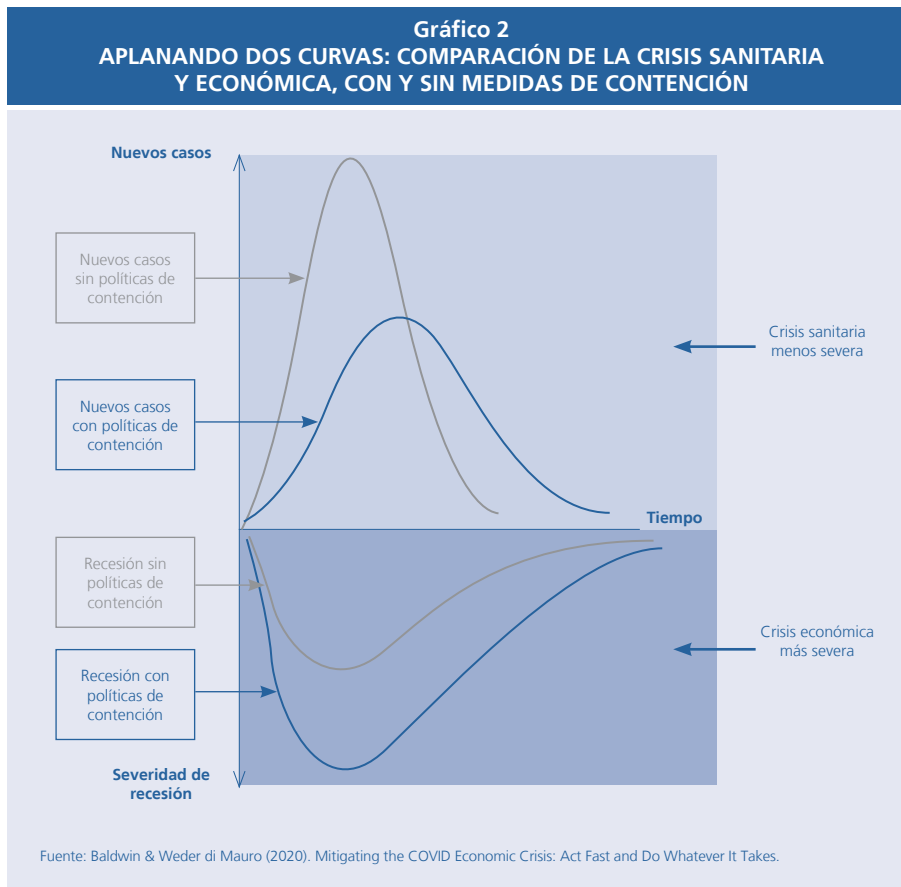




solvencia del sistema financiero, en cuyo caso, por una pérdida de capacidad de tomar riesgos y por la quiebra de algunas entidades financieras, se termina configurando una situación de reducción de actividad de mayor proporción y duración, lo cual se denomina depresión económica.

3. Los esfuerzos para aplanar la curva de contagio y evitar una crisis sanitaria implicaron la implementación de políticas de contención del virus como el distanciamiento social y el confinamiento. Esta estrategia permitió además que las autoridades sanitarias se prepararan para el dramático incremento de la necesidad de camas en las unidades de cuidados intensivos y de aparatos de respiración artificial. El aplanamiento de la curva de contagios trajo inevitablemente una curva de contracción de la actividad productiva, el empleo y los ingresos. Por lo anterior, los gobiernos han desplegado distintas estrategias sanitarias y económicas para priorizar la vida de las personas y su capacidad de subsistencia.
4. Los retos de las políticas gubernamentales en este contexto son enormes y llevan a poner en marcha esquemas integrados que ataquen los diversos frentes de manera efectiva, con los instrumentos adecuados, aplicados con la anticipación y dosificación necesarias. Asimismo, se debe tener la flexibilidad para dejar las acciones que no funcionen, guiados siempre por criterios objetivos sustentados por la información y el análisis y tomando en cuenta que las acciones de corto plazo pueden generar incentivos adversos en el largo plazo. La experiencia de la Gran Depresión de 1929 mostró que una evaluación errada de un fin temprano de la crisis, generó una segunda ola recesiva.





Evolución reciente de la actividad económica global

5. **Durante el primer trimestre la actividad económica se contrajo de forma generalizada en el mundo.** Las medidas de confinamiento y el cierre de varias actividades (en particular del sector servicios) se reflejaron en una caída abrupta del consumo privado, una retracción en los planes de inversión y una pronunciada caída en el comercio internacional. Se estima que en el primer trimestre la economía mundial habría registrado una contracción superior a 10 por ciento; las mayores caídas se observan principalmente en aquellos países cuyas medidas de aislamiento social fueron las más severas y prolongadas.

Dentro de las economías desarrolladas, Estados Unidos registró una contracción de 5,0 por ciento en el primer trimestre, la mayor desde el cuarto trimestre de 2008, destacando la evolución en el consumo de bienes duraderos (-13,2 por ciento) y de servicios (-9,7 por ciento) y en la inversión no residencial (-7,9 por ciento). En la Eurozona, cuya actividad se contrajo 13,6 por ciento, se observó





también una marcada caída en la demanda interna; las mayores variaciones se observan en Alemania, España, Francia e Italia.

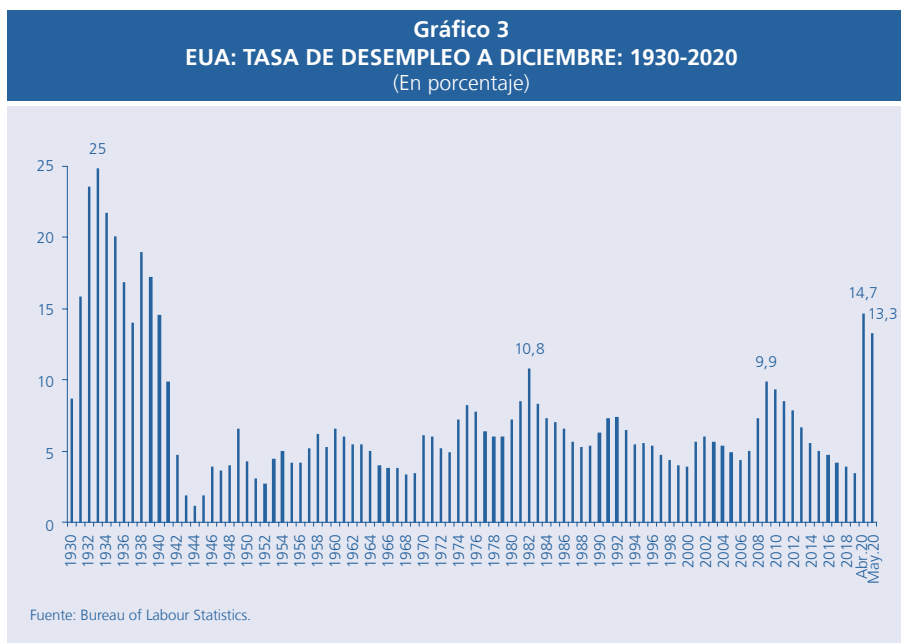
Cuadro 1 ESTADOS UNIDOS: CRECIMIENTO (Tasas trimestrales anualizadas)									
	1T.18	2T.18	3T.18	4T.18	1T.19	2T.19	3T.19	4T.19	1T.20 2a rev.
PBI	2,5	3,5	2,9	1,1	3,1	2,0	2,1	2,1	-5,0
Consumo Personal	1,7	4,0	3,5	1,4	1,1	4,6	3,2	1,8	-6,8
Duradero	2,3	8,0	3,6	1,3	0,3	13,0	8,1	2,8	-13,2
No Duradero	0,7	4,1	3,6	1,7	2,2	6,5	3,9	-0,6	7,7
Servicios	1,9	3,4	3,4	1,4	1,0	2,8	2,2	2,4	-9,7
Inversión Bruta	6,2	-1,8	13,7	3,0	6,2	-6,3	-1,0	-6,0	-10,5
Inversión Fija	5,5	5,2	0,7	2,7	3,2	-1,4	-0,8	-0,6	-2,4
No Residencial	8,8	7,9	2,1	4,8	4,4	-1,0	-2,3	-2,4	-7,9
Residencial	-5,3	-3,7	-4,0	-4,7	-1,0	-3,0	4,6	6,5	18,5
Exportaciones	0,8	5,8	-6,2	1,5	4,1	-5,7	1,0	2,1	-8,7
Importaciones	0,6	0,3	8,6	3,5	-1,5	0,0	1,8	-8,4	-15,5
Gasto de Gobierno	1,9	2,6	2,1	-0,4	2,9	4,8	1,7	2,5	0,8
Memo									
Contribución de Inventarios	0,1	-1,2	2,1	0,1	0,5	-0,9	0,0	-1,0	-1,4

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Las economías emergentes también se han visto afectadas directamente por la pandemia. A ello se añade el deterioro del entorno externo reflejado en una caída de los precios de los *commodities* (en particular el petróleo) y en una salida de capitales. China, el primer país afectado por la epidemia y el primero en adoptar medidas de aislamiento social, registró una contracción de su PBI en el primer trimestre de 35 por ciento (desestacionalizado anualizado). Una excepción de esta tendencia ha sido Chile cuyo crecimiento se explica en gran medida por la normalización de actividades luego de las protestas sociales del cuarto trimestre de 2019 y por la ausencia de medidas severas de aislamiento social vinculadas a la epidemia del COVID-19 durante el primer trimestre del año.

6. **En lo que va del segundo trimestre, esta caída del producto ha estado acompañada por aumentos récord del desempleo.** En Estados Unidos, por ejemplo, la tasa de desempleo aumentó de 3,5 por ciento en diciembre de 2019 a 14,7 por ciento en abril, la tasa más alta desde la Gran Depresión, y posteriormente se moderó a 13,3 por ciento en mayo. La planilla no agrícola, por su parte, ha registrado una pérdida de 21 millones de empleos en abril, tres veces mayor a la registrada durante la Gran Crisis Financiera Internacional (2008-

2009). Sin embargo, en mayo se recuperó ligeramente al registrar una creación de 2,5 millones de empleos.



- En otros países, donde las medidas de aislamiento social han sido más prolongadas (como España e Italia), se espera deterioros significativos en el mercado laboral para los meses de abril y mayo. Con ello se revierte abruptamente la sostenida disminución en el desempleo de las economías desarrolladas de los últimos seis años. La tasa de desempleo en España ha pasado de 13,7 por ciento en diciembre de 2019 a 14,8 por ciento en abril de 2020, en Francia de 8,2 a 8,7 por ciento, en Alemania de 3,3 a 3,5 por ciento, en Japón de 2,2 a 2,6 por ciento; mientras que en Reino Unido pasó de 3,7 por ciento en diciembre de 2019 a 3,8 por ciento en febrero de 2020.

El aumento del desempleo ha generado un choque de demanda que refuerza las presiones recesivas iniciales (aunque hacia el mes de mayo se muestra cierta recuperación). Este impacto se observa principalmente en abril, donde los índices globales de producción manufacturera y de servicios han tenido una contracción severa, especialmente del sector servicios. El índice compuesto PMI (fuente Markit), que incluye ambos sectores, ha registrado caída récord en varios países y se ubica en zona de contracción con niveles mínimos históricos. Sin embargo, se observa cierta mejora en el mes de mayo, en línea con la reapertura de algunas economías, aunque los indicadores se mantienen claramente en zona de contracción.



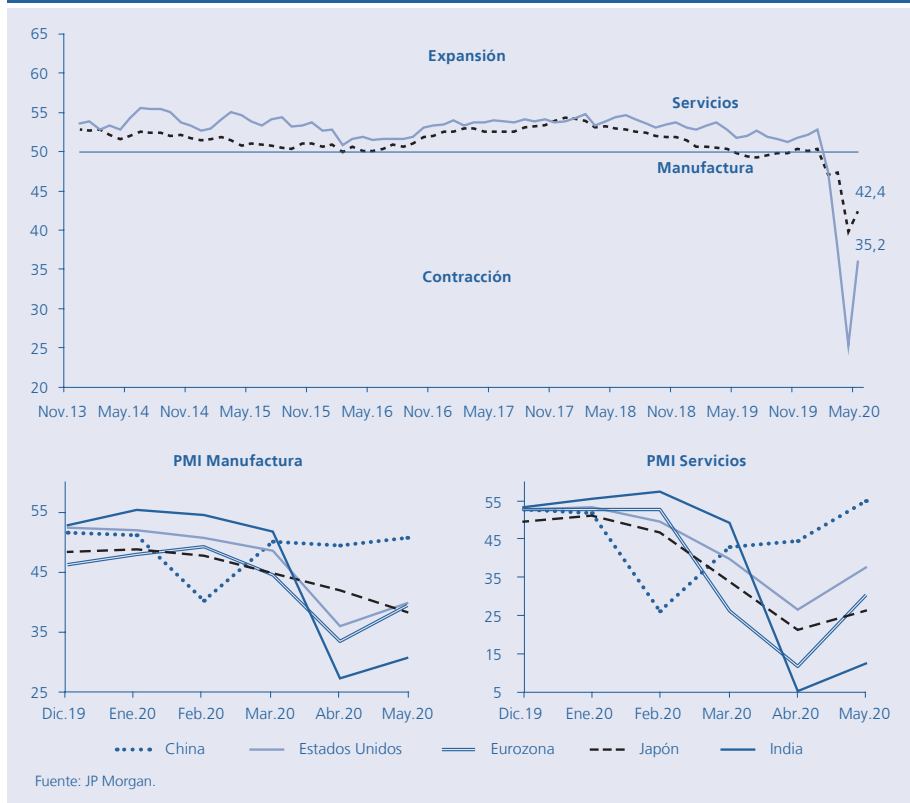


Cuadro 2
ÍNDICE PMI COMPUESTO
(Manufactura y Servicios)

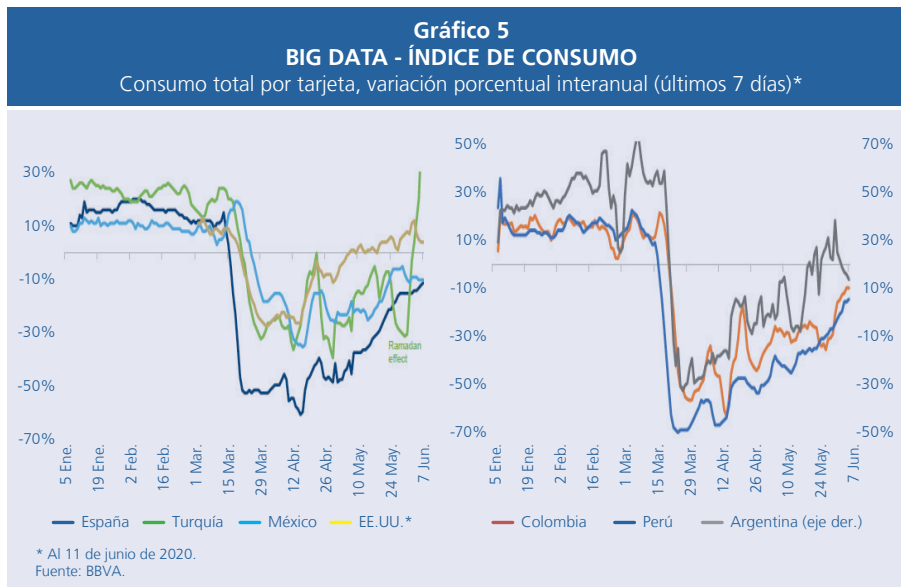
	Brasil	EUA	Francia	Alemania	Irlanda	Italia	Rusia	España	RU	Japon	China	India
Dic.19	50,9	52,7	52,0	50,2	53,0	49,3	51,8	52,7	49,3	48,6	52,6	53,7
Abr.20	26,5	27,0	11,1	17,4	17,3	10,9	13,9	9,2	13,8	25,8	47,6	7,2
May.20	28,1	37,0	32,1	32,3	25,7	33,9	35,0	29,2	30,0	27,8	54,5	14,8

Fuente: JP Morgan.

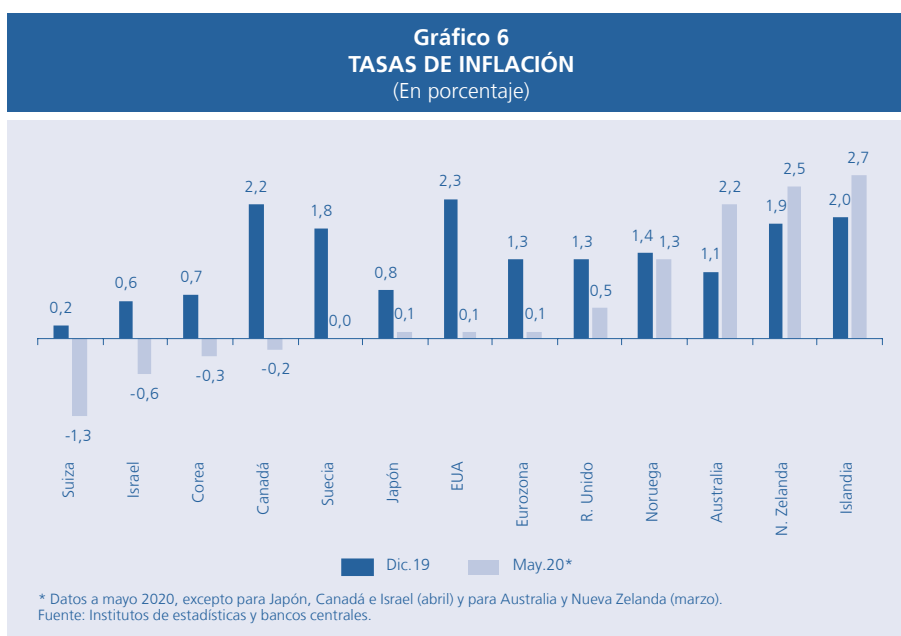
Gráfico 4
PMI GLOBAL MANUFACTURA Y SERVICIOS



- Con información de alta frecuencia del consumo total con tarjetas de crédito y débito, se observa una señal similar a la dada por el índice de actividad (PMI) mensual de manufactura y servicios. Al cierre del primer trimestre del año, el crecimiento del consumo total con tarjetas de crédito y débito descendió a terreno negativo. Sin embargo, desde mayo ya se observan signos de una recuperación gradual del consumo con tarjetas tanto en economías desarrolladas como en emergentes.

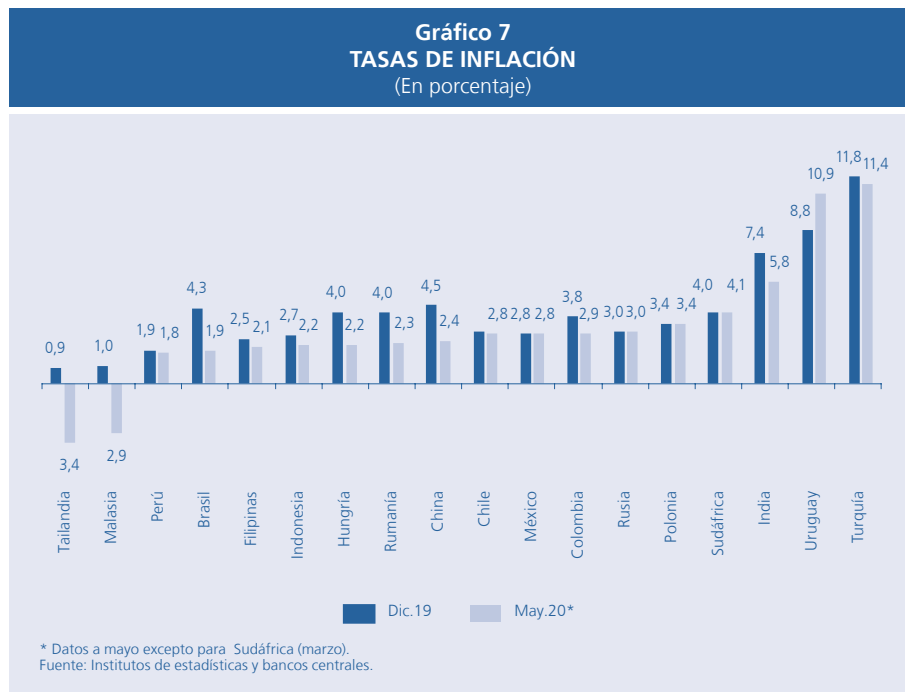


9. **La caída brusca en la actividad económica ha influido en la reducción de la inflación en la mayoría de países desarrollados.** En lo que va del año, en particular desde el mes de marzo, la inflación ha caído drásticamente y, en muchos casos, se encuentra en niveles cercanos a cero y por debajo de la meta. Esta reducción ha estado generada, además, por la fuerte disminución en la cotización del petróleo que, en el mes de abril, alcanzó mínimos históricos.



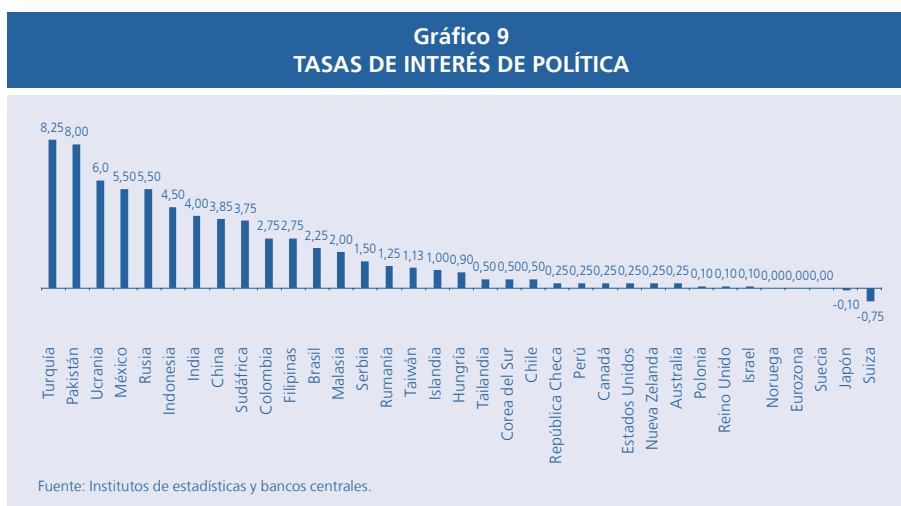
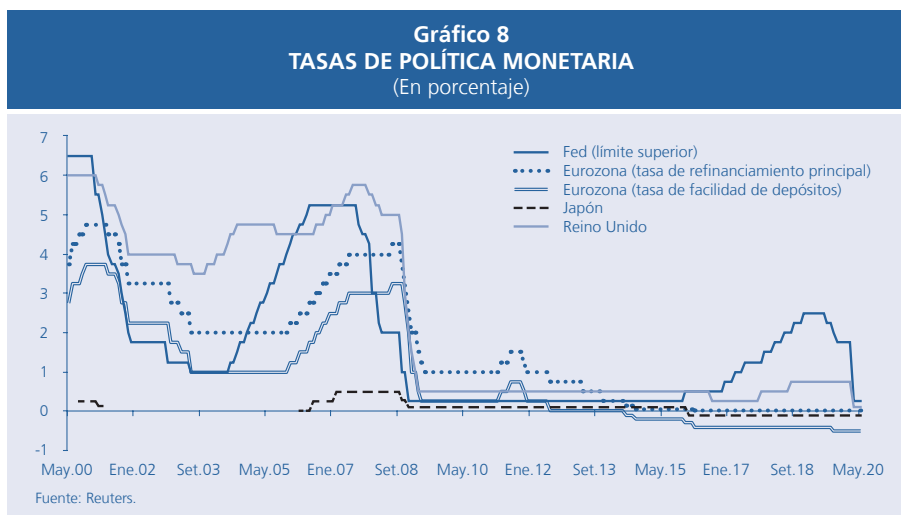


Por el contrario, el comportamiento de la inflación en las economías emergentes no presenta una tendencia uniforme. Algunos países han enfrentado presiones al alza explicadas en parte por el efecto de la depreciación de las monedas (en particular durante el mes de marzo). Cabe señalar que de las economías de la región con metas explícitas de inflación –Colombia, Brasil, Chile, Perú y México– sólo Brasil se encuentra fuera del rango meta y por debajo del límite inferior al cierre de abril.



10. **Frente a este escenario de contracción y caída abrupta en la inflación, la mayoría de economías han aplicado medidas monetarias y fiscales expansivas.**

Respecto a la política monetaria, la mayoría de países ha reducido sus tasas de interés. Las excepciones corresponden a economías que, previo a la pandemia, ya tenían tasas cercanas o iguales a cero (Eurozona) e incluso en niveles negativos (Japón y Suiza). En el caso de los países de América Latina con metas explícitas de inflación, con la excepción de México, las tasas de interés se encuentran en mínimos históricos.



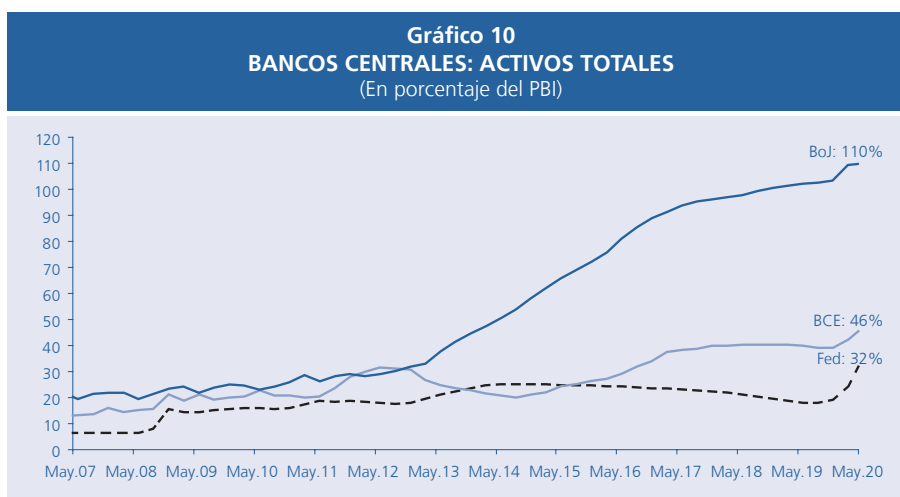
11. Adicionalmente, los bancos centrales de economías desarrolladas han retomado la compra de activos (bonos del tesoro y otros activos) en mayor escala y variedad que durante la Gran Crisis Financiera. Así, se han establecido medidas orientadas a otorgar liquidez a través de facilidades crediticias a familias y empresas. En el caso de Estados Unidos se estableció, además, una línea de *swaps* en dólares para bancos centrales.

Estas medidas suponen un incremento en los tamaños de los balances de las economías desarrolladas. Así, los principales bancos centrales han incrementado





en cerca de 10 puntos del PBI su balance en los primeros meses de este año tras las medidas de estímulo monetario.



Cuadro 3
ECONOMÍAS DESARROLLADAS: PRINCIPALES MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA

	Fed (Estados Unidos)	BCE (Eurozona)	BoE (Reino Unido)	BoJ (Japón)
Tasa de interés	Reducción en 100 pbs. a 0-0,25%	Mantuvo la tasa de interés	Reducción de tasa de 0,75% a 0,25%. La bajó luego a 0,1%.	Mantuvo la tasa de referencia en -0,1% y la tasa objetivo del rendimiento del bono a 10 años en 0%
Programa de compras de activos	Se extendió la compra de activos del Tesoro y de MBS de US\$ 700 mil millones a un monto ilimitado	Ampliación del Programa de Compra de Activos (bonos soberanos y privados por €120 mil millones)	Aumento del saldo de compra de activos públicos y privados (de €435 a €745 mil millones)	Extendió la compra de activos del Tesoro de ¥ 80 billones a un monto ilimitado. Aumentó el tamaño y cobertura de compra de activos de deuda corporativa (¥ 20 billones); ETFs de acciones (¥ 12 billones); e índices de títulos inmobiliarios (¥ 180 mil millones)
Forward guidance	Mantener las tasas bajas hasta que mejore la confianza en la economía y se recupere el mercado laboral. No hay preocupaciones por presiones al alza de inflación	Espera que las tasas de interés se mantengan en sus niveles actuales o más bajos (perspectivas de inflación convergen a un nivel cercano, pero inferior, a 2%).		Posición monetaria ultra expansiva y mayor coordinación con el Tesoro para lanzar nuevos estímulos
Programa de liquidez y medidas de apoyo crediticio	Incremento de operaciones de ventanilla. Mayores operaciones de líneas swaps de dólares americanos con bancos centrales extranjeros. Permitir uso de colchones financieros y flexibilizaciones regulatorias. Creación y extensión de 9 nuevos programas de créditos por un total de US\$ 2,3 billones para dotar de liquidez a los negocios, hogares y gobiernos de Estados Unidos.	Programa Emergencia con Pandemia-PEPP (€750 mil millones). Nueva línea de liquidez a largo plazo (LTRO). Ampliación de préstamos a largo plazo TLTRO (€1 billón), línea adicional para otorgamiento de préstamos bancarios. Flexibilización de activos considerados (papeles comerciales). Nuevas operaciones de liquidez a largo plazo contra la pandemia (PE-LTROs)	Covid corporate financing facility (financiamiento de títulos financieros diversos: papeles comerciales). Term Funding Scheme (facilidad a bancos para préstamos a PYMES por €100 mil millones). Flexibilización de ratio de liquidez contracíclico de 1,0% a 0% (€190 mil millones).	Incremento de operaciones de ventanilla y programas de préstamos a bancos privados. Préstamos de dólares a la Fed por líneas swaps. Permitir uso de colchones financieros. Creación de un programa de créditos para pequeños negocios (¥ 30 billones).

Fuente: Bancos centrales.

12. En las economías emergentes de la región también se han tomado medidas para proveer liquidez y evitar la ruptura de la cadena de pagos. En América Latina las medidas adoptadas incluyen la reducción de los encajes bancarios, programas de compra de deuda privada y pública, ampliación de los títulos elegibles como cobertura para los mecanismos de facilidad de liquidez y ampliación de los plazos de sus operaciones repos. En cuanto a la liquidez en dólares, se han usado instrumentos como los *Non-Delivered Forwards* (NDFs) y los *swaps* cambiarios y, en el caso de México, se ha hecho uso de la "línea swap" de la Fed por un monto de US\$ 10 000 millones de un total disponible de US\$ 60 000 millones.
13. Respecto a la política fiscal, las medidas incluyen gastos adicionales para atender la emergencia sanitaria, seguros y coberturas de desempleo, apoyo directo a las familias y postergación o exoneración de pagos tributarios. Adicionalmente, los estímulos fiscales incluyen garantías del gobierno para los créditos bancarios.

Cuadro 4
ECONOMÍAS DESARROLLADAS: PRINCIPALES MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL

	Estímulo Fiscal	Medidas
EUA	US\$ 2,9 billones (14% de PBI)	Pago de devolución de impuestos a personas. Los beneficios del seguro de desempleo se expandieron a más personas al igual que el monto de pagos semanales. Préstamos directos y subvenciones para industrias en dificultades. Préstamos subvencionados a PYMEs. Facilidades para proporcionar crédito a corporaciones y gobiernos estatales y locales. Mayor gasto en medidas sanitarias. Estos montos no incluyen garantías contempladas a líneas de la Fed y otras.
Alemania	€ 205 mil millones (5,8% del PBI)	Fondo contingente para gasto discrecional de inyecciones de capital (€100 mil millones) y préstamos a corporaciones a través de KfW (€100 mil millones). Paquete por € 130 mil mls. (recorte del VAT y recursos a inversión en infraestructura de telecomunicaciones, trenes y tecnologías a favor de ambiente en el sector automotriz (autos eléctricos). Adicionalmente ha considerado garantías (a través de KfW).
Francia	€ 110 mil millones (4,7% de PBI)	Reprogramación de deuda tributaria y contribución social de las empresas €73 mil millones y la diferencia para gasto discrecional. Considera anuncios garantías estatales para provisión de préstamos.
Reino Unido	£ 170 mil millones (7,6% del PBI)	Recursos adicionales para el sistema nacional de salud. Esquema de retención de empleos: reembolso de 80% de salarios de trabajadores e independientes hasta £ 2,500 por mes; aplazamiento de pagos del impuesto sobre la renta; diferimiento de recaudación de cualquier IVA y planes para apoyar a las PYME; respaldo a capacidad de los bancos de suministrar el crédito. Considera garantías estatales.
Japón	¥ 234 billones (44% del PBI)	Mayores préstamos directos y subvenciones para industrias en dificultades. Aplazamiento de impuestos de 1 año para empresas. Mayores fondos para los distintos niveles de gobierno y transferencia a los hogares. Incremento de gasto en temas sanitarios.
Italia	€ 72 mil millones (4,0% del PBI)	Gasto para sector salud € 3,5 mil millones y € 10 mil millones para subsidio laboral. El gobierno apunta a movilizar hasta € 340 mil millones. Congelamiento de repago de deuda de PYME hasta 30-Set. Considera garantías a favor de pequeñas empresas.
España	€ 47 mil millones (3,8% de PBI)	Contempla garantía para préstamos estatales.

Perspectivas de la actividad económica global

14. La pandemia del COVID-19 ha modificado significativamente las perspectivas sobre la actividad económica global. A inicios de año, se preveía para 2020 una tasa de crecimiento mayor al año previo (3,2 por ciento) debido, entre otros factores, a las expectativas favorables tras la firma del acuerdo comercial entre China y EUA. Sin embargo, las medidas aplicadas frente a la pandemia para la contención del virus han ocasionado una contracción severa y abrupta de la





actividad económica, interrupción de las cadenas globales, aumento del desempleo, caída de la demanda interna y deterioro en la confianza del consumidor y del inversionista. El deterioro en las perspectivas de crecimiento y la mayor aversión al riesgo afectaron a los mercados financieros, llevaron a una contracción en los precios de los *commodities* (en particular del petróleo) y a una salida de capitales de las economías emergentes.

15. **La situación sin precedentes por la que pasa la economía global implica que las perspectivas de ésta son extremadamente inciertas.** La incertidumbre radica, en gran medida, en cómo será la evolución de la pandemia en el segundo semestre y si algunos de los riesgos, que se reseñan en los puntos siguientes, se concretan. La dispersión mostrada en las proyecciones de las casas de inversión, organismos e instituciones reflejan dicha incertidumbre.

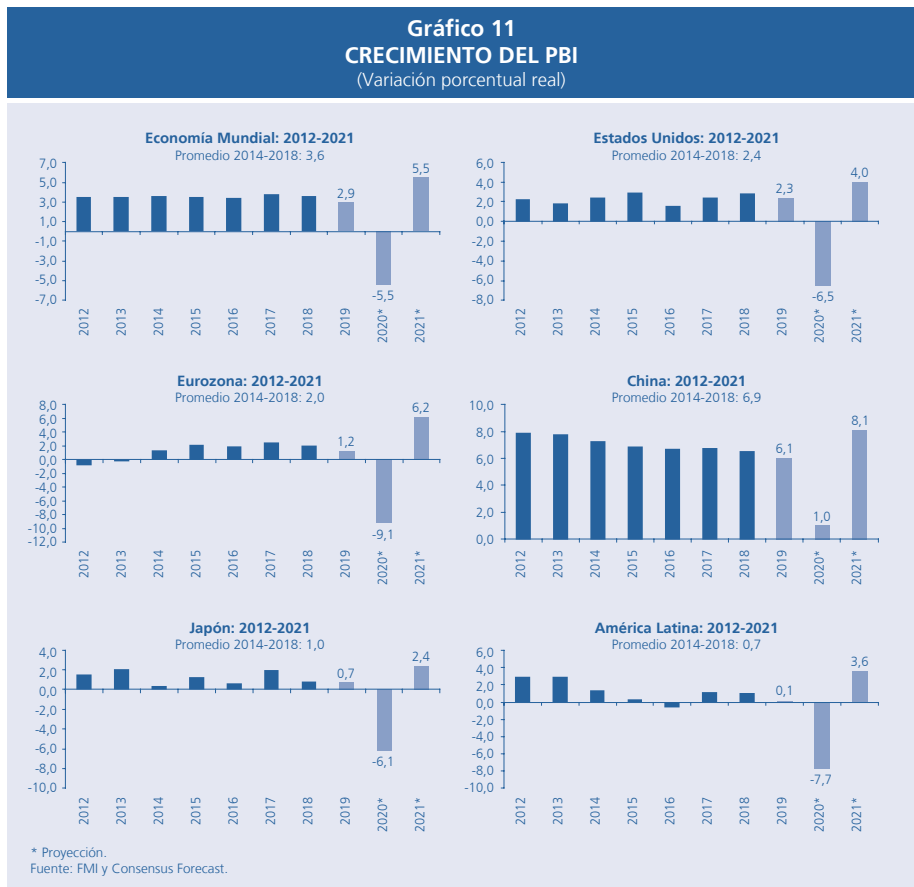
Asumiendo el control de la pandemia a partir del segundo semestre, la aplicación de estos estímulos y la recuperación cíclica de la economía, se estima que la economía mundial se contraiga 5,5 por ciento durante 2020. Las economías desarrolladas tendrían una contracción de 7,9 por ciento, donde destacan aquellos países donde la pandemia ha tenido impacto más severo (España e Italia). A diferencia de lo observado en la Gran Crisis Financiera (2008-2009), las economías emergentes registrarían una contracción en su nivel de actividad, de 3,8 por ciento. De las principales economías emergentes, sólo China, la mayor economía del mundo, tendría un crecimiento ligeramente positivo (el más bajo, en por lo menos, cuatro décadas). Para 2021, se espera una recuperación de 5,5 por ciento.

Cuadro 5
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

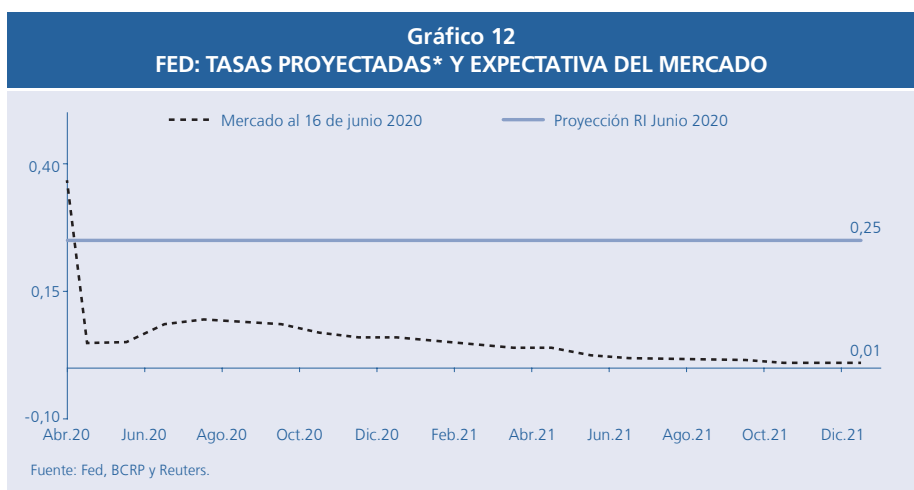
	PPP	2019	2020*		2021*	
			RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
Economías desarrolladas	40,3	1,7	1,5	-7,9	1,6	4,7
<i>De las cuales</i>						
1. Estados Unidos	15,1	2,3	1,9	-6,5	1,8	4,0
2. Eurozona	11,2	1,2	1,0	-9,1	1,4	6,2
3. Japón	4,1	0,7	0,4	-6,1	0,5	2,4
4. Reino Unido	2,2	1,4	1,2	-10,4	1,4	6,2
5. Canadá	1,3	1,6	1,7	-8,1	1,8	3,9
6. Otros	6,4	1,7	2,0	-8,8	2,5	5,1
Economías en desarrollo	59,7	3,7	4,5	-3,8	4,7	5,9
<i>De las cuales</i>						
1. China	19,3	6,1	5,9	1,0	5,9	8,1
2. India	8,0	4,2	7,0	-3,7	7,0	7,3
3. Rusia	3,1	1,3	1,5	-6,0	2,0	3,4
4. América Latina y el Caribe	7,3	0,1	1,3	-7,7	2,5	3,6
5. Otros	18,2	3,1	4,5	-7,9	4,6	5,7
Economía Mundial	100,0	2,9	3,2	-5,5	3,4	5,5

* Proyección.

Fuente: FMI, Consensus Forecast.

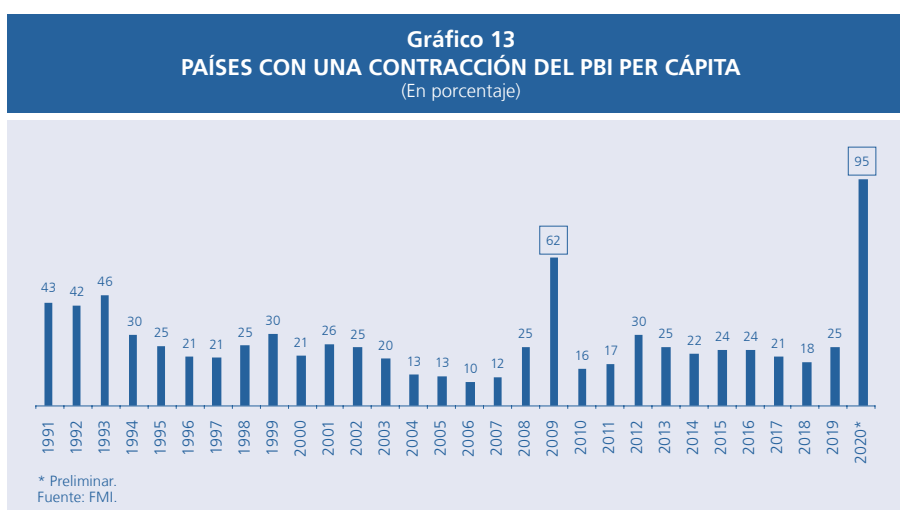


16. Para el presente horizonte de proyección se espera que la tasa de la FED se mantenga en 0,25 por ciento, ello pese a que el mercado espera mayor reducción de la tasa de política de la FED.





17. **Al ser la pandemia un fenómeno global, se prevé una alta sincronización del ciclo económico.** El FMI, en sus proyecciones (preliminares), estima que alrededor de 95 por ciento de las economías registre una contracción del PBI per cápita, porcentaje mayor que el observado durante la Gran Crisis Financiera de 2008-2009 (62 por ciento). En el caso de América Latina, al impacto del COVID-19 sobre la economía doméstica, se suman la caída en el precio de los *commodities* (en particular el petróleo) y la fuerte salida de capitales.



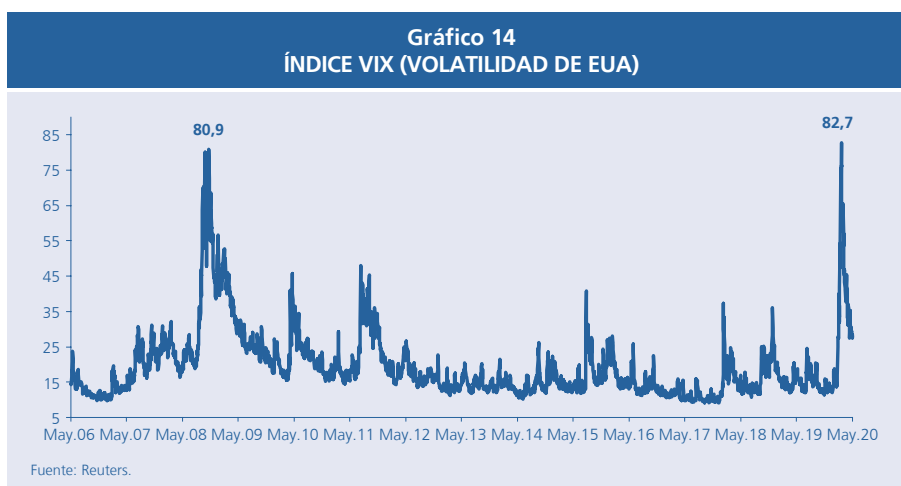
Mercados financieros internacionales

18. En lo que va del año, los mercados financieros se vieron afectados por el brote y la expansión del COVID-19, en particular a partir de la tercera semana de enero cuando se reportó el primer caso fuera de Asia y aumentó el temor de una pandemia. A ello se sumó el deterioro de la actividad económica y la creciente evidencia de una recesión global. Ello llevó a la liquidación de posiciones en distintos instrumentos de mayor riesgo y aumentó la demanda de activos seguros (bonos del tesoro de las economías desarrolladas, oro, dólar estadounidense y yen japonés).

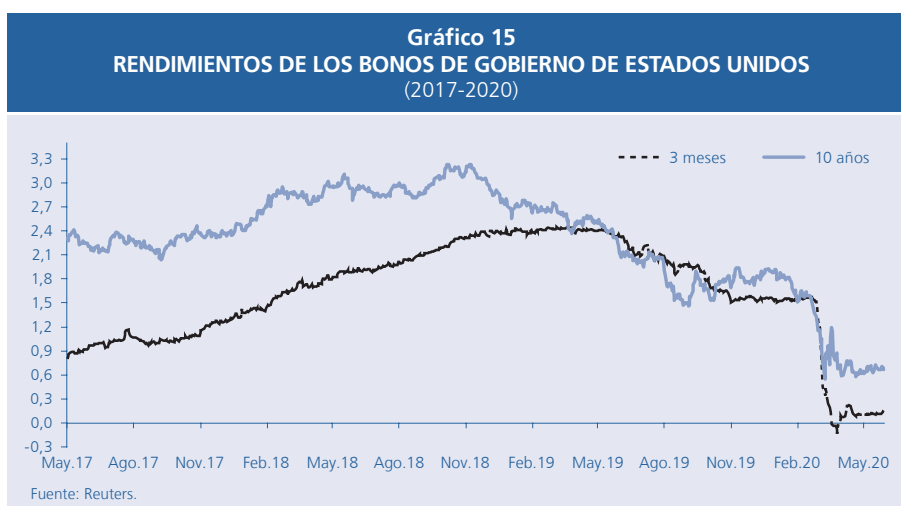
Estas correcciones en los mercados se dieron principalmente hasta el mes de marzo. A partir de entonces, los mercados han dado señales de cierta estabilización ante los anuncios de estímulos monetarios y fiscales, la reapertura de China y de varias economías desarrolladas y los avances en torno al tratamiento del COVID-19.

En términos generales, los flujos de capitales hacia las economías emergentes reflejaron estos acontecimientos. Las entradas de capitales a inicio de año, favorecidas por los primeros acuerdos comerciales entre China y Estados Unidos,

se revirtieron abruptamente entre fines de enero y fines de marzo, sobre todo en los mercados de renta variable. La salida de capitales observada en marzo sobrepasó incluso los niveles registrados durante la Gran Crisis Financiera de 2008-2009.



19. En los **mercados de renta fija**, el rendimiento del bono a 10 años de Estados Unidos registró una caída significativa y alcanzó el 9 de marzo un mínimo histórico de 0,54 por ciento, en un contexto de mayor demanda de activos seguros a raíz de la propagación del COVID-19 y de temores de recesión global. A estos factores se sumó la política monetaria expansiva de la Fed.



En Europa, la reducción en los rendimientos se explicó, además, por la desaceleración económica, el ruido en las negociaciones comerciales de Reino





Unido con la Unión Europea y los estímulos monetarios de los principales bancos centrales de la región.

En las economías emergentes, hasta la primera quincena de marzo, los rendimientos estuvieron presionados al alza por la mayor aversión global al riesgo. Posteriormente, tras los anuncios de políticas expansivas en las economías desarrolladas y en las propias economías emergentes, los rendimientos tuvieron una sostenida tendencia a la baja y, en la mayoría de los casos, cerraron por debajo de los niveles de diciembre de 2019. Algunos países que observaron un aumento en los rendimientos en lo que va del año fueron Brasil (alto nivel de deuda, crisis sanitaria y ruido político), Turquía (tensiones geopolíticas y políticas) e Indonesia (política monetaria menos expansiva que la prevista).

Cuadro 6
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

	May.19	Dic.19	May.20	Variación May.2020/ May.2019 (pbs.)	Variación acumulada 2020 (pbs.)
Estados Unidos	2,13	1,92	0,67	-146	-125
Alemania	-0,20	-0,19	-0,45	-25	-26
Francia	0,21	0,12	-0,08	-29	-19
Italia	2,67	1,41	1,47	-119	6
España	0,71	0,46	0,56	-15	10
Grecia	2,89	1,43	1,50	-139	7
Gran Bretaña	0,89	0,82	0,18	-70	-64
Japón	-0,10	-0,02	0,00	10	2
Brasil	8,45	6,79	7,21	-125	42
Colombia	6,64	6,34	5,91	-73	-43
Chile	3,72	3,17	2,19	-153	-98
México	8,00	6,89	6,14	-187	-75
Perú	5,05	4,21	3,85	-120	-36
Sudáfrica	9,11	9,02	8,90	-22	-12
India	7,14	6,56	5,76	-137	-79
Turquía	18,04	11,97	12,19	-585	22
Rusia	7,91	6,36	5,55	-236	-81
China	3,30	3,14	2,69	-60	-45
Corea del Sur	1,67	1,67	1,37	-30	-31
Indonesia	7,93	7,04	7,30	-64	26
Tailandia	2,36	1,47	1,15	-122	-33
Malasia	3,78	3,31	2,80	-98	-51
Filipinas	5,54	4,53	3,12	-241	-141

Elaborado al 29 de mayo.
Fuente: Reuters.

20. En los **mercados de renta variable**, las bolsas cayeron de forma generalizada. A los efectos de la pandemia y los temores de recesión global, se sumó el estancamiento de las utilidades corporativas del primer trimestre. Estos eventos se reflejaron en el significativo incremento en la aversión al riesgo: el índice VIX

subió de un valor de 13,8 en diciembre de 2019 a un máximo histórico de 82,7 a mediados de marzo. A nivel de sectores, las mayores caídas se dieron en el sector bancario y en el de energía (este último afectado por la caída en el precio del petróleo).

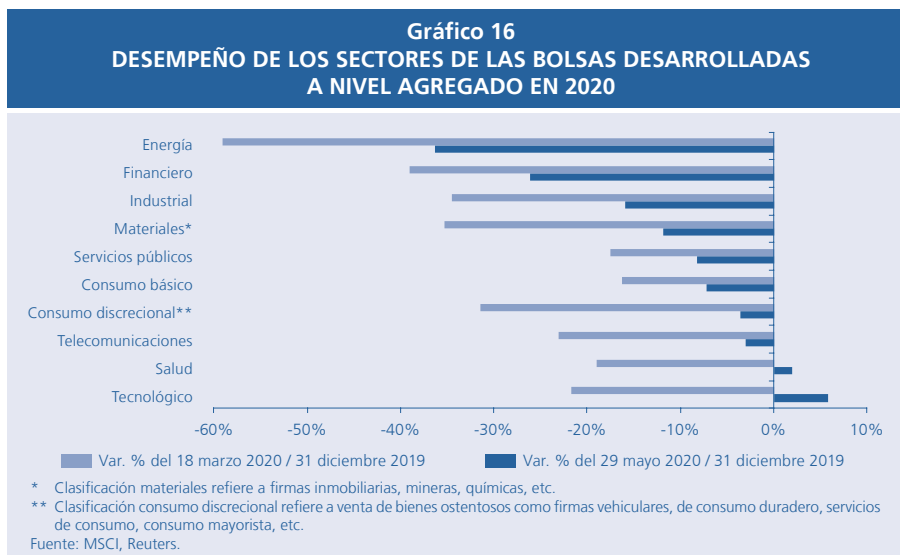
A partir de entonces la aversión al riesgo disminuyó gradualmente hasta ubicarse a finales de mayo en 29,8. Dentro de los sectores que impulsaron la recuperación destacan los sectores tecnológicos y de salud (diversas farmacéuticas muestran progreso en el desarrollo de tratamientos para combatir el COVID-19). Sin embargo, algunas firmas no pudieron sobreponerse a las condiciones actuales y apelaron a la reestructuración de deuda y de sus funciones operativas bajo la protección de la ley de bancarrota.

En el caso de las economías emergentes, las bolsas también cayeron siguiendo la tendencia global de mayor aversión al riesgo. Los retrocesos de las bolsas se intensificaron para las economías dependientes de las materias primas.

Cuadro 7 BOLSAS MUNDIALES						
		May.19	Dic.19	May.20	Variación May.2020 May.2019 (%)	Variación acumulada 2020 (%)
VIX*	S&P 500	18,71	13,78	29,76	11,1	16,0
Estados Unidos	Dow Jones	24 815	28 538	25 144	1,3	-11,9
Alemania	DAX	11 727	13 249	11 587	-1,2	-12,5
Francia	CAC 40	5 208	5 978	4 695	-9,8	-21,5
Italia	FTSE MIB	19 802	23 506	18 198	-8,1	-22,6
España	IBEX 35	9 004	9 549	7 097	-21,2	-25,7
Grecia	ASE	830	917	653	-21,4	-28,8
Reino Unido	FTSE 100	7 162	7 542	6 077	-15,2	-19,4
Japón	Nikkei 225	20 601	23 657	21 878	6,2	-7,5
Brasil	Ibovespa	97 030	115 645	85 867	-11,5	-25,7
Colombia	COLCAP	1 487	1 662	1 071	-28,0	-35,6
Chile	IPSA	4 977	4 670	3 610	-27,5	-22,7
México	IPC	42 749	43 541	35 630	-16,7	-18,2
Argentina	Merval	33 950	41 671	38 574	13,6	-7,4
Perú	Ind. Gral.	19 923	20 526	15 601	-21,7	-24,0
Sudáfrica	JSE	55 650	57 084	50 483	-9,3	-11,6
India	Nifty 50	11 923	12 168	9 580	-19,6	-21,3
Turquía	XU100	90 590	114 425	105 520	16,5	-7,8
Rusia	RTS	1 287	1 549	1 220	-5,2	-21,3
China	Shangai C.	2 899	3 050	2 852	-1,6	-6,5
Corea Del Sur	KOSPI	2 042	2 198	2 030	-0,6	-7,6
Indonesia	JCI	6 209	6 300	4 754	-23,4	-24,5
Tailandia	SET	1 620	1 580	1 343	-17,1	-15,0
Malasia	KLCI	1 651	1 589	1 473	-10,8	-7,3
Filipinas	Psei	7 970	7 815	5 839	-26,7	-25,3

* Datos y variación en puntos.
Elaborado al 29 de mayo.
Fuente: Reuters.





21. Respecto a los **mercados cambiarios**, la mayor aversión al riesgo llevó a una apreciación del dólar frente a la canasta de principales monedas, con excepción del yen. Destacó la depreciación de la libra esterlina afectada, además, por la mayor incertidumbre en las negociaciones comerciales de Reino Unido post *Brexit*.

Cuadro 8
TIPOS DE CAMBIO

		May.19	Dic.19	May.20	Variación May.2020/ May.2019 (%)*	Variación acumulada 2020(%)*
Indice dólar**	US Dollar Index	97,75	96,39	98,49	0,8	2,2
Euro	Euro	1,117	1,121	1,109	-0,7	-1,1
Reino Unido	Libra	1,263	1,326	1,231	-2,5	-7,1
Japón	Yen	108,26	108,61	107,84	-0,4	-0,7
Brasil	Real	3,922	4,019	5,417	38,1	34,8
Colombia	Peso	3 375	3 285	3 726	10,4	13,4
Chile	Peso	709	752	805	13,5	7,1
México	Peso	19,61	18,93	22,32	13,8	18,0
Argentina	Peso	44,69	59,86	68,53	53,4	14,5
Perú	Sol	3,381	3,312	3,430	1,4	3,6
Sudáfrica	Rand	14,58	13,99	17,64	21,0	26,0
India	Rupia	69,57	71,35	75,59	8,7	5,9
Turquía	Lira	5,84	5,95	6,83	17,1	14,9
Rusia	Rublo	65,57	61,92	70,62	7,7	14,1
China	Yuan (onshore)	6,903	6,962	7,135	3,4	2,5
Corea Del Sur	Won	1 188	1 154	1 238	4,2	7,2
Indonesia	Rupia	14 270	13 880	14 575	2,1	5,0
Tailandia	Bath	31,52	29,76	31,82	1,0	6,9
Malasia	Ringgit	4,189	4,089	4,345	3,7	6,3
Filipinas	Peso	52,09	50,65	50,56	-2,9	-0,2

* 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 29 de mayo 2020.
Fuente: Reuters.

Las monedas emergentes también siguieron la tendencia global siendo particularmente afectadas por las salidas de capitales durante el mes de marzo. También influyeron la reducción de las tasas de interés domésticas, las perspectivas desfavorables del crecimiento económico y algunos choques idiosincráticos. Las mayores depreciaciones se registraron sobre todo en aquellas economías exportadoras de *commodities* (particularmente petróleo) y en aquellas con perspectivas macroeconómicas menos favorables.

22. El deterioro en las perspectivas de crecimiento y la mayor aversión al riesgo afectaron a los mercados financieros y llevaron a una contracción en los **precios de los *commodities*** (en particular del petróleo).

a. Cobre

En mayo, la cotización del cobre alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 2,38, menor en 14 por ciento a la registrada en diciembre de 2019. China, consumidor del 50 por ciento del cobre refinado a nivel global, impuso restricciones de cuarentena severas y la demanda por maquinaria, electrodomésticos y automóviles disminuyó afectando el consumo de cobre de estos sectores.

La caída de la demanda se acentuó a partir de marzo en la medida que la crisis se intensificó en el resto del mundo. Ello obligó a diversos gobiernos a anunciar el cierre de sus industrias y la paralización de la actividad económica. Si bien la epidemia del COVID-19 también afectó la producción de minas y refinerías, la magnitud de la pérdida durante los primeros meses ha sido menor a la caída de la demanda. Ello habría acentuado el exceso de oferta que ya se registraba en los dos primeros meses del año.

Cuadro 9
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2016	2017	2018 ²	2019 ²	Ene./Feb. 2019	Ene./Feb. 2020	Var.%
Producción Minera Global	20 402	20 082	20 577	20 553	3 187	3 248	1,9%
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	23 357	23 538	24 098	24 041	3 827	3 848	0,5%
Utilización Global de Refinados	23 492	23 710	24 488	24 455	3 798	3 720	-2,1%
Balance de Refinados ^{1/}	-136	-171	-391	-414	29	129	

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

2/ Reporte del ICSG de mayo de 2020.

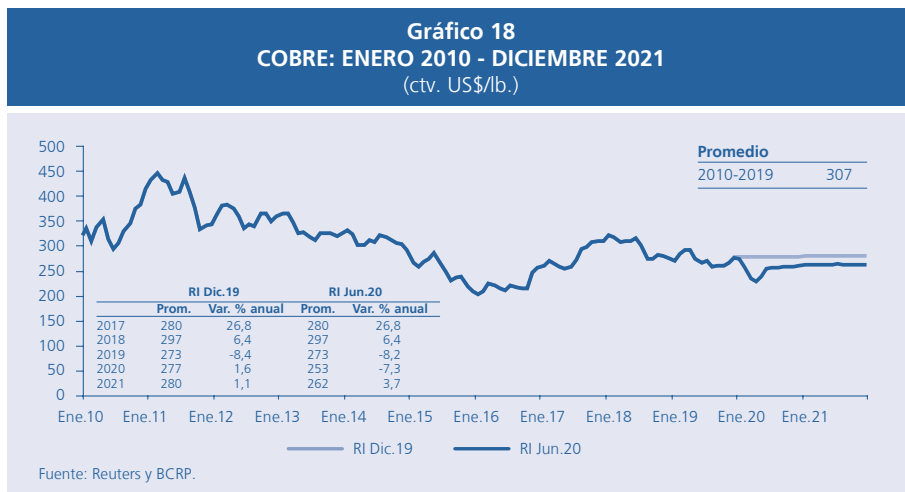
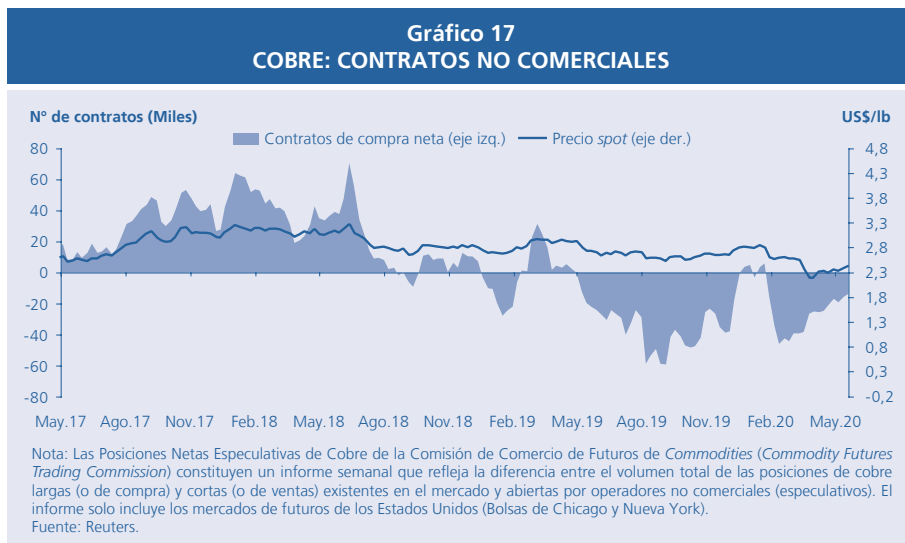
Fuente: ICSG.

En este contexto, las posiciones no comerciales en el mercado de cobre pasaron de una posición de compra neta, a inicios de año, a una de venta neta. Cabe señalar que, entre diciembre de 2019 y enero de este año, las posiciones de compra neta se habían recuperado como resultado de las expectativas favorables tras el





acuerdo comercial (denominado Fase 1) alcanzado por China y Estados Unidos. En el escenario de recuperación gradual, principalmente de China y de las economías desarrolladas, y de una normalización de la producción, se asume que los precios mostrarían una ligera tendencia al alza respecto a los niveles actuales, durante el segundo semestre de 2020 y el próximo año. Sin embargo, la proyección actual supone una revisión a la baja respecto a la proyección del Reporte de diciembre.



b. Zinc

En lo que va del año, la cotización internacional del zinc cayó 13 por ciento y alcanzó una cotización de US\$/lb. 0,90 en mayo de 2020. Esta caída se suma a la observada durante el año 2019.

Al igual que el cobre y otros metales básicos, la caída del precio del zinc se explica por el impacto de la propagación del COVID-19 sobre la demanda. Dado el tamaño de la recesión, la demanda global de zinc tendría su peor caída desde la Gran Crisis Financiera. Los sectores más afectados serían el automotriz y el de construcción, sectores altamente demandantes del metal. El precio del zinc ya había sido afectado por las medidas *antidumping* impuestas por varios países contra las importaciones chinas de acero galvanizado y por el riesgo de que más países introdujeran la misma medida. Los recortes de producción asociados a las medidas restrictivas adoptadas por la pandemia sólo limitaron parcialmente esta tendencia a la baja.

En este contexto, se espera que, luego de cuatro años de déficit, el mercado comience a registrar superávits globales de oferta. A los factores señalados anteriormente se suma el ingreso de nueva capacidad de refinación en China (con fundiciones ya adecuadas a las nuevas regulaciones del gobierno). Consistente con estos desarrollos, se espera que el precio del zinc se establezca alrededor de los niveles actuales y por debajo de lo previsto en el Reporte de diciembre.

Cuadro 10
OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO
(Millones de toneladas métricas de zinc)

	2016	2017	2018	2019	Ene.-Feb.	
					2019	2020
Producción Minera Global	12,60	12,61	12,76	12,86	2,98	2,97
Producción Global de Refinados	13,56	13,49	13,10	13,50	3,21	3,31
Utilización Global de Refinados	13,67	13,95	13,65	13,69	3,20	3,07
Balance de Refinados (en miles)	-106	-467	-543	-192	9	239

Fuente: ILZSG, Reporte de mayo de 2020.

Gráfico 19
ZINC: ENERO 2010 - DICIEMBRE 2021
(ctv. US\$/lb.)



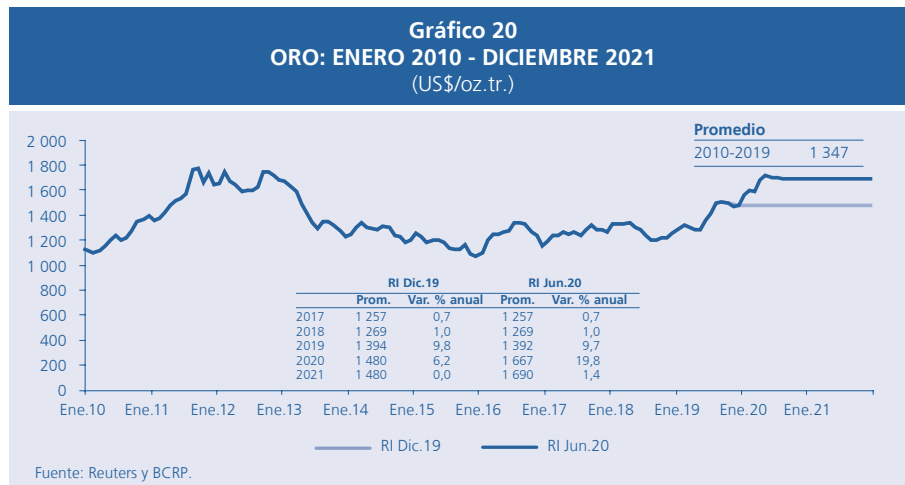
Fuente: Reuters y BCRP.





c. Oro

En mayo, la cotización promedio del oro fue US\$/oz.tr. 1 717, lo que implica un aumento de 16 por ciento en lo que va del año. Con ello, continúa la tendencia al alza observada durante el año 2019 (cuando registró un aumento de 18 por ciento).



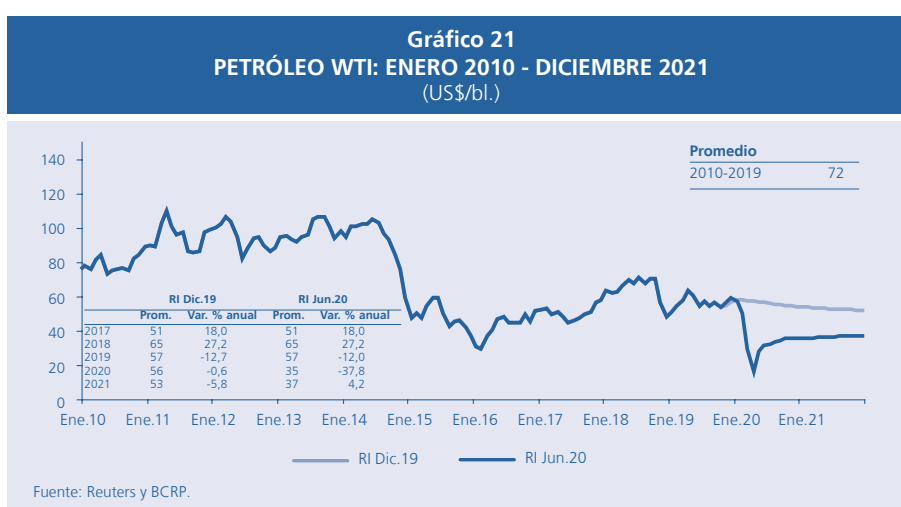
El precio del oro aumentó rápidamente por el incremento de la inversión en ETF (*Exchange Trade Fund*) debido a la mayor incertidumbre económica producto de la pandemia del COVID-19, que aumentó la preferencia de los inversionistas por activos de refugio seguros. La incertidumbre también aumentó, hacia el mes de mayo, por las mayores tensiones entre China y Estados Unidos. Además, la flexibilización monetaria en varios países, en particular en Estados Unidos, también favorece la mayor demanda de los inversionistas. Todo ello ha compensado la caída de la demanda del mercado físico, en particular la demanda por joyería. En línea con estos desarrollos, se revisa al alza la proyección del precio del oro respecto al Reporte de diciembre.

d. Petróleo

En mayo de 2020, la cotización promedio del **petróleo** WTI se redujo 52 por ciento respecto a diciembre, alcanzando un promedio mensual de US\$/br. 29. Con ello, el precio del petróleo revirtió el incremento de 22 por ciento que acumuló en 2019.

La percepción, a inicios de año, de un mercado global de petróleo equilibrado se interrumpió por la inesperada caída de la demanda mundial debido al COVID-19. Se estima que las medidas adoptadas frente a la pandemia habrían significado

una caída en el consumo de alrededor de 30 por ciento. Esta caída en la demanda, sumada a la falta de acuerdo apropiado para restringir la oferta que generó una guerra temporal de precios, determinó una caída sin precedentes en las cotizaciones. En el caso particular de la cotización del WTI, esta se vio afectada, además, por los problemas de almacenamiento y el vencimiento del contrato de mayo, llegando incluso a cotizar temporalmente en niveles negativos durante el 20 de abril.



Se estima que la reapertura gradual de las economías lleve a un incremento en la demanda que compense sólo parcialmente la caída del primer semestre. La Agencia Internacional de Energía estima una caída de 9 por ciento para el año 2020. Por el lado de la oferta, los países productores (la OPEP y Rusia, entre otros), acordaron un recorte histórico de producción de 9,7 millones de b/d (equivalente a 10 por ciento de la oferta total) vigente a partir de mayo y con un cronograma de reducción del recorte. En línea con estos desarrollos, se espera que los precios se estabilicen alrededor de los niveles actuales (y por debajo de los precios proyectados en el Reporte de Inflación anterior).

e. Precio de los granos

Luego de un aumento de 7 por ciento en 2019, el precio del **maíz** disminuyó en 20 por ciento en los primeros cinco meses del año, ubicándose en una cotización promedio de US\$/TM 117 en mayo.

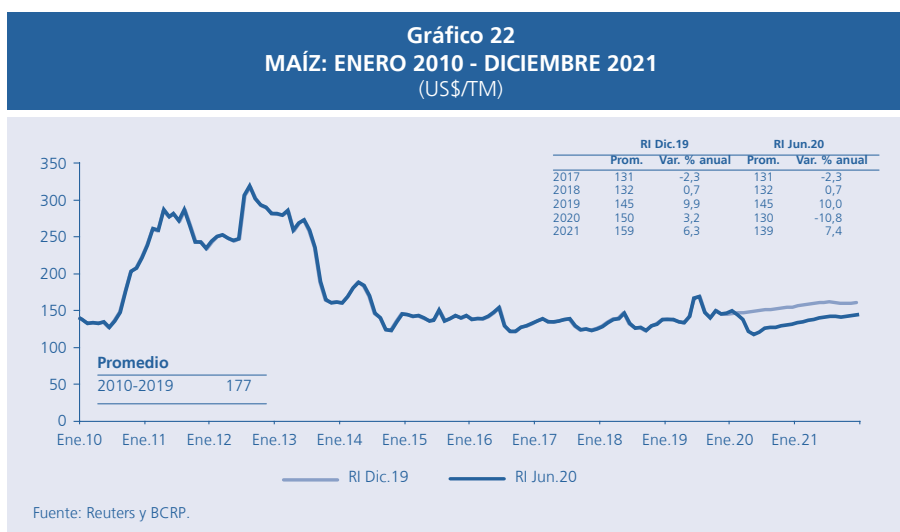
La cotización del **maíz** disminuyó debido a la caída de la demanda afectada por el COVID-19 y por las perspectivas de una mayor oferta. El consumo fue afectado por la fuerte reducción de la producción de etanol (ante los bajos precios del



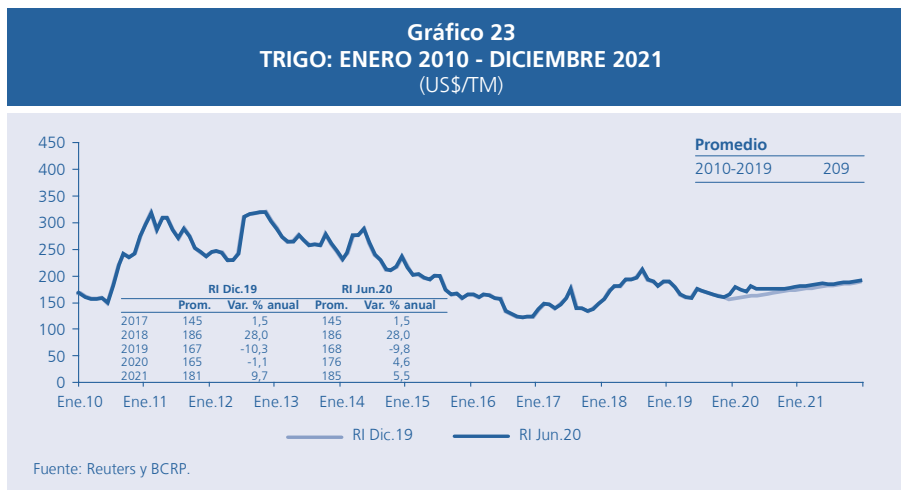


petróleo) y por la menor demanda del sector ganadero. Además, la propagación del COVID-19 elevó los temores de que China no cumpla con su compromiso de realizar mayores compras de maíz estadounidense en el marco del acuerdo comercial Fase 1 firmado en enero. Por el lado de la oferta, destacan los mayores excedentes en Brasil y las proyecciones de una producción récord en Estados Unidos para la campaña 2020/2021.

En línea con estos desarrollos, se revisa a la baja el precio promedio del maíz para 2020. Aparte de los riesgos globales, para el caso del maíz existe la incertidumbre sobre el cumplimiento de los acuerdos comerciales entre China y Estados Unidos y sobre el nivel de producción en Sudamérica, donde las mejores condiciones climáticas favorecen una mayor producción potencial.

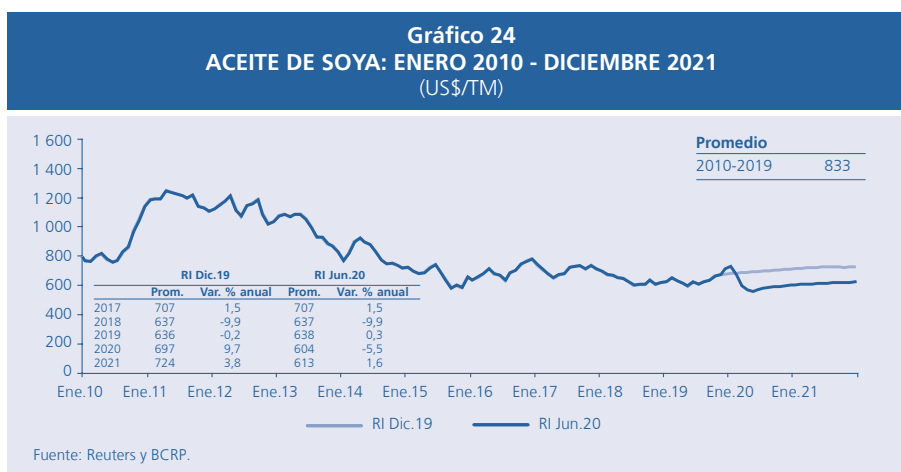


Desde el último Reporte de diciembre, la cotización del **trigo** aumentó 5 por ciento, alcanzando en mayo de 2020 un promedio mensual de US\$/TM 174. Con ello, la cotización del trigo revierte parcialmente la caída de 12 por ciento que registró en 2019. Diversos factores de oferta prevalecieron en la evolución de la cotización: baja producción en Australia, clima adverso para cultivos de invierno en Europa y en la región del Mar Negro y anuncio de restricciones a la exportación en Rusia y Ucrania. En este contexto de expectativas de menor oferta, se estima que el precio del trigo se cotice a niveles por encima de los del Reporte de Inflación previo. Sin embargo, los riesgos de la proyección son elevados y se centran en el impacto que tendrá el COVID-19 en la demanda global de trigo y en el impacto del clima en la siembra del hemisferio norte.



Al mes de mayo, la cotización promedio del **aceite de soya** fue US\$/TM 556, nivel 22 por ciento inferior respecto al de diciembre de 2019. Este retroceso del precio promedio del aceite de soya se produce luego de que aumentara 15 por ciento en 2019.

La cotización del aceite de soya disminuyó afectado por el impacto de la fuerte caída del precio del petróleo en la demanda de biodiesel, el debilitamiento de la demanda global debido al COVID-19 y la mayor molienda de soya en Estados Unidos. El precio también se afectó por la incertidumbre sobre la capacidad de China de cumplir sus compromisos de compra de productos estadounidenses. También contribuyó la caída del precio de otros aceites vegetales, en particular de la cotización del aceite de palma. Considerando estos desarrollos recientes, se proyecta que los precios se coticen por debajo de lo estimado en el Reporte de Inflación anterior.





Recuadro 1 LA PANDEMIA DEL COVID-19

La rápida propagación de la epidemia del COVID-19 revirtió las expectativas favorables que existían para la economía global a raíz de los avances en las negociaciones comerciales entre EUA y China (que se reflejaron en el acuerdo Fase 1 entre ambos países). Sólo pasaron dos meses entre el primer caso reportado fuera de Asia hasta la evidencia de una pandemia global que llevó a la adopción de medidas de aislamiento social por parte de la mayoría de economías desarrolladas y emergentes. El presente texto resume esta evolución de la epidemia y la compara con algunos episodios anteriores.

Cronología de la pandemia

El brote de esta pandemia del COVID-19 –nombrado así por la Organización Mundial de la Salud (OMS) el 11 de febrero– se inició el 31 de diciembre de 2019, cuando la comisión municipal de Wuhan (provincia de Hubei) notificó a la OMS de varios casos de neumonía. La primera muerte por el nuevo coronavirus se registró el 11 de enero, un día después que la OMS publicara un primer conjunto de recomendaciones. El primer caso confirmado fuera de China se registró el 13 de enero en Tailandia, expandiéndose inicialmente a sus países vecinos Japón y Corea del Sur.

El primer caso fuera de Asia, un norteamericano que arribó a Seattle proveniente de China, se identificó el 20 de enero. A partir de este evento, los mercados empezaron a mostrar una mayor preocupación ante la posibilidad de que el virus se expanda fuera del continente asiático. El 21 de enero, las principales bolsas mostraron caídas en particular por las acciones de empresas de viajes, transportes y entretenimiento. La globalización y las mejoras en los sistemas de transporte hacían temer que, a pesar de los mayores avances tecnológicos y sanitarios, esta epidemia se pudiera propagar rápidamente.

Sin embargo, la propagación del virus se dio primero en Europa. La región de Lombardía, en el norte de Italia, se convirtió en el segundo foco infeccioso importante; el gobierno decretó el estado de cuarentena el 9 de marzo, cuando se tenía registrados 9 172 casos y 463 víctimas fatales. Para esa fecha, el número de contagios a nivel mundial superaba los 100 000. Pocos días después, España, el segundo país europeo más afectado, dictaba similar medida.

A partir de entonces el brote se extendió rápidamente hacia América. El 11 de marzo la OMS señaló que el episodio actual del COVID-19 podía ser declarado como una pandemia. Actualmente, el epicentro de la pandemia se ubica en la ciudad de New York, en EUA, país cuyo número de fallecidos y casos confirmados representan poco más de la cuarta parte en el mundo. Junto con EUA, América Latina se presenta como un nuevo epicentro de la pandemia debido al crecimiento reciente de contagios. Al 15 de junio, el número de casos a nivel mundial ascendía a 7,8 millones y el número de fallecidos a 431 mil. El número de países afectados por la pandemia llega a más de 200, algo nunca antes visto en la historia.

CRONOLOGÍA DE EVENTOS: Del primer caso (dic. 2019) a la declaratoria de pandemia (mar.2020)	
Fecha	Acontecimiento
8 de diciembre	El primer paciente desarrolla síntomas de coronavirus en Wuhan
31 de diciembre	Wuhan notifica de un conglomerado de casos de neumonía a la OMS.
7 de enero	Las autoridades chinas confirman que se ha identificado el virus como un nuevo coronavirus.
10 de enero	La OMS publica un primer conjunto de orientaciones técnicas y recomendaciones para todos los países.
11 de enero	Se confirma el primer fallecimiento en Wuhan.
13 de enero	Se confirma el primer caso de COVID-19 fuera de China, en Tailandia.
20 de enero	Se confirma el primer caso de COVID-19 fuera de Asia, EUA.
22 de enero	Una misión de la OMS confirma la transmisión entre seres humanos del virus.
23 de enero	Se decreta estado de cuarentena en la provincia de Hubei y las celebraciones por el Año Nuevo Lunar se cancelan en las principales ciudades chinas.
24 de enero	Se confirma el primer caso de COVID-19 en Europa, en Francia.
29 de enero	Se confirma el primer caso de COVID-19 en Italia.
30 de enero	La OMS declara al brote como una emergencia de salud pública de interés internacional.
2 de febrero	Se confirma el primer fallecimiento fuera de China, en Filipinas.
3 de febrero	La OMS publica un plan estratégico de preparación y respuesta para ayudar a los Estados con sistemas de salud más frágiles a protegerse.
11 de febrero	La OMS decidió llamar al nuevo coronavirus como COVID-19, cuando el número de fallecidos supera los 1 000 a nivel mundial.
15 de febrero	Se confirma el primer fallecimiento en Europa, en Francia.
22 de febrero	Se confirma el primer fallecimiento en Italia.
26 de febrero	Se confirma el primer caso de COVID-19 en América Latina, en Brasil.
3 de marzo	Se confirma el primer fallecimiento en EUA.
6 de marzo	Se supera los 100 000 casos confirmados en el mundo.
7 de marzo	Se confirma el primer caso de COVID-19 en Perú. Se confirma el primer fallecimiento en América Latina, en Argentina.
9 de marzo	Se decreta el estado de cuarentena en Italia.
11 de marzo	La OMS determina que la COVID-19 puede caracterizarse como una pandemia.
16 de marzo	Se decreta el estado de cuarentena en Perú.
20 de marzo	Se confirma el primer fallecimiento en Perú. Se decreta el estado de cuarentena en New York, EUA.

Evolución de la pandemia en el mundo

El panorama mundial de la pandemia muestra tres diferentes comportamientos, por un lado, en los países de Asia donde se vieron los primeros brotes, el número de contagiados activos así como el número diario de nuevos contagios ya está en descenso. Estos países ya tienen controlada la pandemia.

Una evolución parecida se observa en los países industrializados, hecho que ha llevado a estas economías a flexibilizar sus medidas de intervención no farmacéuticas. Por ejemplo, en Italia, el índice de rigor de las medidas de intervención construido por la Universidad de Oxford, muestra una reducción generalizada. En particular, en Italia baja de un nivel de 93,5 a 63,0 puntos.

Por otro lado, América Latina, se ha vuelto en el nuevo epicentro de la pandemia. Los casos activos por cada millón de habitantes siguen creciendo en tanto que los nuevos casos siguen en un tramo ascendente.





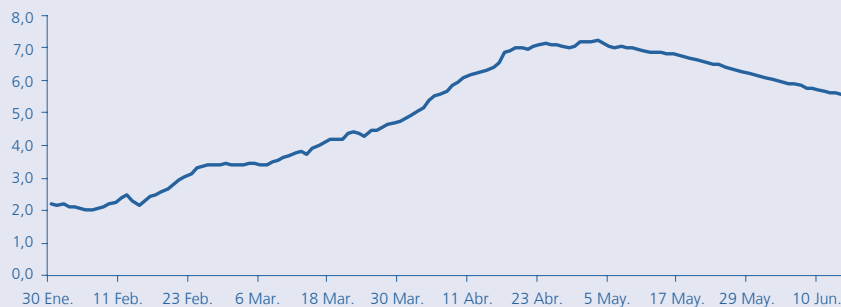
Comparación del COVID-19 con otros episodios

Los primeros estudios del virus vinculaban esta epidemia con dos epidemias recientes: el SARS (*Severe Acute Respiratory Syndrome*) y MERS (*Middle East Respiratory Syndrome*) ambas provocadas por otros tipos de coronavirus.

La epidemia del SARS aconteció entre 2002 y 2003; también surgió en China y se propagó a 30 países y ocasionó un total de 8 098 infectados y 774 víctimas fatales. La segunda fue detectada por primera vez en Arabia Saudita en 2012; aunque el 80 por ciento de los casos se concentraron en dicho país, se notificaron casos en 27 países. La limitada transmisión de persona a persona facilitó su control, aunque en la actualidad aún se registran casos.

De ambas enfermedades respiratorias, el SARS tiene mayor semejanza con el COVID-19 debido a su similar origen (se sospecha que fue a través de un animal infectado) y a su fácil transmisión entre personas. La tasa de mortalidad de la presente pandemia (5,5 por ciento) es menor que la del SARS (9,6 por ciento), y alcanzó su punto más alto en la primera semana de mayo (7,3 por ciento) coincidiendo con el colapso de los sistemas sanitarios en varias economías desarrolladas (como España e Italia).

TASA DE MORTALIDAD
(En porcentaje)



Información al 15 de junio.
Fuente: Organización Mundial de la Salud.

Desde una perspectiva histórica, se observa que en los últimos 100 años otras pandemias han superado largamente el número de fallecidos que, hasta la fecha, ha ocasionado el COVID-19. Ello se explica por una menor mortalidad del virus y por las mejoras tecnológicas y sanitarias. Sin embargo, como se señaló anteriormente, la mayor globalización y la facilidad de contagio han ocasionado una propagación global nunca antes vista.

PANDEMIAS EN LOS ÚLTIMOS 100 AÑOS

Pandemia	Período	Número de fallecidos*
Encefalitis Letárgica	1915-1926	1 500 000
Gripe española	1918-1919	50 000 000
Gripe asiática	1957-1958	2 000 000
Gripe de Hong Kong	1968-1970	1 000 000
VIH/SIDA	1981-presente	30 000 000
SARS	2002-2003	770
La gripe A (H1N1)	2009-2010	203 000
Ébola	2014-2016	11 000
MERS	2015-presente	850

*Estimado.
Fuente: Deutsche Bank.

Las experiencias recientes permiten establecer algunos puntos de encuentro y algunas diferencias. Los especialistas señalan la posibilidad que, como en la gripe española, se den rebrotes en el segundo semestre de 2020 y durante 2021. La experiencia de St. Louis, durante dicha pandemia, muestra cómo una ciudad que había controlado eficazmente el brote inicial, puede verse desbordada cuando establece la reapertura de los negocios.

Por otro lado, a diferencia de la epidemia del VIH, las posibilidades de una pronta vacuna son mucho mayores. En la actualidad existen alrededor de 60 proyectos paralelos y se estima que una vacuna podría estar disponible hacia el primer semestre del próximo año. Una vacuna apoyaría el restablecimiento rápido de las relaciones sociales y económicas, tal como existían previo a la pandemia.

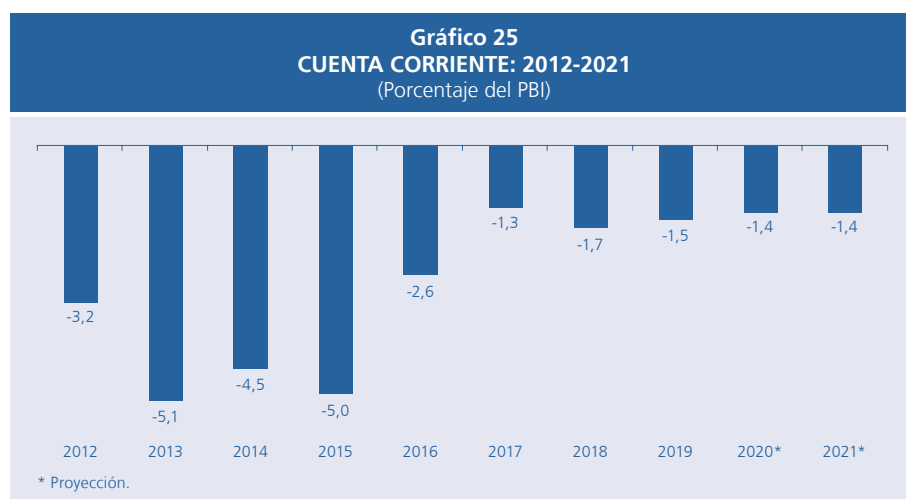




II. Balanza de pagos

Cuenta corriente

23. En la coyuntura de la pandemia del COVID-19, la **cuenta corriente** de la balanza de pagos registró en el primer trimestre de 2020 un déficit equivalente a 2,2 por ciento del PBI, menor al de igual período de 2019 (3,1 por ciento del PBI). Este resultado reflejó principalmente la reducción del déficit de la renta de factores, producto de las menores utilidades de las empresas de inversión directa extranjera (mineras, servicios e industriales), en línea con la contracción de la producción local y los menores precios de los *commodities*. En menor medida, también influyeron las menores importaciones de bienes y servicios del exterior, producto de la contracción de la demanda interna y la significativa caída del precio del petróleo. Se registraron menores exportaciones de bienes y servicios, en una coyuntura de reducción de los precios de los metales básicos, contracción de la producción local y de la demanda externa, cierre de aeropuertos y fronteras, y mayores tarifas internacionales de fletes. Asimismo, las transferencias corrientes se redujeron, afectadas por el cierre de actividades y pérdidas de empleo en los principales países de los que provienen las remesas.
24. En este escenario, se espera que el déficit de la cuenta corriente ascienda a 1,4 por ciento del PBI en **2020**, nivel que se mantendría en 2021. Estos niveles de cuenta corriente son sostenibles y menores al promedio de los últimos 10 años (2,8 por ciento). En **2021** destacaría la recuperación de las exportaciones de bienes y de las utilidades de las empresas de inversión directa extranjera, en una coyuntura de expansión del PBI mundial y local.



Cuadro 11
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	2019	2020*			2021*	
		I Trim.	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-3 531	-1 141	-3 845	-2 781	-4 092	-3 166
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-1,5</i>	<i>-2,2</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,4</i>
1. Balanza comercial	6 614	832	7 040	5 540	7 086	8 428
a. Exportaciones	47 688	10 008	49 761	39 051	52 149	44 793
De las cuales:						
i) Tradicionales	33 751	6 919	34 658	28 064	35 615	31 885
ii) No Tradicionales	13 783	3 050	14 945	10 871	16 378	12 812
b. Importaciones	-41 074	-9 176	-42 721	-33 512	-45 063	-36 365
2. Servicios	-3 114	-741	-2 809	-3 317	-3 186	-3 129
3. Renta de factores	-10 749	-1 837	-11 914	-8 234	-11 984	-11 089
4. Transferencias corrientes	3 718	606	3 838	3 230	3 992	2 624
Del cual: Remesas del exterior	3 326	494	3 514	2 067	3 690	2 274
II. CUENTA FINANCIERA	11 726	847	6 186	9 481	5 152	4 091
1. Sector privado	7 309	231	2 802	1 564	3 180	466
a. Largo plazo	5 512	-842	2 752	759	3 180	466
b. Corto plazo ^{1/}	1 796	1 073	50	805	0	0
2. Sector público ^{2/}	4 417	616	3 385	7 917	1 972	3 625
III. VARIACIÓN DE RIN	8 195	-294	2 341	6 700	1 060	925

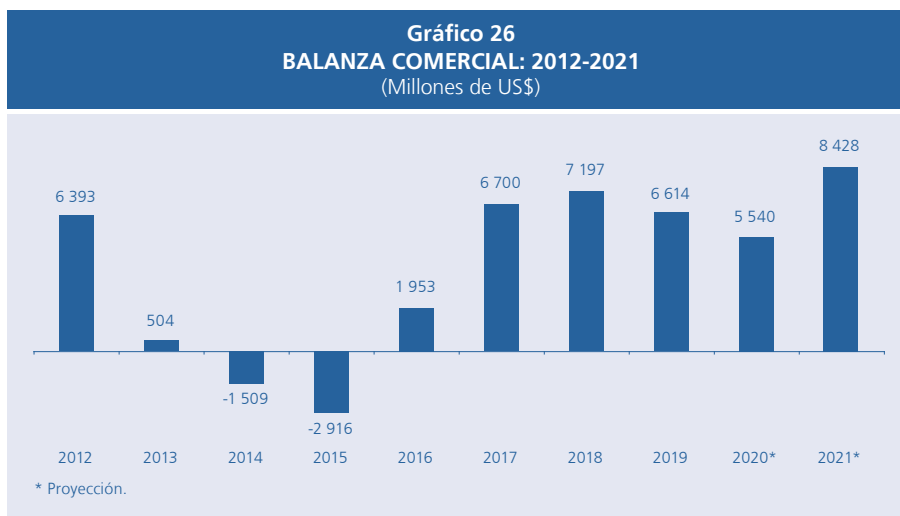
1/ Incluye errores y omisiones netos, y efecto valuación de RIN.
2/ Incluye inversión de portafolio en bonos soberanos por no residentes.
RI: Reporte de Inflación.
* Proyección.





25. La **balanza comercial** del primer trimestre de 2020 registró un superávit de US\$ 832 millones, US\$ 452 millones menos que el registrado en el mismo periodo de 2019 (US\$ 1 284 millones), por las menores exportaciones, en un escenario de crisis económica local y mundial causada por la pandemia del COVID-19. La reducción del superávit comercial se acentuaría en los siguientes meses (en lo que va del año a abril descendió a US\$ 169 millones), pero se espera una reversión gradual desde el segundo semestre del año.

Se proyecta que la balanza comercial alcance un superávit de US\$ 5 540 millones en **2020**, inferior en US\$ 1 075 millones al observado en el año previo, producto de las menores exportaciones de productos tradicionales (US\$ 5 687 millones), principalmente mineros, y no tradicionales (US\$ 2 912 millones). Se espera un incremento del superávit comercial en **2021** a US\$ 8 428 millones, con el mayor crecimiento de los volúmenes exportados, producto de la recuperación de la producción local y de la demanda internacional.



26. En el primer trimestre de 2020 las **exportaciones** ascendieron a US\$ 10 008 millones, lo que representó una reducción de 11,1 por ciento con respecto al resultado alcanzado en igual periodo de 2019, debido principalmente a los menores volúmenes exportados de productos tradicionales mineros, pesqueros e hidrocarburos; y, en menor medida de los no tradicionales (salvo las agropecuarias que crecieron). Esta evolución se dio en un entorno de paralización de la producción local no esencial con impacto sobre las operaciones logísticas de comercio exterior como la reducción de la frecuencia de ingreso de buques y la menor disponibilidad de contenedores.

Se espera que esta reducción de las exportaciones se acentúe en el segundo trimestre de este año (ya en abril las exportaciones se redujeron en 56 por ciento respecto al mismo mes de 2019). Esta evolución se revertiría gradualmente desde

el segundo semestre. Sin embargo, en **2020**, el valor de las exportaciones se reduciría principalmente por los menores embarques de productos tradicionales mineros e hidrocarburos y no tradicionales agropecuarios, pesqueros y siderometalúrgicos, en línea con la proyección de contracción de la actividad local y de la demanda mundial, afectados en la cadena de suministros, en el contexto de la crisis asociada al COVID-19.

Para **2021**, el valor de las exportaciones se recuperaría principalmente por un mayor crecimiento proyectado de los volúmenes exportados, reflejo del crecimiento de la actividad local y de la demanda mundial, al superarse el impacto de la pandemia.

27. En el primer trimestre las **importaciones** totalizaron US\$ 9 176 millones, menores en 8,0 por ciento con respecto a igual período de 2019, en un contexto de contracción de la demanda interna y de reducción significativa del precio del petróleo. Los volúmenes importados disminuyeron (5,5 por ciento), por las menores adquisiciones de bienes de consumo (7,6 por ciento), siguiendo la reducción de los ingresos y del empleo formal; y de bienes de capital excluyendo materiales de construcción (-8,0 por ciento), siguiendo la reducción de la inversión privada. Por su parte, el precio de las importaciones de insumos se contrajo en 2,6 por ciento (petróleo y derivados -8,5 por ciento), como reflejo de la reducción internacional del precio del petróleo a mínimos históricos. En abril de 2020 las importaciones cayeron 33 por ciento, lo que acentuó la tendencia observada en el primer trimestre.

Cuadro 12 BALANZA COMERCIAL (Variaciones porcentuales)						
	2019	2020*			2021*	
		I Trim.	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
1. Valor:						
Exportaciones	-2,8	-11,1	4,9	-18,1	4,8	14,7
<i>Productos tradicionales</i>	-5,3	-12,9	3,6	-16,8	2,8	13,6
<i>Productos no tradicionales</i>	4,1	-6,6	8,4	-21,1	9,6	17,8
Importaciones	-1,9	-8,0	4,5	-18,4	5,5	8,5
2. Volumen:						
Exportaciones	0,7	-10,3	4,2	-14,7	4,6	12,4
<i>Productos tradicionales</i>	-1,2	-12,7	3,3	-13,2	2,7	12,9
<i>Productos no tradicionales</i>	5,7	-4,8	7,2	-19,1	7,4	14,8
Importaciones	-0,2	-5,5	3,8	-13,2	4,3	6,4
3. Precio:						
Exportaciones	-3,4	-0,8	0,7	-4,0	0,2	2,1
<i>Productos tradicionales</i>	-4,1	-0,2	0,3	-4,2	0,1	0,7
<i>Productos no tradicionales</i>	-1,6	-1,8	1,1	-2,5	2,0	2,6
Importaciones	-1,7	-2,6	0,7	-6,0	1,1	2,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.





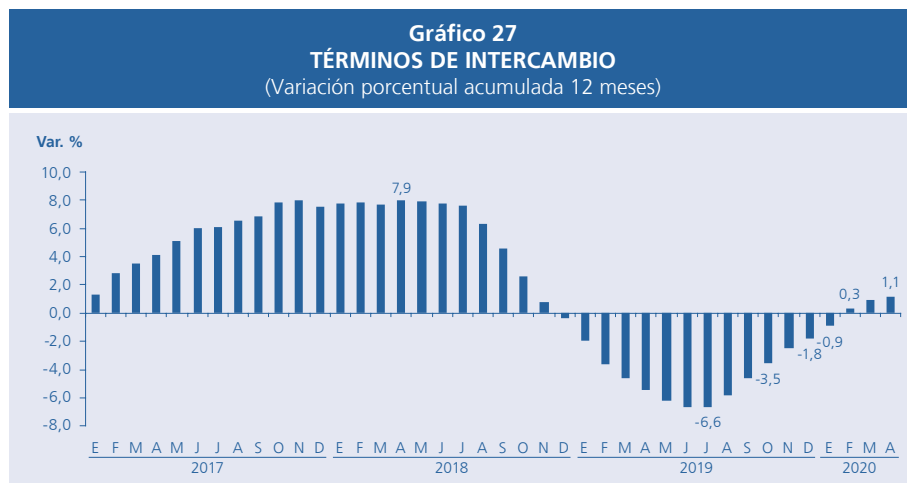
Se espera que desde julio las importaciones se eleven gradualmente siguiendo la recuperación de la demanda interna, aunque la evolución del primer semestre influirá en el resultado del año. La reducción de las importaciones en **2020** se explicaría por la contracción de la demanda interna y la reducción de los precios del petróleo. Por el contrario, para **2021**, el crecimiento de las importaciones estaría en línea con la proyección de recuperación de la demanda interna y de los precios del petróleo.

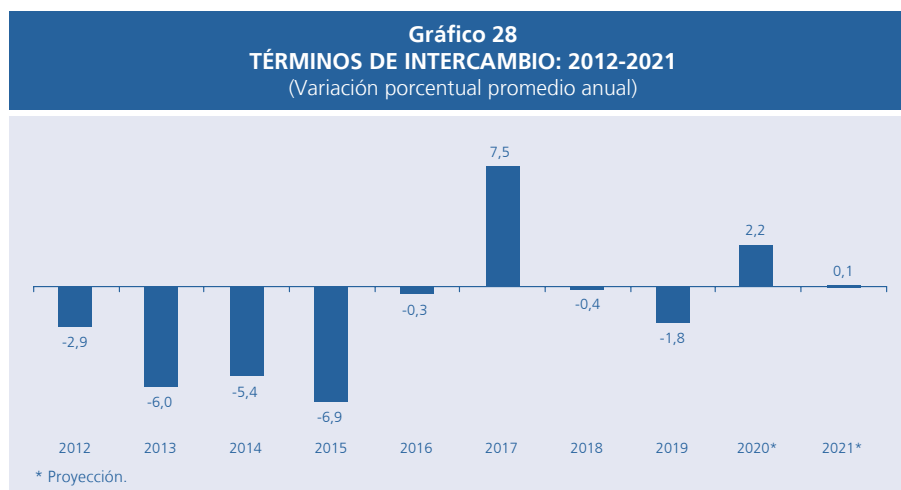
Términos de intercambio

28. En los últimos 12 meses a abril de 2020, los términos de intercambio registraron un avance de 1,1 por ciento anual debido a la mayor caída del precio de las importaciones (el precio del petróleo alcanzó mínimo histórico en abril), respecto al de las exportaciones.

Se espera que, luego de la drástica reducción en abril, el precio del petróleo mantenga una ligera recuperación en lo que resta del año, tal como se ha venido observando desde mayo. Con esta evolución, se proyecta que los términos de intercambio se eleven en **2020** (2,2 por ciento), con la reducción de los precios de importación (6,0 por ciento), superior a la de los de exportación (4,0 por ciento). Los menores precios del petróleo responden al impacto negativo del COVID-19 en la demanda del crudo, sumado a la falta de acuerdo apropiado para restringir la oferta, factores que determinaron una caída sin precedentes en su cotización.

En **2021**, la lenta recuperación del precio de los *commodities* determinaría un aumento de los términos de intercambio (0,1 por ciento), con la recuperación del precio del petróleo superior a la de los metales básicos de exportación.





Cuadro 13
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2019-2021

	2019	2020*		2021*		
		I Trím.	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
Términos de intercambio						
Var % anual (promedio)	-1,8	1,9	0,0	2,2	-0,9	0,1
Precios de Exportaciones						
Var % anual (promedio)	-3,4	-0,8	0,7	-4,0	0,2	2,1
Cobre (ctv US\$ por libra)	273	256	277	253	280	262
Zinc (ctv US\$ por libra)	116	96	103	91	103	91
Plomo (ctv US\$ por libra)	91	84	88	77	88	76
Oro (US\$ por onza)	1 392	1 583	1 480	1 667	1 480	1 690
Precios de Importaciones						
Var % anual (promedio)	-1,7	-2,6	0,7	-6,0	1,1	2,0
Petróleo (US\$ por barril)	57	46	56	35	53	37
Trigo (US\$ por TM)	168	204	165	176	181	185
Maíz (US\$ por TM)	145	141	150	130	159	139

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

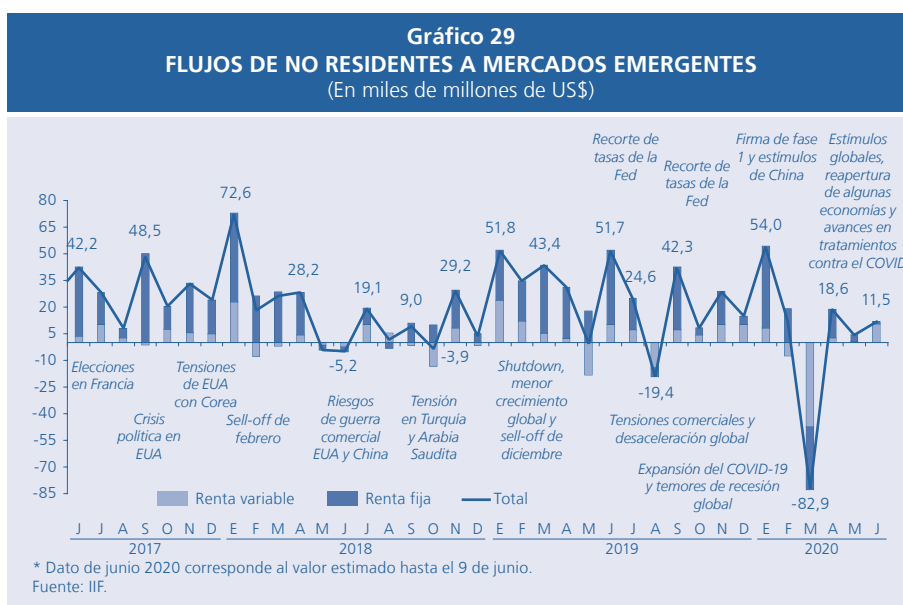
Financiamiento externo

29. En lo que va del presente año, la propagación global del COVID-19 ha generado un deterioro significativo en las condiciones financieras globales, lo que desembocó en una salida récord de capitales de las economías emergentes en marzo. La alta incertidumbre sobre la duración de la pandemia y su impacto en la actividad, se reflejó en una recomposición de los portafolios de los inversionistas con preferencia por efectivo y títulos de menor riesgo de países desarrollados, lo que afectó la demanda y el precio de los principales activos emergentes.





Sin embargo, esta desfavorable coyuntura externa ha estado acompañada de políticas expansivas de parte de los bancos centrales de las economías desarrolladas y emergentes como respuesta a la crisis generada por el COVID-19, que han mitigado en parte las peores condiciones de financiamiento externo. En este sentido, las condiciones financieras internacionales muestran una mejora respecto a marzo, con una reducción de las tasas de interés y un rebote en el valor de mercado de los activos financieros.



30. En esta coyuntura, la **cuenta financiera privada** del primer trimestre del año registró menor ingreso de capitales de largo plazo, con menor inversión directa extranjera y mayores amortizaciones de préstamos, en línea con la reducción de la inversión privada local. Por el contrario, los préstamos de corto plazo se elevaron, lo que limitó el impacto en el financiamiento externo total.

Para el horizonte de proyección, la inversión directa extranjera en el país reflejaría el comportamiento esperado de la inversión privada interna, de contracción en **2020** y recuperación parcial en **2021**. Por su parte, la inversión de cartera y los capitales de corto plazo reflejarían la preferencia por activos de menor riesgo, en una coyuntura de reducción del diferencial de crecimiento (y de tasas de interés) entre las economías emergentes y desarrolladas. Por ello el financiamiento externo del sector privado se mantendría en niveles bajos al final del horizonte de proyección en comparación al periodo previo a la crisis asociada al COVID-19.

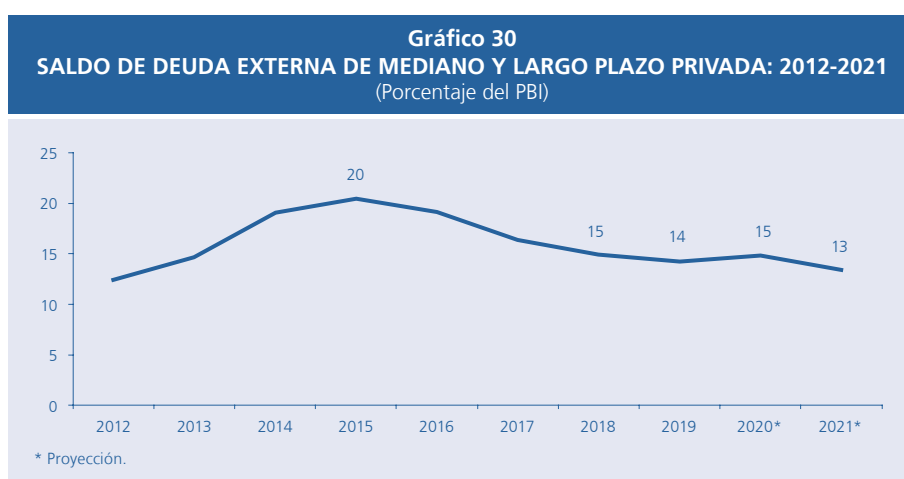
La proyección del presente año considera la entrada de capitales por US\$ 2 417 millones, producto de la liquidación de activos externos, que reflejaría

principalmente los fondos de las AFP para atender los retiros extraordinarios de los afiliados tras la aprobación de la Ley N° 31017.

Por otro lado, se esperaría se mantenga la mayor preferencia por el financiamiento interno y en moneda local, por lo que el endeudamiento externo mantendría su tendencia decreciente al final del horizonte de proyección.

Cuadro 14 CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO (Millones de US\$)						
	2019	2020*			2021*	
		I Trim.	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
SECTOR PRIVADO (A + B)	7 309	231	2 802	1 564	3 180	466
Porcentaje del PBI	3,2	0,4	1,2	0,8	1,2	0,2
A. LARGO PLAZO	5 512	-842	2 752	759	3 180	466
1. ACTIVOS	-2 424	-1 061	-2 752	2 417	-2 038	-974
2. PASIVOS	7 936	219	5 504	-1 659	5 219	1 440
Inversión directa extranjera en el país	8 892	670	5 292	1 552	4 979	2 460
Préstamos de Largo Plazo	-2 224	-432	-425	-2 876	14	-1 765
Inversión de cartera	1 268	-19	637	-335	226	744
B. CORTO PLAZO 1/	1 796	1 073	50	805	0	0

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



31. La **cuenta financiera pública** reflejaría los mayores requerimientos de financiamiento que corresponden a los mayores déficits fiscales en el horizonte





de proyección. En este contexto, se esperan mayores desembolsos y menores emisiones de bonos soberanos (en manos de no residentes) en el presente año.

Cuadro 15 CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO (Millones de US\$)						
	2019	2020*			2021*	
		I Trim.	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
II. Desembolsos ^{1/}	1 863	37	2 126	6 781	1 005	1 771
II. Amortización	-2 205	-97	-254	-323	-531	-547
III. Activos externos netos	214	18	-140	16	-140	-140
IV. Otras operaciones con títulos de deuda (IV = a - b)	4 545	657	1 652	1 443	1 638	2 541
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	4 190	683	1 652	1 467	1 638	2 541
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-355	26	0	24	0	0
V. TOTAL (V = I+II+III+IV)	4 417	616	3 385	7 917	1 972	3 625

1/ Incluye bonos.
* Proyección.

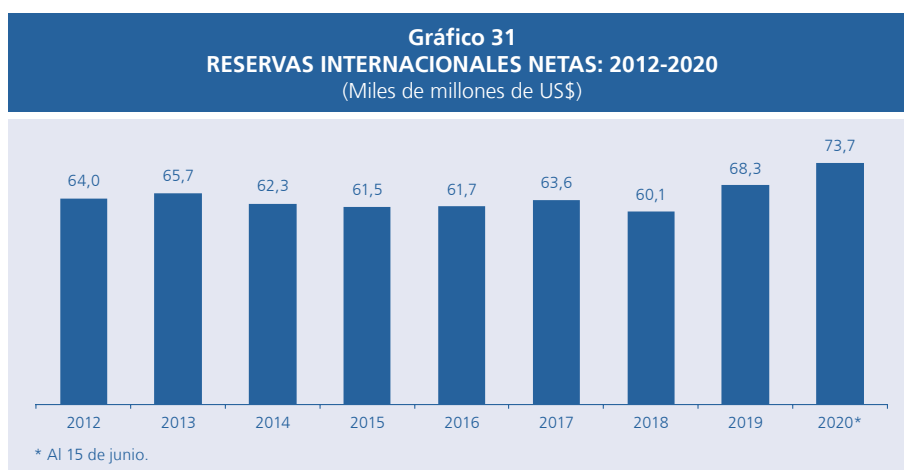
32. La solidez de la balanza de pagos ante eventos externos negativos se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, la economía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

Cuadro 16 INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL					
	2017	2018	2019	2020*	2021*
Reservas Internacionales como porcentaje de:					
a. PBI	29,7	26,7	29,6	37,3	33,8
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	405	466	579	591	599
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	344	360	446	485	479

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

33. Al 15 de junio, las **Reservas Internacionales Netas (RIN)** han aumentado US\$ 5 398 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en US\$ 74 mil millones. Este incremento se explica principalmente por los mayores depósitos de la banca en el BCRP (de US\$ 16 611 millones a US\$ 18 024 millones). Asimismo, durante el mismo periodo la posición de cambio del BCRP aumentó de US\$ 42 619 millones a US\$ 44 185 millones. Para el cierre del horizonte de proyección se espera que las RIN se mantengan estables en alrededor de US\$ 76 mil millones.

A pesar de que nuestro país mantiene sólidos fundamentos macroeconómicos y una fuerte posición externa reflejada en el nivel de reservas internacionales, la profundización de la pandemia y el impacto de las medidas de aislamiento social en la economía hacen recomendable contar con recursos que otorguen mayor respaldo a la posición internacional. Los riesgos son particularmente elevados para las economías emergentes y en desarrollo, debido al impacto de la pandemia en sus balanzas de pagos. En este contexto, a finales de mayo, el FMI aprobó la **Línea de Crédito Flexible (LCF) por US\$ 11 mil millones por dos años**, solicitada por las autoridades económicas peruanas con fines preventivos. Esta línea refuerza la relevancia de contar con un adecuado nivel de reservas internacionales.





III. Actividad económica

34. En el clima de incertidumbre actual, las perspectivas de crecimiento del PBI muestran una gran variabilidad y un amplio rango entre las distintas entidades (desde una caída de 4 por ciento hasta una contracción de 20 por ciento), e inclusive algunas instituciones no han revelado sus expectativas para 2021.

Por ello, las proyecciones de actividad económica presentadas en este Reporte consideran supuestos completos y explícitos, y toman en cuenta un escenario de alta incertidumbre con respecto al impacto de la pandemia del COVID-19. Esto se puede apreciar en el balance de riesgos y en la amplitud de los fan charts presentados en el capítulo de balance de riesgos de inflación.

Cuadro 17
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2020	2021
Consensus Forecast Junio (promedio)	-9,3	7,1
HSBC	-4,0	3,0
CESLA (Klein-UAM)	-4,1	5,5
Euromonitor Int	-4,3	4,7
Citigroup	-5,0	4,8
AGPV	-5,0	5,6
Moody's Analytics	-8,3	4,8
Capital Economics	-8,5	11,0
Barclays	-8,5	9,5
Oxford Economics	-8,8	11,9
Scotiabank	-9,0	7,0
Econ Intelligence Unit	-9,2	8,0
IHS Markit	-9,9	4,7
Macroconsult	-11,8	8,9
JP Morgan Chase	-12,7	7,9
BBVA	-15,0	6,5
Deutsche Bank	-16,3	8,1
Larrain Vial	-16,9	9,5
Otros fuente Local		
Apoyo	-14 / -20	--
BCP	-11,0	--
Otros fuente Internacional		
Goldman Sachs, Junio	-8,0	6,3
BofA - Merrill Lynch, Junio	-9,0	6,0
Morgan Stanley, Junio	-9,9	6,4
FMI WEO, Abril	-4,5	5,2
Corporación Andina de Fomento, Mayo	-8,4	7,1
Banco Mundial, Junio	-12,0	7,0
Promedio	-9,2	6,9
Desviación Estándar	3,6	2,1
Coefficiente de Variación	39,4	30,8

Fuente: Reportes de entidades.

PBI sectorial

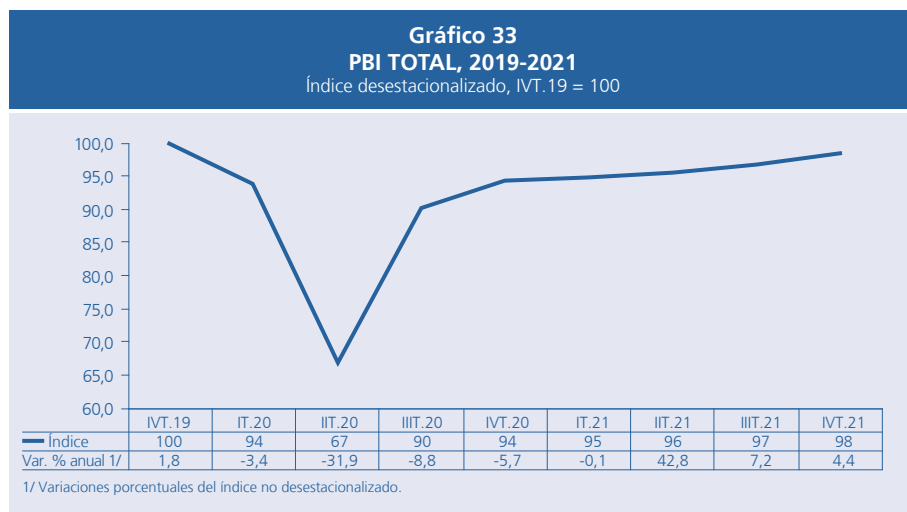
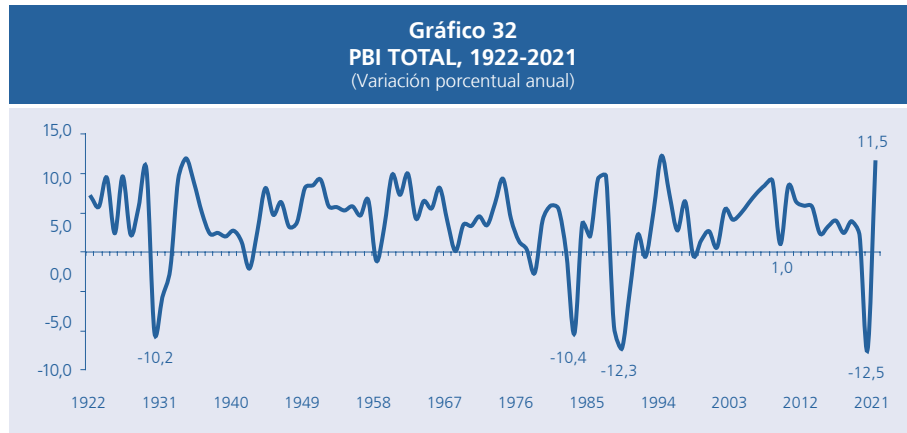
35. El 16 de marzo se decretó el inicio del período de aislamiento social, el cual ha sido extendido hasta el 30 de junio y con ello se registró una caída abrupta de la economía sin precedentes. El período de aislamiento, medida orientada a preservar la salud pública, considera tanto la suspensión total o parcial de la mayoría de actividades consideradas no esenciales, como el confinamiento obligatorio de las familias. Esta medida provocó que el PBI registre una contracción de 16,3 por ciento en marzo y de 40,5 por ciento en abril. Con el anuncio de las cuatro fases de reanudación de las actividades económicas por parte del Gobierno, se espera una menor caída en mayo por el inicio de la primera fase; con lo que se iniciaría una recuperación de la economía, en particular desde el tercer trimestre del año.
36. Una adecuada reapertura de la economía, así como la adaptación de las empresas al nuevo entorno de negocios (digitalización, adaptación a protocolos sanitarios, innovaciones en sus procesos productivos, etc.), permitiría atenuar el deterioro del PBI con una caída de 12,5 por ciento en 2020, tasa no observada en los últimos cien años. Se espera que la recuperación continúe en el año 2021, alcanzando un crecimiento de 11,5 por ciento y recuperando su nivel previo a la crisis (cuarto trimestre de 2019) en el primer trimestre de 2022. Estas proyecciones suponen un escenario de preservación de la estabilidad macroeconómica y financiera y reformas orientadas a lograr un adecuado ambiente de negocios que promueva la creación de empleo y la inversión.

Cuadro 18
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	Prom 2014-2018	2019	2020*			2021*	
			I Trim.	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
PBI primario	4,0	-1,3	-2,8	4,7	-5,5	3,7	8,0
Agropecuario	3,6	3,2	2,9	4,0	1,3	3,6	3,6
Pesca	3,0	-25,9	-15,3	23,0	9,5	-3,9	8,5
Minería metálica	7,1	-0,8	-6,3	3,6	-10,2	5,5	10,7
Hidrocarburos	-3,2	4,6	0,2	0,9	-14,4	0,2	6,9
Manufactura	0,9	-8,8	-0,8	9,3	2,1	0,9	7,7
PBI no primario	3,0	3,2	-3,5	3,6	-14,5	3,8	12,6
Manufactura	-0,6	1,2	-12,3	2,7	-23,8	3,5	16,9
Electricidad y agua	4,7	3,9	-2,1	4,0	-7,9	4,5	12,6
Construcción	0,0	1,5	-13,0	5,3	-25,4	5,1	23,2
Comercio	2,7	3,0	-6,2	3,5	-23,6	3,7	17,4
Servicios	4,2	3,8	-0,5	3,6	-9,9	3,7	10,1
Producto Bruto Interno	3,2	2,2	-3,4	3,8	-12,5	3,8	11,5

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.





- a) El **sector agropecuario** creció 3,2 por ciento en 2019, manteniendo su tendencia ascendente observada desde hace 15 años, gracias a la producción agrícola histórica de productos orientados tanto al mercado interno (papa, plátano, yuca, limón, mandarina, piña y limón) como externo (arándanos, mango, cacao, palta y aceituna), así como de la producción del subsector pecuario (carne de ave y huevos).

El PBI de este sector acumuló un crecimiento de 2,9 por ciento en el primer trimestre tanto por el crecimiento del subsector agrícola (3,4 por ciento), con una creciente producción orientada a la exportación (uva, arándano, palta y quinua) y al mercado interno (arroz, papa y cebolla), como del subsector pecuario (2,4 por ciento) con una mayor oferta de carne de pollo y de huevos.

La inmovilización obligatoria, declarada en marzo, coincidió con el término de la fase de altas cosechas de uva, mango y arándano a comienzos de año;

por lo que las dificultades de la cadena logística del transporte (escasez de contenedores e incrementos de fletes) y de disponibilidad de mano de obra no impactaron significativamente a las agroexportaciones en el primer trimestre. Los picos de cosechas pendientes de agro exportación se concentran nuevamente en el segundo semestre, arándanos y uva (setiembre-diciembre), mango (noviembre-diciembre) y palta (mayo-setiembre). También por calendario, la emergencia sanitaria coincidió con el inicio de la campaña grande de papa, arroz y productos andinos para atender con suficiencia el mercado interno.

Para **2020** se prevé un crecimiento de 1,3 por ciento, año marcado por el impacto del *shock* de oferta por el aislamiento social obligatorio en un contexto de pandemia global dirigido principalmente a la actividad avícola por su vinculación con la comida fuera del hogar y atención a los servicios de turismo que se ralentizan en dicho escenario. Para 2021, con la recuperación del escenario pandemia se espera un crecimiento del sector de 3,6 por ciento, en base al dinamismo de la agricultura orientada tanto al mercado externo como interno y de la actividad del subsector pecuario.

Ante la incertidumbre en un escenario de pandemia global, cabe destacar las fortalezas de la agricultura peruana de agro exportación como la adopción de nuevos protocolos sanitarios y de nuevas variedades de mayor aceptación en el mercado externo (uva y arándano), plantaciones jóvenes con altos rendimientos (arándanos y paltos); continuidad en la recuperación de la producción de arroz y limón en Piura con mejoras en la infraestructura de riego (reservorio de Poechos) y la normalización gradual de la oferta avícola de alta preferencia del consumidor nacional.

- b) En 2019 el sector **pesca** se redujo 25,9 por ciento debido a las menores capturas en las temporadas de pesca de anchoveta, por la menor cuota en la primera temporada y la suspensión de la segunda temporada.

En el primer trimestre de 2020, el sector tuvo una caída de 15,3 por ciento debido a la cancelación de la segunda temporada de pesca de la Zona Norte-Centro 2019 en enero de 2020, así como un menor desempeño de congelados por una menor captura de pota. La irrupción del COVID-19 no afectó significativamente al sector ya que la temporada de anchoveta aún no había comenzado cuando se decretó la cuarentena en marzo, iniciándose junto con la reactivación de algunos sectores económicos en mayo.

La primera temporada de pesca de anchoveta de este año en la zona centro-norte se inició el 13 de mayo desarrollándose normalmente; al 12 de junio se ha extraído cerca del 40 por ciento de la cuota asignada, con un desembarque diario promedio de 33 mil toneladas métricas. Se espera





un crecimiento de 9,5 por ciento para **2020** y de 8,5 por ciento para el próximo año consistente con condiciones climáticas normales.

- c) El PBI del sector **minería metálica** se redujo 0,8 por ciento en 2019, debido a la menor producción de: (i) oro, debido a menores resultados en Barrick y Buenaventura y (ii) zinc, por menores leyes de Antamina. Por otro lado, la producción de cobre se incrementó 0,8 por ciento por la mayor producción de Southern, la cual fue compensada por la menor producción de Cerro Verde, Toromocho y Constancia.

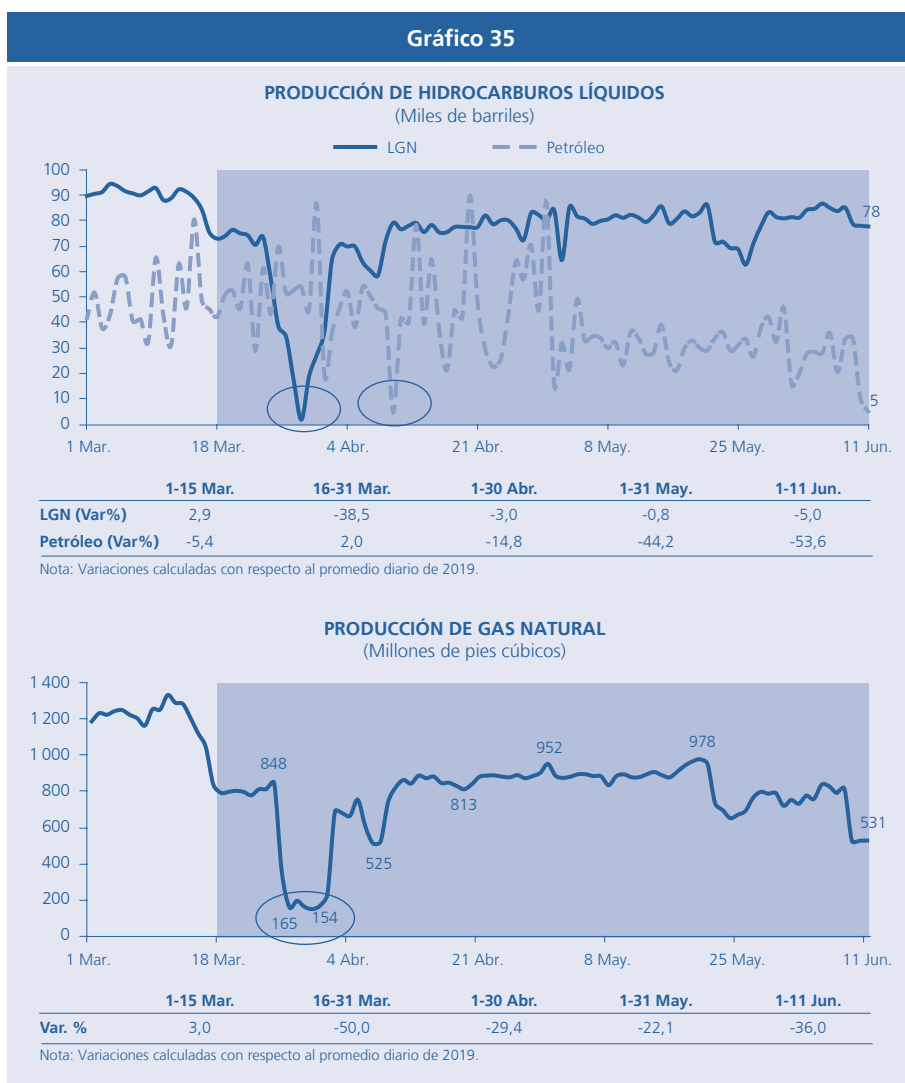
La producción del sector disminuyó 6,3 por ciento en el primer trimestre de **2020**. La caída se explica por la menor producción en el mes de marzo (-23,1 por ciento) por el inicio de la cuarentena desde mediados del mes; los metales que más se redujeron en el primer trimestre fueron oro (-14,3 por ciento) y cobre (-12,7 por ciento). A diferencia de otros países de la región, durante la cuarentena en Perú se permitieron actividades mineras críticas, tales como el tratamiento de relaves para la protección del medioambiente y procesamiento de minerales ya extraídos.



Un indicador de la actividad de las empresas mineras en el estado de emergencia es su consumo de energía eléctrica. Desde el inicio de la cuarentena hasta el 31 de mayo, la demanda de electricidad del sector minero se ha reducido 35,9 por ciento, con una recuperación en mayo con respecto al mes de abril, por el reinicio gradual de las operaciones de la gran minería, en el marco de la fase 1 del programa de reactivación económica iniciado en el mes de mayo. En el mes de junio, inició la fase 2, con lo cual se reiniciaría las operaciones de la mediana y pequeña minería formal.

Para **2020**, se espera que el sector muestre una caída de 10,2 por ciento, que supone una recuperación del sector durante el tercer y cuarto trimestre, con respecto al segundo trimestre. El mayor crecimiento proyectado para 2021 (10,7 por ciento) se explica por la normalización de la producción minera y la entrada en operación de Mina Justa y la Ampliación de Toromocho.

- d) En 2019, el sector **hidrocarburos** creció 4,6 por ciento por la mayor producción de petróleo (8,4 por ciento), impulsado por el lote 95 (que inició operaciones en diciembre de 2018). Durante el primer trimestre, el sector creció 0,2 por ciento, por la mayor producción del lote 95, y la recuperación del lote 192; compensada parcialmente por la menor producción de gas natural y líquidos de gas natural por menor demanda interna.





Durante el estado de emergencia la producción de hidrocarburos se ha mantenido por debajo de sus niveles normales. En abril Petroperú anunció la suspensión del transporte de petróleo por el Oleoducto norperuano desde el primero de mayo, con lo cual, en el mes la producción de petróleo se ha ubicado en un promedio de 32 mil barriles por día (una caída de 44,2 por ciento con respecto al año anterior), principalmente por la paralización de los lotes 8, 95, 67 y 192. Al cierre de mayo se encontraban operativos los ubicados en Piura, como el lote X.

La producción de gas natural y líquidos de gas natural se ha reducido durante la cuarentena principalmente por la menor producción del lote 88 (dirigida al mercado interno). Sin embargo, luego de haber tocado un piso de caída en el mes de marzo, la extracción de gas natural y líquidos de gas natural ha ido moderando su contracción en los meses de abril, mayo y junio. Con ello, se espera una caída de 14,4 por ciento para **2020**, mientras que para 2021 se espera un crecimiento de 6,9 por ciento debido a una recuperación de la demanda con respecto al año previo.

- e) La actividad del subsector **manufactura primaria** se redujo 8,8 por ciento en 2019 debido a la menor producción de harina y aceite de pescado. En el primer trimestre de 2020, la producción disminuyó 0,8 por ciento por la menor producción de harina de pescado (cancelación de la segunda temporada de la Zona Norte-Centro de 2019) y refinación de petróleo (paralización de la refinería de Talara por obras de modernización), compensada parcialmente por una mayor refinación de metales no ferrosos (mayor producción por mantenimiento de planta el año anterior).

La emergencia por el COVID-19 afectaría parcialmente al subsector de la manufactura primaria, específicamente a través de una menor refinación de petróleo, menor producción de conservas y productos congelados de pescado, y azúcar. A pesar de esto, el subsector registraría un crecimiento de 2,1 por ciento en **2020** por la mayor producción de harina de pescado y refinación de metales no ferrosos. Para 2021, se espera un crecimiento de 7,7 por ciento por la recuperación de las ramas afectadas por la emergencia y por la reapertura de la refinería de Talara.

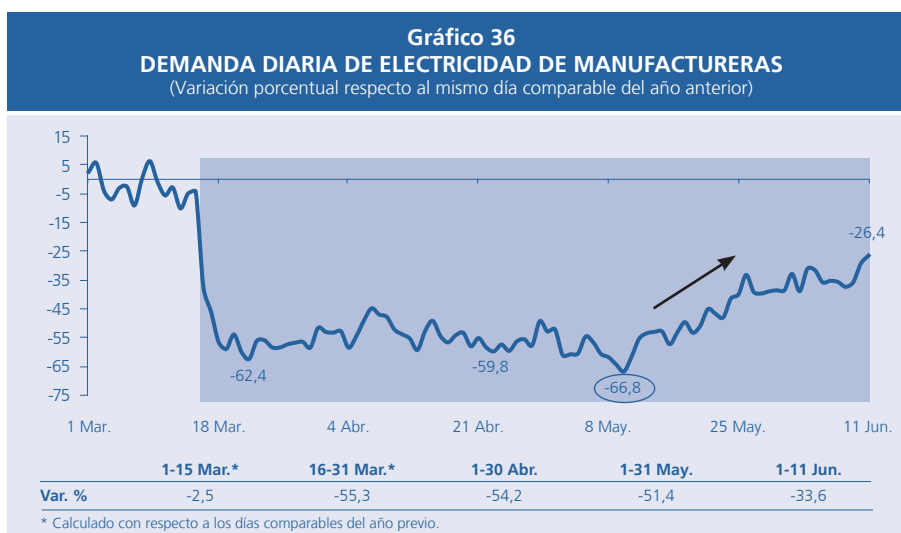
- f) La actividad de la **manufactura no primaria** creció 1,2 por ciento en 2019 por la mayor producción orientada a la inversión (productos metálicos para usos estructurales, material de transporte, y cemento) y bienes de consumo masivo (bebidas gaseosas y alcohólicas, muebles, y productos lácteos).

En el primer trimestre de 2020 la manufactura no primaria registró una caída de 12,3 por ciento debido a la paralización de muchas ramas a partir del 16 de marzo, cuando se decretó la cuarentena. Esta disminución afectó especialmente a los bienes orientados a la inversión y al mercado externo. Para **2020** se espera que el subsector tenga una caída de 23,8 por ciento

con una recuperación paulatina de los bienes de consumo e insumos en la Fase 1 de reactivación; así como de los demás bienes en el resto de fases. En 2021, seguiría la recuperación de la manufactura no primaria (16,9 por ciento), pero no se volverían a niveles previos a la pandemia.

En el consumo diario de electricidad de empresas manufactureras, se observa cómo disminuyó el consumo de manera drástica cuando se decretó la cuarentena y cómo comienza la recuperación con la entrada en vigencia de cada fase de reactivación. A partir de la segunda quincena de mayo se aprecia una sostenida recuperación del consumo de electricidad de empresas manufactureras, luego de haber tocado un piso de caída en el primer tercio del mes.

Entre las ramas que se autorizaron a reanudar actividades en la Fase 1 se encuentran: textiles, madera procesada, papel y cartón, sustancias químicas básicas, plásticos, plaguicidas, vidrio, cemento, materiales de construcción, productos metálicos, maquinaria y equipo, y algunos servicios industriales. Por otra parte en la Fase 2, se autorizó el reinicio de la elaboración de alimentos procesados para animales, cerveza y bebidas alcohólicas, calzado, impresiones, reparación de material de transporte y de otros equipos.



- g) El PBI del **sector construcción** aumentó 1,5 por ciento en 2019 impulsado por mayores obras privadas por la mayor inversión en proyectos inmobiliarios, así como en centros comerciales.

En el primer trimestre de 2020 el sector construcción se redujo 13,0 por ciento debido a la caída registrada en marzo (-46 por ciento), producto de





la suspensión de actividades por efecto de la cuarentena decretada por el gobierno desde mediados de dicho mes ante la pandemia COVID-19. En abril, el sector estuvo paralizado y en mayo se autorizó el reinicio de actividades, operando alrededor del 25 por ciento. Con ello se espera que en el segundo trimestre del año se registre la mayor caída del año. Para los próximos meses se espera una reinserción gradual de actividades, con lo cual el sector construcción registraría una disminución de 25,4 por ciento en **2020**.

Para **2021**, se prevé continúe la recuperación del sector construcción con lo cual crecería 23,2 por ciento, impulsado por una mayor inversión pública y privada; sin embargo, aún no se registrarían los niveles previos al inicio de la cuarentena.

- h) En 2019, la actividad del sector **comercio** creció 3,0 por ciento principalmente por las mayores ventas al por mayor y por menor con un crecimiento de 3,4 y 2,9 por ciento, respectivamente.

En el primer trimestre de 2020, el sector se redujo 6,2 por ciento, explicada por la menor actividad en el mes de marzo debido a la suspensión de la mayoría de las actividades, a excepción del comercio de alimentos, productos de farmacia, tocador y limpieza.

Para **2020**, se espera una caída de 23,6 por ciento por la menor demanda interna. En 2021, el sector comercio crecería 17,4 por ciento asociado a una gradual recuperación de la demanda interna.

- i) El sector **servicios** se incrementó 3,8 por ciento en 2019, debido a la mayor actividad de telecomunicaciones (5,6 por ciento), financieros y seguros (4,4 por ciento) y alojamiento y restaurantes (4,7 por ciento).

Durante el primer trimestre de **2020** el sector disminuyó 0,5 por ciento, por la caída del subsector de alojamiento y restaurantes (-10,6 por ciento), transporte (-5,4 por ciento) y servicios prestados a empresas (-1,6 por ciento) asociado al período de confinamiento.

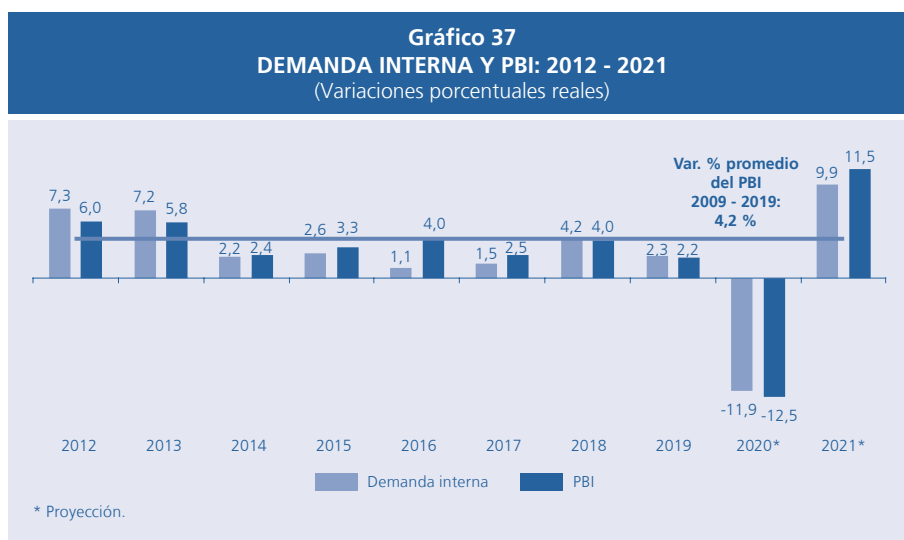
Para 2020, el alto grado de interacción personal, que la gran parte del sector requiere para su desarrollo, limitaría el crecimiento registrando una caída de 9,9 por ciento en el año. En 2021, se espera una recuperación del sector en 10,1 por ciento.

PBI gasto

37. En cuanto a la actividad económica por el lado de la demanda, se observó una contracción del gasto privado en el primer trimestre de 2020, explicado por una

caída de 16,9 por ciento de la inversión y de 1,7 por ciento del consumo. Por un lado, la suspensión de actividades detuvo la ejecución de varios proyectos de inversión, tales como Quellaveco, la nueva refinería de Talara y la edificación de conjuntos habitacionales y de centros comerciales. Por otro lado, el efecto del cese de actividades sobre el empleo y los ingresos de los hogares afectaron sus decisiones de consumo. En el frente externo, las exportaciones mostraron un desempeño negativo (-11,1 por ciento) por una ralentización de la demanda global y la limitación a la producción local de empresas mineras, textiles y de metalmecánica.

Dado que los hogares se mantuvieron bajo confinamiento social durante la totalidad del segundo trimestre al tiempo que las empresas han mantenido un nivel de operación limitado, se espera que la demanda interna registre en este periodo una caída mayor a la observada en el primer trimestre. En tanto se flexibilicen las restricciones de inmovilización social con controles sanitarios adecuados y las medidas fiscales y monetarias resulten eficaces para sostener las cadenas de pago y estimular la demanda, el tercer trimestre marcaría una reversión respecto al periodo previo, apoyado en la gradual normalización del gasto privado y de las exportaciones.

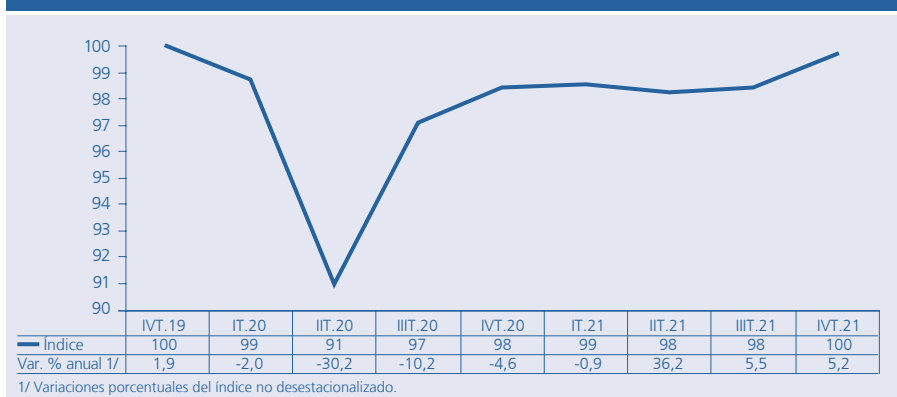


La naturaleza única, inusual e impredecible de la irrupción de una pandemia explica la corrección en la proyección del PBI de **2020**, de un crecimiento de 3,8 por ciento previsto en el Reporte previo a una caída esperada de 12,5 por ciento en el actual Reporte, tasa de variación que se consolidaría como la más baja desde 1880. En 2021, el crecimiento ascendería a 11,5 por ciento apoyado en el efecto positivo de las medidas de estímulo sobre el gasto privado, la recuperación de la confianza y las mejores condiciones del mercado laboral y de la demanda global.





Gráfico 38
DEMANDA INTERNA, 2019-2021
Índice desestacionalizado, IVT.19 = 100

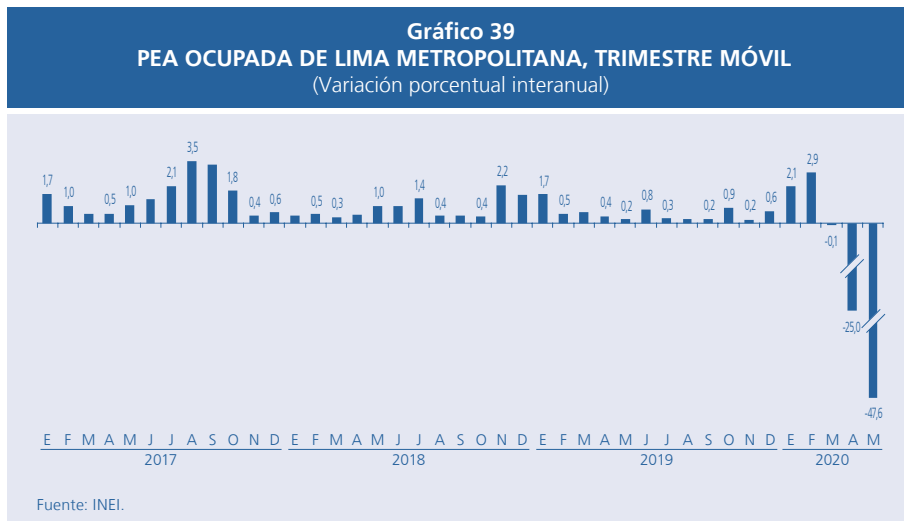


Cuadro 19
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

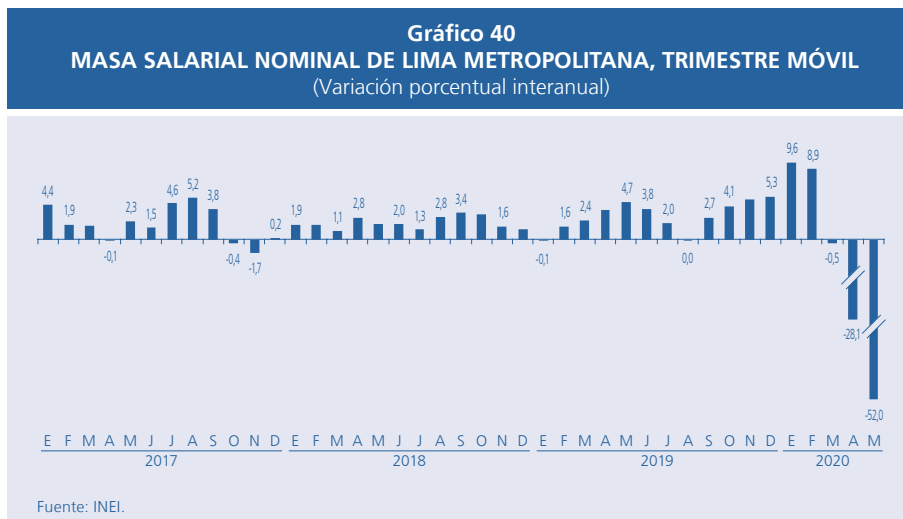
	2019	2020*			2021*	
		I Trim.	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
Demanda interna	2,3	-2,0	3,7	-11,9	3,8	9,9
Consumo privado	3,0	-1,7	3,5	-9,4	3,7	9,0
Consumo público	2,1	6,0	2,5	4,3	2,5	2,5
Inversión privada	4,0	-16,9	3,8	-30,0	4,0	20,0
Inversión pública	-1,4	15,8	6,0	-8,5	4,0	9,0
Var. de inventarios (contribución)	-0,5	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	0,8	-11,1	4,5	-18,9	4,8	14,1
Importaciones	1,2	-6,5	4,0	-16,9	4,8	7,5
Producto Bruto Interno	2,2	-3,4	3,8	-12,5	3,8	11,5
Nota:						
Gasto público	1,0	8,0	3,5	0,7	3,0	4,2
Demanda interna sin inventarios	2,9	-3,4	3,6	-11,7	3,7	9,8
* Proyección.						
RI: Reporte de Inflación.						

38. Los indicadores relativos al **consumo privado** mostraron un deterioro en los meses que abarcaron el Estado de Emergencia. El mercado laboral se mantiene afectado por la paralización de actividades no esenciales y la pérdida de empleos, lo que sumado a la incertidumbre acerca del futuro de la economía, ha llevado a una contracción en la confianza del consumidor. Otros indicadores más recientes y de frecuencia más alta muestran una reversión inicial en mayo, lo que evidenciaría que abril registró el nivel más crítico de la crisis.

- a) En el trimestre móvil a mayo se registró una caída de 47,6 por ciento en la población ocupada de Lima Metropolitana, equivalente a una pérdida de 2,3 millones de empleos. Esta caída se dio principalmente en el sector servicios y en empresas de 1 a 10 trabajadores.

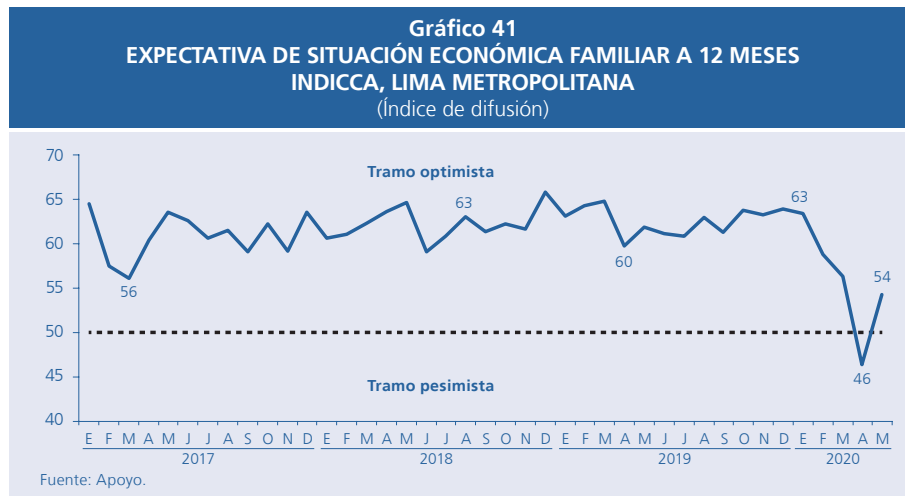


- b) La caída del empleo y de los ingresos llevaron a que la masa salarial de Lima Metropolitana se contrajera en 52 por ciento en el trimestre móvil a mayo.

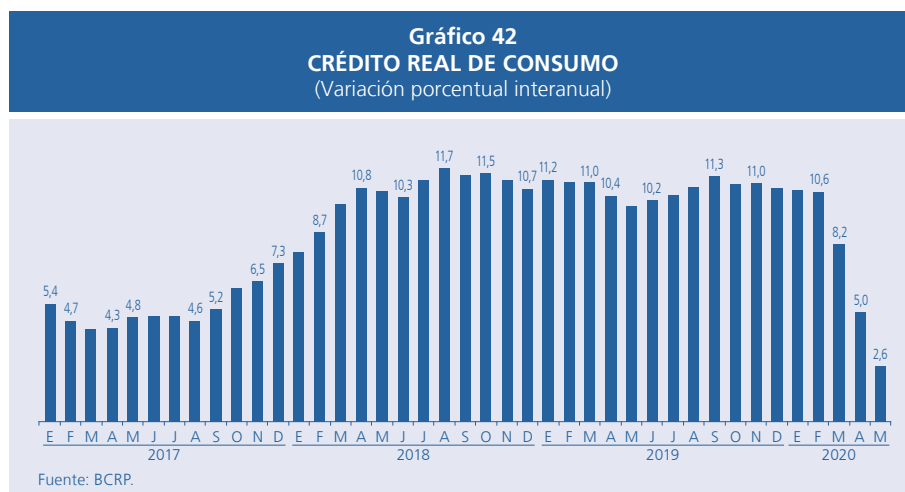


- c) La confianza del consumidor, medida a través de la expectativa de los agentes sobre su situación económica familiar para los próximos 12 meses, pasó a terreno pesimista en abril, reflejando el deterioro del mercado laboral. Sin embargo, el índice presentó una reversión en mayo, impulsado por el optimismo en torno a la reanudación de actividades que ha puesto en marcha el Ejecutivo.

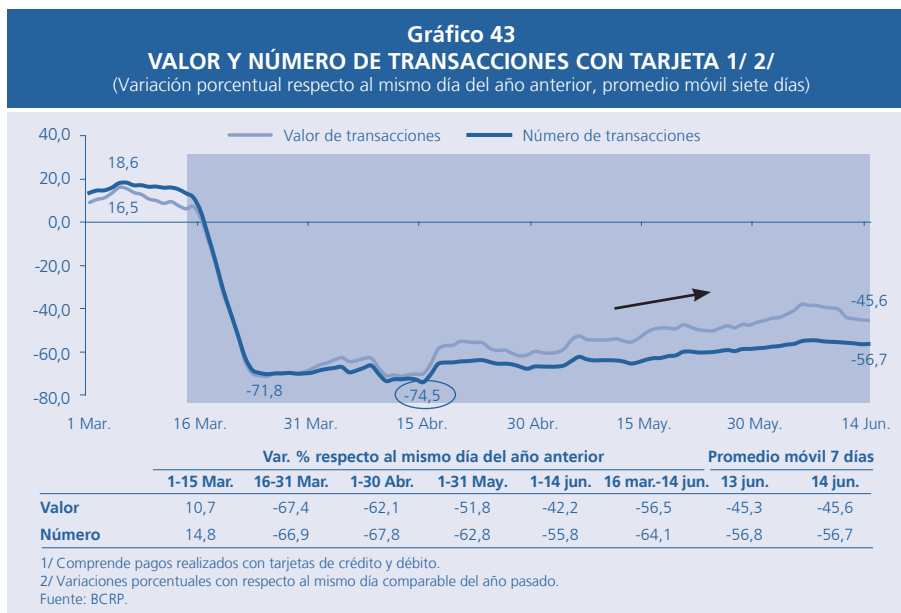




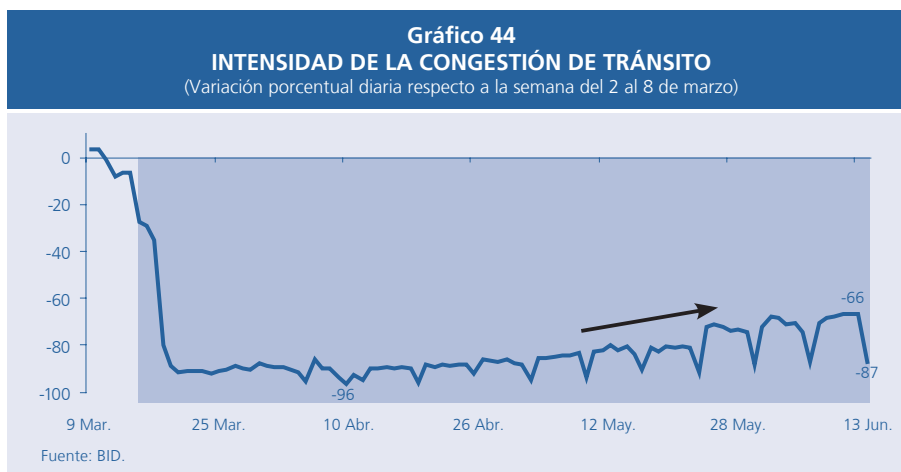
- d) Desde marzo se observó un menor crecimiento anual del crédito de consumo real, en comparación a lo registrado a inicios de 2020. Esta evolución se explica por la reducción en la tasa de expansión de préstamos vehiculares, en línea con la restricción a la venta de automóviles durante la cuarentena, y por el menor uso de tarjetas de crédito.



- e) Se ha registrado una contracción de 59,1 y 65,6 por ciento en el valor y el número de transacciones realizadas con tarjetas, respectivamente, en el periodo que abarca desde el 16 de marzo al 31 de mayo. La gradual reversión en la evolución de este indicador está en línea con el reinicio de algunas actividades a fines de mayo. Los pagos efectuados con tarjetas de crédito y débito tuvieron un piso de caída en la primera quincena de abril, luego de lo cual estos han ido moderando su caída, primero en los rubros de supermercados y farmacias, y más recientemente en la primera quincena de junio en electrodomésticos, tiendas por departamento, tecnología, entre otros.



- f) La intensidad de la congestión del tráfico en el país disminuyó a niveles de alrededor del 90 por ciento entre el inicio de la cuarentena y fines de abril, respecto a la primera semana de marzo. A partir de mayo se inicia un incremento gradual del tránsito vehicular, que continúa en el mes de junio y que solo se interrumpe los domingos de cuarentena.

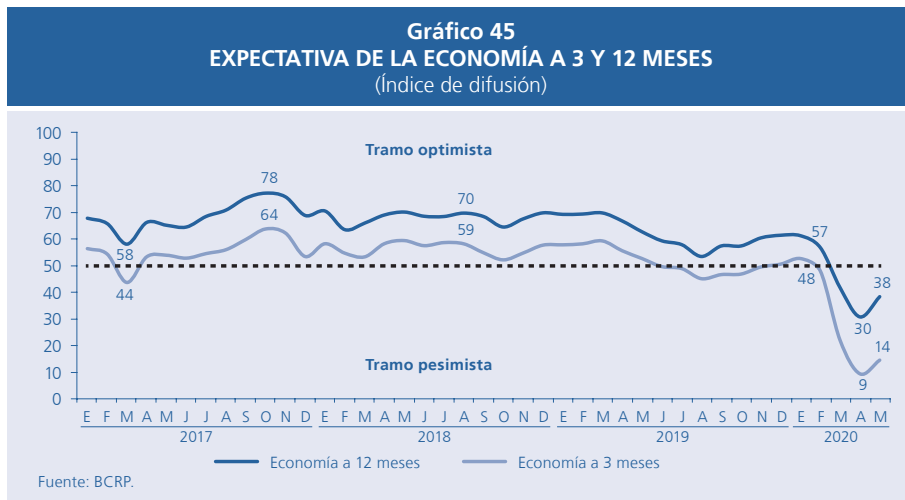


39. Algunos indicadores relacionados a la **inversión privada** han alcanzado mínimos históricos, sugiriendo perspectivas de una contracción importante de esta variable en el corto y mediano plazo. Datos a mayo evidencian una reversión inicial en las perspectivas de los empresarios, luego de alcanzar su nivel más crítico en abril.

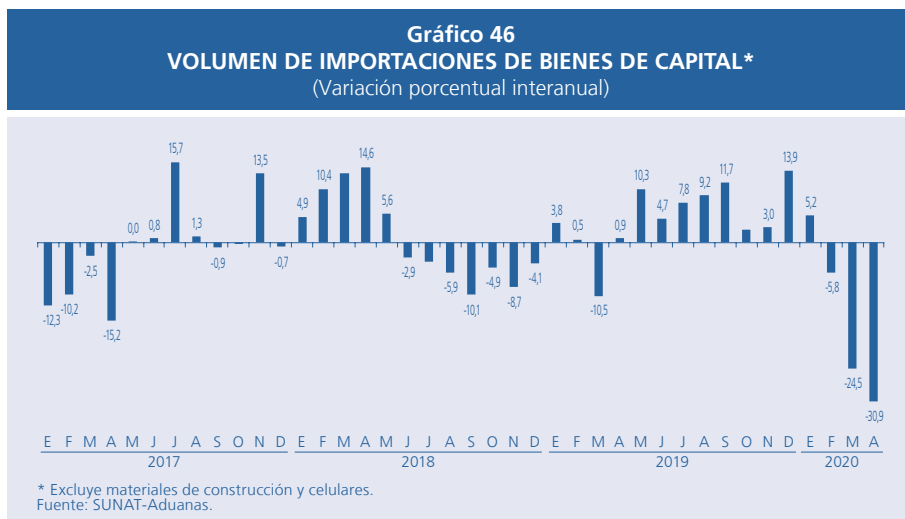




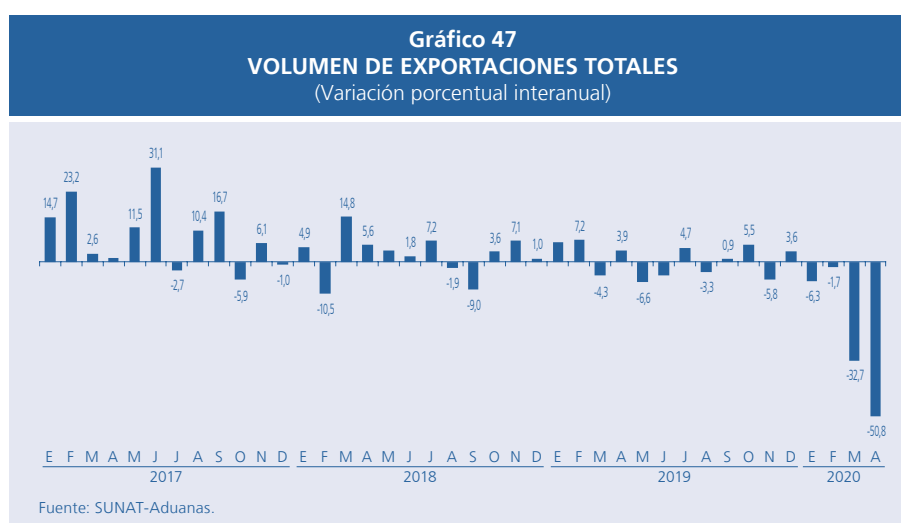
- a) La confianza empresarial, medida a través de la expectativa de los empresarios acerca del futuro de la economía, alcanzó en abril su menor nivel desde que se tiene registro en la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del BCRP (abril de 2004). En mayo las expectativas acerca del futuro de la economía a 3 y a 12 meses experimentaron ambas un aumento respecto al dato previo, específicamente por parte de las empresas encuestadas que pertenecen a los sectores manufactura y servicios; aunque los índices totales aún se mantienen en niveles históricamente bajos en el terreno pesimista.



- b) Como consecuencia de la paralización de actividades y la incertidumbre en torno al futuro de la economía, las importaciones de bienes de capital excluyendo materiales de construcción y celulares de abril de 2020 se contrajeron en 30,9 por ciento en términos anuales.



40. En abril se registró una caída de 50,8 por ciento en el volumen de exportaciones totales, en línea con la caída de la demanda global, la paralización de la producción en sectores no esenciales y las dificultades logísticas relacionadas a la irrupción del COVID-19. Dicha reducción se explicó tanto por productos tradicionales (-52,6 por ciento) como no tradicionales (-46,8 por ciento).



41. La proyección de crecimiento del presente Reporte presenta una mayor varianza debido al carácter incierto del impacto del COVID-19, en particular porque a la fecha no ha concluido el proceso de expansión del mismo. Según la última **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas**, los distintos agentes estiman una caída del PBI de entre 1,8 y 9,5 por ciento para 2020 y una recuperación en 2021, de entre 3,0 y 6,0 por ciento.

Cuadro 20
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

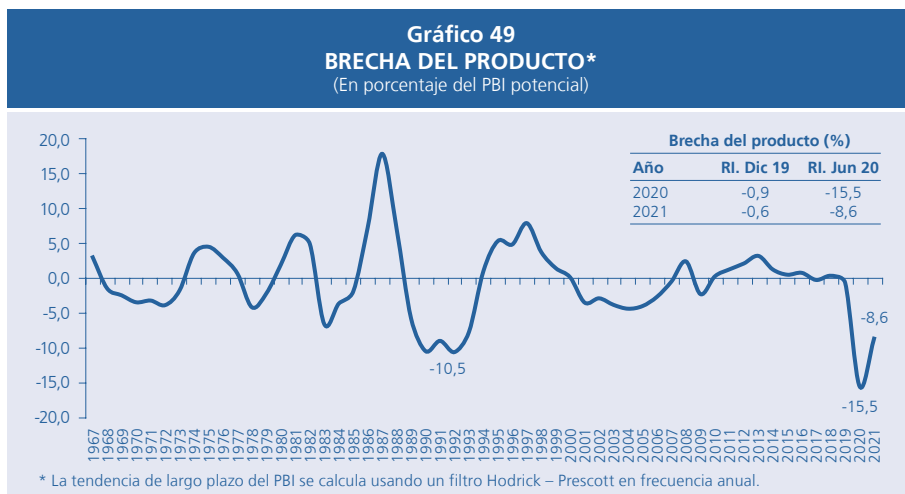
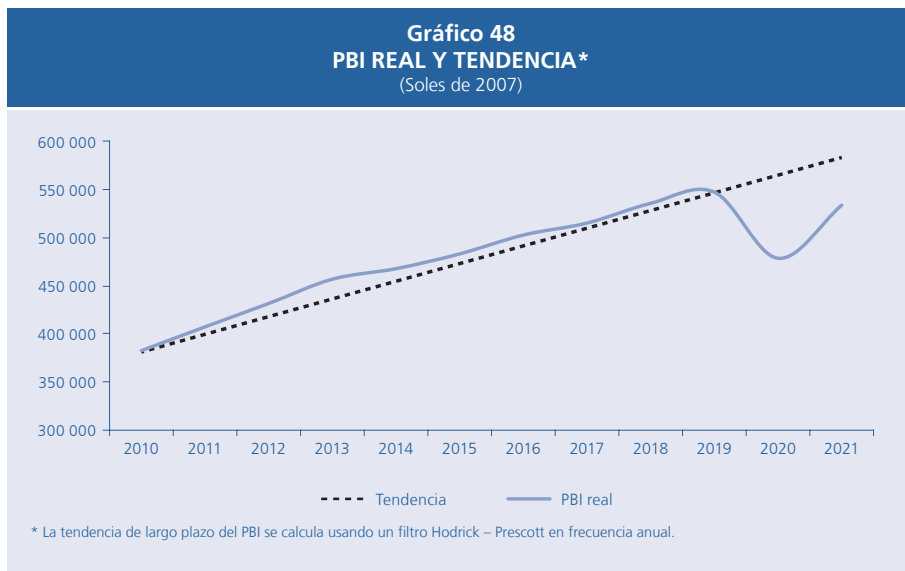
	RI Set. 19	RI Dic. 19	RI Jun.20*
Sistema Financiero			
2020	3,3	3,0	-9,5
2021	---	3,3	5,3
Analistas Económicos			
2020	3,3	3,0	-9,0
2021	---	3,5	6,0
Empresas No Financieras			
2020	3,5	3,2	-1,8
2021	---	3,5	3,0

* Encuesta realizada al 29 de mayo.
Fuente: BCRP.



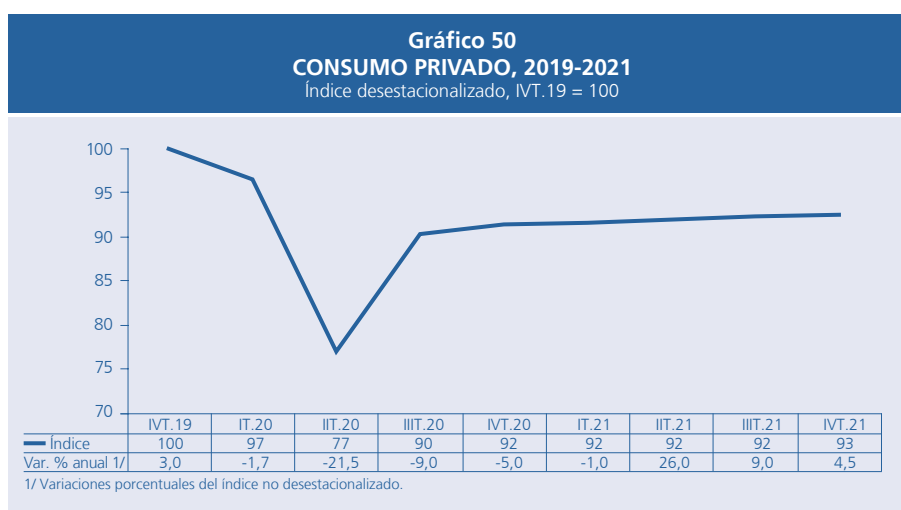


42. Los choques de oferta y demanda agregadas vienen generando una contracción de la brecha de producto sin precedentes (diferencia entre el PBI y su tendencia de largo plazo), llegando en 2020 a 15,5 por ciento, siendo su peor registro histórico. Los choques de oferta (disminución de la oferta laboral y restricciones logísticas) serán menos persistentes que los choques de demanda (desempleo, caída de ingresos y pesimismo de consumidores e inversionistas).



43. En 2020 el **consumo privado** disminuiría 9,4 por ciento por el efecto de la cuarentena debido a la imposibilidad de acceder a bienes con un peso importante en el consumo de los hogares (restricciones de viajes, menor consumo de comidas fuera del hogar o compra de prendas de vestir). Adicionalmente, la pérdida de empleo e ingresos reduciría las posibilidades de consumo de un porcentaje importante de hogares, en especial de aquellos que solo generan ingresos por medio de un trabajo informal.

En 2021 se proyecta un crecimiento de 9,0 por ciento del consumo privado en un contexto de recuperación del empleo e ingresos, y menores medidas de distanciamiento social. Es de resaltar que a pesar del fin de las medidas de distanciamiento social es probable que los hogares mantengan o incrementen el consumo de bienes dentro del hogar porque es más barato y seguro quedarse en casa, o por una situación económica frágil. En este contexto en 2021 no se alcanzarían los niveles previos a la crisis sanitaria.



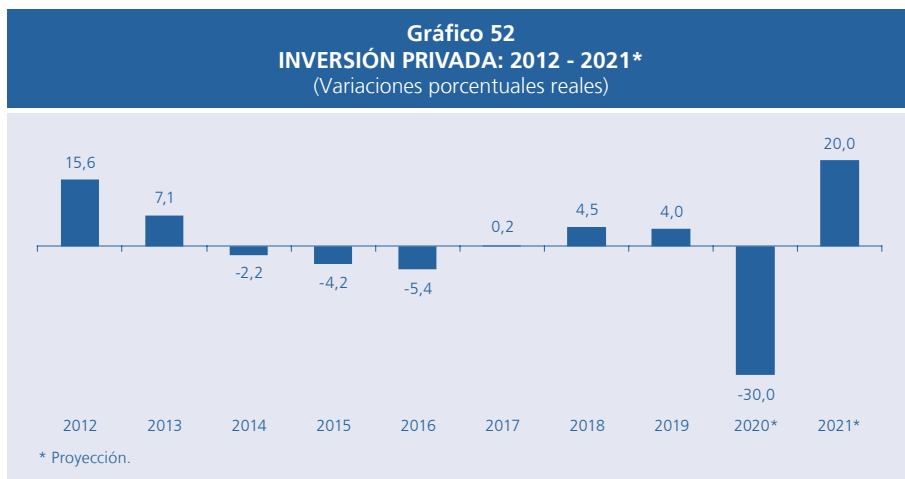
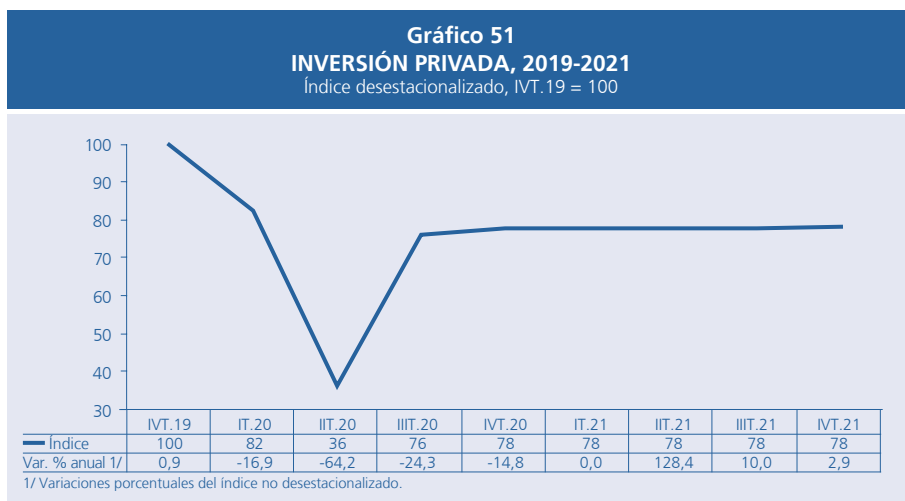
44. En 2020 se espera que la **inversión privada** disminuya 30 por ciento por la caída de las expectativas sobre la economía, lo cual se refleja principalmente en una menor inversión en el sector construcción. Es de resaltar que esta caída se da principalmente en el segundo trimestre por las medidas de confinamiento decretadas por el gobierno.

Esta proyección incorpora un efecto positivo e importante de las medidas fiscales, monetarias y regulatorias dirigidas a sostener la cadena de pagos y a



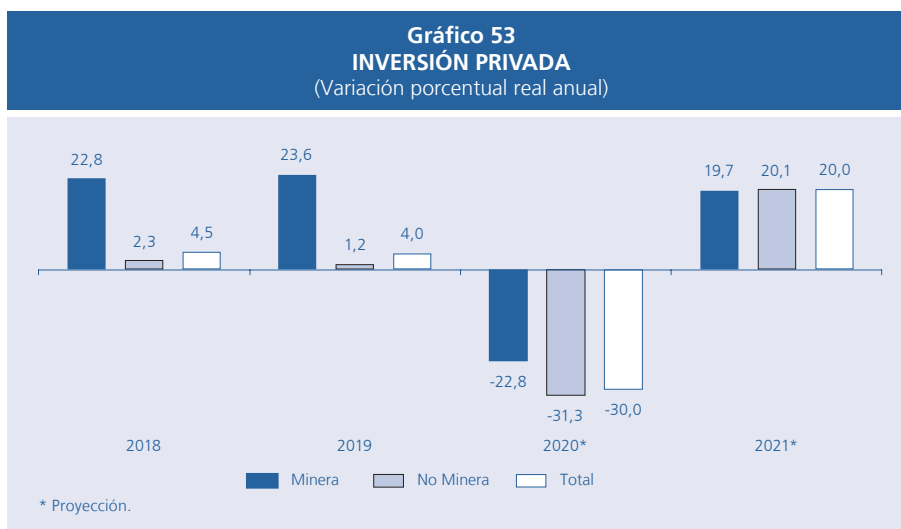


inyectar liquidez. Bajo estos supuestos, en 2021 se espera una recuperación de la inversión privada de 20 por ciento, con lo cual aún no alcanzaría los niveles de 2019. Este crecimiento en 2021 se da en el contexto de elecciones generales, lo cual podría incrementar la incertidumbre sobre la economía en la primera parte del año.



- a. En el **sector minero**, la proyección considera que el reinicio de actividades en el sector se daría en la fase 1, y con ello se retomarían las inversiones en proyectos como Quellaveco (US\$ 5,3 mil millones de inversión total),

Mina Justa (US\$ 1,6 mil millones) y Ampliación de Toromocho (US\$1,3 mil millones), que impulsarían el sector en los próximos años. Adicionalmente, se espera que proyectos como Corani (US\$ 0,6 mil millones de inversión), Integración Coroccohuayco (US\$ 0,6 mil millones) y San Gabriel (US\$ 0,4 mil millones) inicien su construcción en el horizonte de proyección.



- b. En **infraestructura**, con el reinicio paulatino de las actividades del sector construcción se espera retomar la inversión en diferentes proyectos, destacando la Línea 2 del Metro de Lima que, según OSITRAN al mes de abril presenta un avance del 31,3 por ciento. En relación a la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, el Ministerio de Transportes y Comunicaciones aprobó el plan para reanudar obras. Respecto a la ampliación del Muelle Sur del Callao, en febrero se aprobó la adenda para incrementar el monto de inversión a US\$ 300 millones. En cuanto a la construcción del Terminal Portuario San Martín, se tiene previsto que finalice en 2020. En cuanto a la modernización del Muelle Norte del Callao, esta continuaría y se espera que culmine en 2022 con una capacidad de 2,9 millones de contenedores y 9,9 millones de toneladas de carga anual. Por último, a inicios de 2020 se iniciaron las obras de modernización del Puerto de Salaverry, proyecto que contempla una inversión de US\$ 270 millones.





Cuadro 21
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2020-2021

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Angloamerican	Quellaveco
	Marcobre	Mina Justa
	Chinalco	Ampliación de Mina Toromocho
	Antapaccay	Coroccohuayco
	Bear Creek	Corani
INDUSTRIA	Corporación Aceros Arequipa	Ampliación de planta en Pisco
	Precor	Mega Planta en Chilca
INFRAESTRUCTURA	Consorcio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Consorcio Transportadora Salaverry	Puerto Salaverry
	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay
	Consorcio Paracas	Terminal Portuario San Martín
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	DP World	Ampliación Muelle Sur
	Covi Perú	Red Vial Pucusana - Ica

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

Para el período 2020-2021, **Proinversión** reporta una cartera de US\$ 8,7 mil millones.

Cuadro 22
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2020-2021
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
Por adjudicar	8 718
Anillo Vial Periférico	2 000
Obras de cabecera y conducción para el abastecimiento de agua potable para Lima	720
Nuevo Terminal Portuario San Juan De Marcona	540
Parque Industrial de Ancón	500
Autopista del Sur: Ica desvío Quilca	472
Longitudinal de la sierra tramo 4	464
Proyecto Minero Algarrobo	350
Bandas AWS-3 y 2.3 GHz	291
Accesos al Aeropuerto Internacional Jorge Chávez y Puerto del Callao	282
Hospital Nacional Hipólito Unanue	250
Colegios en Riesgo: Lima Metropolitana	227
Desaladora Lima Norte	227
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	227
Desaladora Lima Sur	202
Masificación del uso del gas natural para el centro y sur del Perú	200
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	164
Essalud Piura	148
Essalud Chimbote	144
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Trujillo	130
Hospital Huaycán	120
Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	110
Modernización Empresa Regional de Electricidad Electro NOROESTE	104
Otros proyectos	846

Fuente: Proinversión.

45. Existen importantes proyectos mineros que se encuentran paralizados principalmente por conflictos sociales y trámites burocráticos¹, que suman una inversión de US\$ 24 830 millones. La puesta en marcha de estos proyectos generaría 50 mil puestos de trabajo durante la etapa de construcción y 80 mil puestos de trabajo directos e indirectos en la etapa de operación².

Estos proyectos incrementarían la producción de cobre en 1,7 millones de toneladas métricas finas por año, con lo cual las exportaciones podrían crecer en US\$ 9 400 millones anuales³ y contribuir a elevar el crecimiento del PBI y del empleo en los siguientes años.

Cuadro 23		
Proyecto	Ubicación	Monto de inversión* (Millones de US\$)
La Granja	Cajamarca	5 000
Conga	Cajamarca	4 800
El Galeno	Cajamarca	3 500
Los Chancas	Apurímac	2 800
Río Blanco	Piura	2 500
Haqaira	Apurímac	1 860
Cotabambas	Apurímac	1 533
Cañariaco	Lambayeque	1 437
Tía María	Arequipa	1 400

* Estimado.

46. Además, se estima que los **proyectos vinculados a agroexportaciones** Chavimochic III, Olmos II Etapa y Majes Sigvas II, actualmente detenidos, podrían expandir las exportaciones en alrededor de US\$ 5,1 mil millones por año, asumiendo un nivel de utilización equivalente al 75 por ciento de las nuevas hectáreas que se verían beneficiadas por estos proyectos (102 de 136,5 mil hectáreas), considerando cultivos como uva, palta y arándanos, así como los precios promedio de 2019.
47. La proyección de crecimiento de la **inversión pública** se revisa de 6,0 a -8,5 por ciento para **2020**, y se proyecta un incremento de 9,0 por ciento para 2021. La revisión a la baja en 2020 se explica por la interrupción de las actividades desde mediados de marzo, la que incluye al sector construcción. Se espera una importante recuperación de la inversión pública en el segundo semestre, pero, al igual que con los otros componentes del gasto agregado, la contracción del periodo de aislamiento social determinaría una cifra negativa en el año. La mayor inversión de 2021 estaría sustentada en la continuación de proyectos como la Línea 2 del Metro del Lima y aquellos ligados a la Reconstrucción Con Cambios,

1 Ver Recuadro 7 del Reporte de Inflación de diciembre de 2018: "Encuesta de Opinión sobre Proyectos Mineros", BCRP.

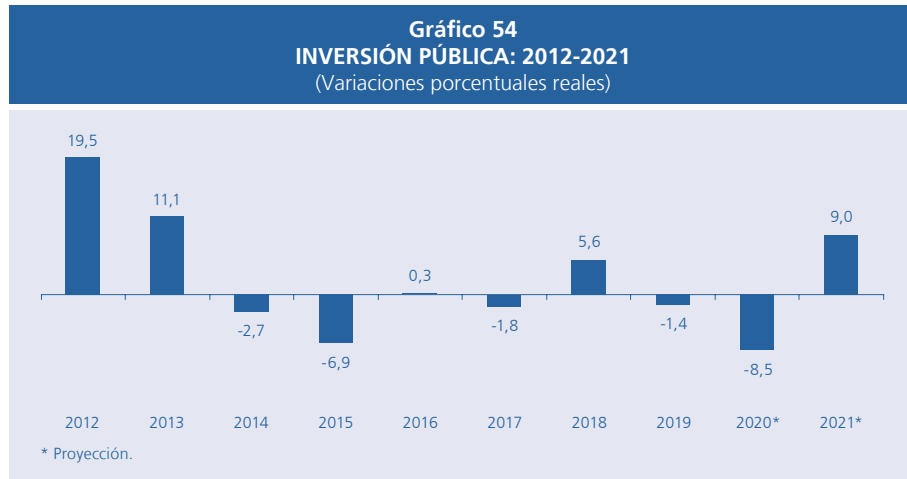
2 <http://proyecta.minem.gob.pe/>

3 Precio promedio proyectado para el año 2021.

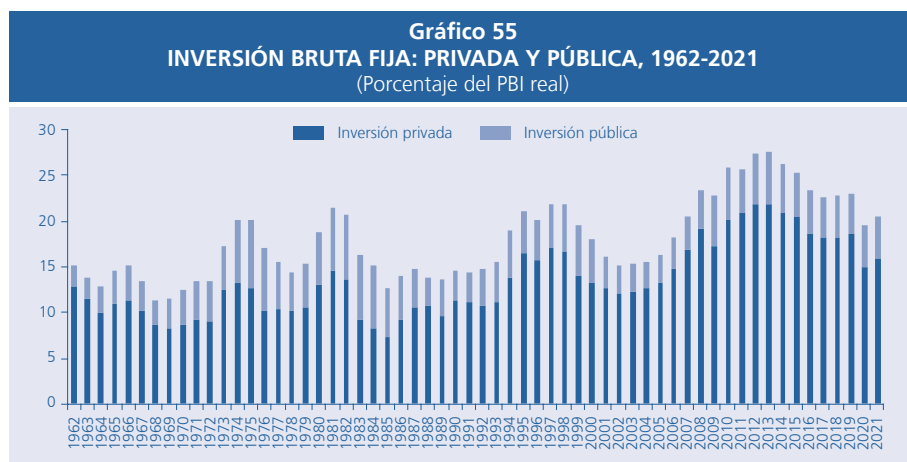




así como en la ejecución de inversiones de proyectos de importancia local y regional a cargo de los gobiernos subnacionales.



48. La **inversión bruta fija**, en porcentaje del PBI real, se reduciría 2,5 puntos porcentuales del producto hacia 2021, respecto al nivel de 2019, posicionándose en niveles similares a los de 2007. Se espera que el crecimiento de la inversión continúe recuperándose en los siguientes años, una vez que la economía recupere los niveles previos a la crisis.



49. Incorporando la actual proyección, el ahorro externo disminuiría en 0,1 punto porcentual en 2020 debido a que la reducción de la inversión privada,

desalentada por la paralización de actividades y la incertidumbre en torno a la pandemia, superaría la disminución del ahorro interno. El ahorro externo de 2021 se mantendría en 1,4 por ciento del PBI nominal dado que el incremento en la inversión privada se compensaría con un mayor ahorro público.

Cuadro 24
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(% del PBI nominal)

	2019	2020*		2021*		
		I Trim.	RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
1. Ahorro Interno	19,9	17,9	19,7	16,5	19,8	17,6
1.1 Ahorro Público	3,0	2,1	3,0	-4,9	3,1	0,5
1.2 Ahorro Privado	16,9	15,8	16,7	21,3	16,7	17,1
2. Ahorro Externo	1,5	2,2	1,6	1,4	1,6	1,4
3. Inversión Bruta Interna^{1/}	21,4	20,1	21,3	17,8	21,5	19,0
3.1 IBI Privada ^{1/}	16,8	16,9	16,5	13,0	16,7	14,3
3.2 Inversión Pública	4,6	3,2	4,7	4,8	4,7	4,7

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





Recuadro 2 INMOVILIZACIÓN DE ACTIVIDADES Y REAPERTURA

Inmovilización de actividades en el Perú y Latinoamérica

A nivel regional, el brote del COVID-19 ha obligado a que los países de la región tomen medidas para evitar su propagación en la población. De acuerdo al índice de severidad de medidas gubernamentales, elaborado por la Universidad de Oxford⁴, Perú adoptó una de las medidas más severas a nivel mundial para hacer frente a la pandemia, situación que se mantuvo desde marzo hasta fines de mayo.

ÍNDICE DE SEVERIDAD DE LAS MEDIDAS DE GOBIERNO FRENTE AL COVID-19 ACTUALIZADO EL 8 DE JUNIO DE 2020

Promedios mensuales (índice 0 a 100; 100 = más severo)

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Perú
Enero	3,2	0,5	0,0	3,0	1,1	0,0	0,0
Febrero	11,1	5,6	0,0	9,1	5,6	0,2	0,0
Marzo	51,7	44,0	32,7	43,6	54,1	19,9	58,5
Abril	98,0	75,0	73,2	87,0	93,5	82,4	94,4
Mayo	88,9	80,5	76,6	87,6	86,8	82,4	93,2
31 de mayo	90,7	81,0	78,2	87,0	86,1	82,4	89,8

Fuente: Blavatnik School of Government. University of Oxford.
Elaboración: BCRP.

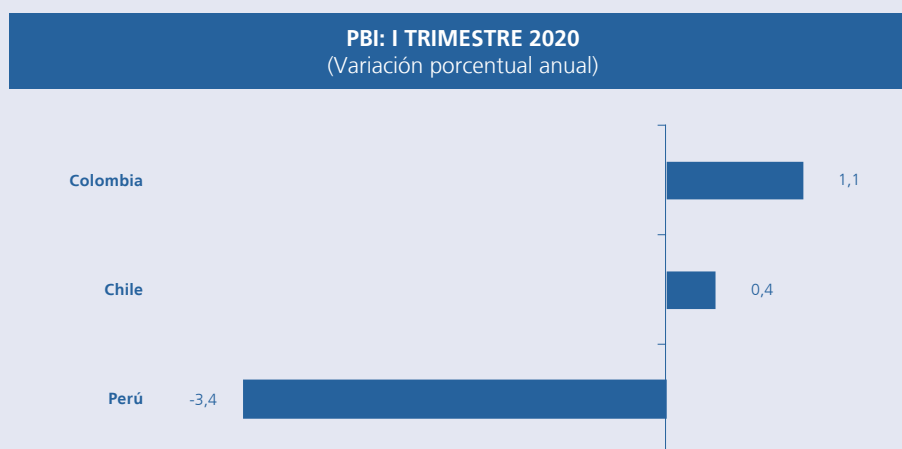
En nuestro país, el gobierno decretó el inicio de la cuarentena desde el 16 de marzo y se ha ido extendiendo hasta el 30 de junio. Esta medida orientada a preservar la salud pública tiene un impacto negativo sobre la actividad económica porque implica la paralización total o parcial de la mayoría de sectores productivos.

Durante las primeras semanas de confinamiento, el país sufrió la paralización total de todas las actividades no esenciales, que incluyen principalmente a la mayoría de las actividades no primarias y en menor medida a las actividades primarias. Por otro lado, las actividades relacionadas a la producción y comercialización de alimentos (como el sector agropecuario, pesca, manufactura y comercio), así como las orientadas a servicios de salud, son las menos afectadas por ser actividades de primera necesidad.

4 Índice compuesto basado en nueve indicadores valuados de 0 a 100 (100=respuesta más estricta). Los nueve indicadores son cierre de escuelas, cierre de centros de trabajo, cancelación de eventos públicos, restricciones a reuniones, cierre de transporte público, inamovilidad de personas en sus hogares, restricciones a movimientos dentro del país, controles a viajes internacionales y campañas de información.

Las actividades mineras y actividades conexas fueron exceptuadas de las actividades prohibidas durante el período de emergencia nacional, para realizar actividades críticas como el tratamiento de relaves para la protección del ambiente.

La contracción del PBI en 3,4 por ciento en el primer trimestre del año contrasta con los resultados de países vecinos. En el caso de Chile, el crecimiento de 0,4 por ciento se basó en la producción de los sectores de minería y construcción, y por el lado del gasto en las exportaciones netas; mientras que en Colombia, el crecimiento de 1,1 por ciento está asociado a los sectores de servicios y agricultura y a una expansión del consumo privado.



Operación de los sectores económicos en Latinoamérica

Durante el primer mes de la cuarentena varios países de la región permitieron la realización de actividades económicas esenciales como la producción de alimentos (agrícolas, pecuarios, pesqueros y sus manufacturas); prestación de servicios básicos de salud, electricidad y agua; telecomunicaciones, servicios financieros y servicios de gobierno.

En cuanto al resto de actividades, Chile fue el país que menores restricciones impuso, al paralizar solo los servicios de restaurantes y espectáculos; destacan las operaciones de las actividades mineras, la operación parcial de la manufactura y de la construcción. Colombia y Argentina se encuentran en un segundo grupo con mayores restricciones que Chile, en particular en ramas de la manufactura. En el otro extremo se ubica el Perú, con las medidas más severas.

Luego del primer mes de cuarentena, los países han ido aprobando medidas de reinicio gradual de sus actividades económicas.





PARALIZACIÓN DE ACTIVIDADES DURANTE EL PRIMER MES DE LA CUARENTENA						
	Actividades	Argentina	Chile	Colombia	México	Perú
1	Cultivos agrícolas (agricultura)					
2	Cria de animales (pecuaria)					
3	Pesca y acuicultura					
4	Extracción de petróleo crudo y gas natural (hidrocarburos)					
5	Extracción de minerales metálicos (minería)				■	■
6	Procesamiento y conservación de carnes					
7	Elaboración de harina y aceite de pescado					
8	Procesamiento y conservación de frutas y vegetales					
9	Fabricación de productos lácteos					
10	Molinería, fideos y otras pastas					
11	Panadería y pastelería					
12	Elaboración de vinos, otras bebidas alcohólicas y tabaco	■			■	■
13	Fabricación de prendas de vestir	■	■	■		■
14	Refinación de petróleo					
15	Fabricación de productos de plástico	■		■	■	■
16	Fabricación de otros productos minerales no metálicos (cemento y otros materiales de construcción)		■			■
17	Industria básica de hierro y acero (siderurgia)		■	■	■	■
18	Industria de metales preciosos y de metales no ferrosos (refinación de metales)	■		■		■
19	Fabricación de productos metálicos para uso estructural	■	■	■		■
20	Fabricación de maquinaria y equipo eléctrico		■	■	■	■
21	Otras industrias manufactureras	■	■	■	■	■
22	Electricidad y gas					
23	Construcción	■	■	■	■	■
24	Comercio	■	■	■	■	■
25	Transporte terrestre	■	■	■	■	■
26	Transporte aéreo	■	■	■		■
27	Servicios complementarios de transporte	■	■	■		■
28	Restaurantes	■	■	■	■	■
29	Telecomunicaciones					
30	Servicios financieros	■				
31	Seguros				■	
32	Servicios profesionales, científicos y técnicos			■	■	■
33	Servicios de publicidad e investigación de mercados			■	■	■
34	Administración pública y defensa					
35	Educación (no presencial)					
36	Salud privada				■	
37	Salud pública					
38	Espectáculos y Recreación		■	■	■	■

Paralizado
 Paralizado parcialmente
 No paralizado

* Información no oficial.
Fuente: Encuesta a Bancos Centrales.

En Perú, la proyección del crecimiento del PBI previo al inicio de la pandemia fue de 3,8 por ciento para 2020; sin embargo, la crisis sanitaria provocaría una pérdida de 15,6 puntos

porcentuales en el PBI respecto al escenario pre-pandemia, alcanzando una caída de 12,5 por ciento en el año. El mayor impacto ocurriría en el segundo trimestre, en línea con las estrictas medidas de contención del virus, registrando una pérdida de 34,5 puntos porcentuales y una contracción de 31,9 por ciento con respecto al mismo trimestre del año anterior.

PRODUCTO BRUTO INTERNO					
	IT.20	IIT.20	IIIT.20	IVT.20	Año
Proyección pre-pandemia (Var. %)	3,5	4,0	3,8	3,8	3,8
RI Junio (Var. %)	-3,4	-31,9	-8,8	-5,7	-12,5
Impacto de la crisis sanitaria (puntos porcentuales) 1/	6,6	34,5	12,0	8,8	15,6

1/ El impacto se calculó como la diferencia entre el escenario pre-pandemia y el RI junio.





IV. Finanzas públicas

50. El **aislamiento social conllevó el uso del amplio espacio fiscal generado en el periodo de *boom de commodities***. Las medidas fiscales implementadas en el periodo de cuarentena tenían como objetivo generar una respuesta sanitaria ante la propagación del virus, y atenuar los efectos de las medidas de aislamiento sobre los hogares y las empresas:

- i. Prevención sanitaria y continuidad operativa (S/ 4,1 mil millones) para reforzar el sistema de salud, favorecer el distanciamiento social (a través del uso de teleeducación y administración de zonas de potencial contagio como los mercados) y tomar medidas de control para preservar el orden público.

Bajo este concepto destacan las compras de insumos y gastos de personal en el sistema de salud a cargo del MINSa, las regiones y Essalud por S/ 1 420 millones; las compras de pruebas para detectar el COVID-19 por S/ 224 millones; gastos para la mejora de niveles de higiene en los colegios públicos, cárceles, mercados y transporte urbano y equipos de protección personal por S/ 511 millones; gastos en teleeducación por S/ 681 millones y gastos para supervisar las medidas obligatorias de distanciamiento social (policía y fuerzas armadas) por S/ 396 millones.

- ii. Proveer liquidez a empresas en una coyuntura en que sus ventas se reducen debido a las medidas de inmovilización social.

Dentro de este grupo de medidas destacan la postergación de pagos de Impuestos por S/ 7 400 millones. Dicha postergación se fue ampliando en cobertura (hasta alcanzar empresas con ventas anuales menores a 5 000 UIT o S/ 21,5 millones) y en plazos durante el periodo de cuarentena. También se redujo el pago a cuenta del impuesto a la renta para las empresas que registraron caída en sus ventas. Estas postergaciones no tendrían impacto en el resultado económico de 2020 dado que se cancelarían dentro del año.

Adicionalmente se dispuso el fraccionamiento para el pago de deudas tributarias hasta agosto con un periodo de gracia de 6 meses y a un plazo de 3 años a una tasa de interés mensual de 0,4 por ciento.

Se otorgaron subsidios a la planilla y a los trabajadores de las microempresas que entraron en suspensión perfecta de labores, como un mecanismo para evitar despidos masivos durante el periodo de paralización productiva. Por otro lado, se otorgó liquidez a las empresas para financiar capital de trabajo para el reinicio de operaciones mediante las garantías estatales a préstamos otorgados a través del programa Reactiva Perú.

Se estableció que la tasa de depreciación de edificios y construcciones será de 20 por ciento anual hasta su total depreciación (el régimen general es de 5 por ciento). Ello será aplicable a construcciones efectuadas o adquiridas a partir del 1 de enero de 2020 hasta el 31 de diciembre de 2022, siempre que a dicha fecha, el avance de obra sea de al menos del 80 por ciento. No se aplica a bienes construidos total o parcialmente antes del 1 de enero de 2020. También se ha aumentado la tasa de depreciación a otros activos.

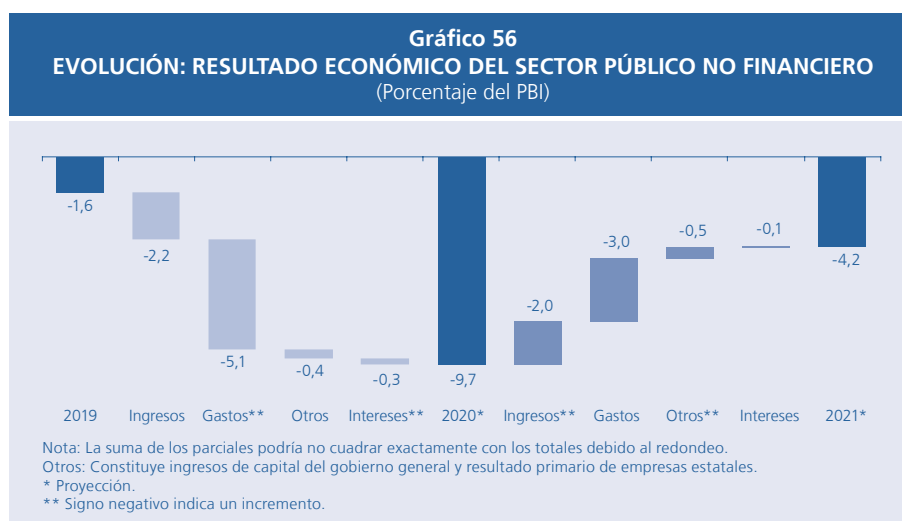
Se amplió el plazo máximo para el arrastre de las pérdidas generadas el presente año, hasta 5 años (normalmente es de 4 años). Así, las empresas podrán compensar la pérdida generada en 2020 contra los resultados de los ejercicios 2021 al 2025. Cabe indicar que esta medida sólo aplica a las empresas que optasen por el esquema de compensación total para las pérdidas.

- iii. Otorgar apoyo a hogares, con recursos que ascienden a S/ 6,7 mil millones, de los cuales, S/ 6,1 mil millones corresponden a transferencias monetarias y en especie. Asimismo, se ha postergado el pago de impuestos a las personas naturales, principalmente de la regularización del impuesto a la renta del ejercicio 2019 con un alivio temporal estimado en S/ 592 millones.
 - iv. Adicionalmente, el gobierno ha aprobado el uso de ahorros regulados de los trabajadores por un monto estimado en S/ 14,3 mil millones, con el fin de apoyar el consumo de las familias.
51. En este contexto, se ha elevado la proyección del **déficit fiscal** para 2020 a 9,7 por ciento del PBI desde un déficit de 1,6 por ciento del PBI el año anterior. Este déficit es el mayor desde el año 1989, cuando se registró uno de 11,3 por ciento del PBI. El principal factor explicativo de este mayor déficit es el incremento de los gastos corrientes (de 15,5 a 20,3 por ciento del PBI) debido a las actividades de lucha contra la pandemia. A esto se agrega un deterioro importante de los ingresos corrientes del Gobierno General de 19,7 a 17,5 por ciento del PBI, así como el mayor déficit primario de las empresas estatales, los menores ingresos de capital y el mayor pago por intereses de la deuda.





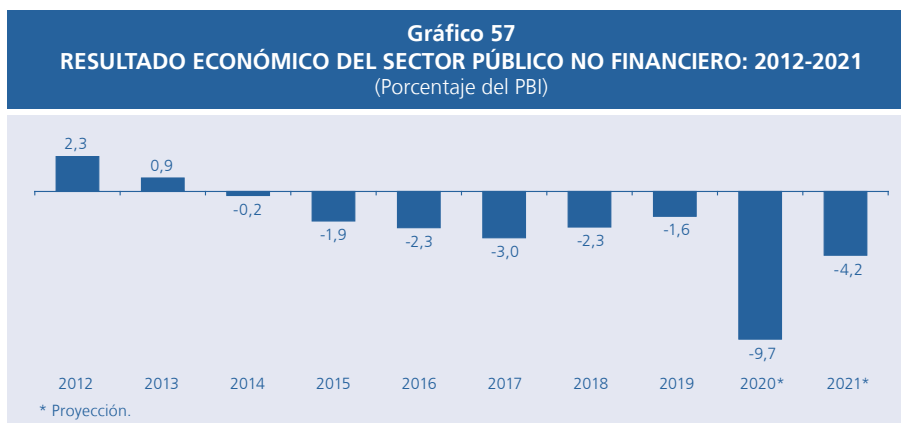
Para 2021 se estima que el déficit fiscal se reduciría a 4,2 por ciento del producto, nivel que reflejaría el menor gasto corriente, luego de los gastos extraordinarios de este año para controlar la pandemia, y la recuperación de los ingresos, consecuente con la recuperación esperada de la actividad y de los precios de los *commodities*.



Cuadro 25
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2019	2020*		2021*	
		RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
1. Ingresos corrientes del gobierno general	19,7	20,0	17,5	19,9	19,5
2. Gastos no financieros del gobierno general	20,1	20,3	25,2	20,3	22,3
<i>Del cual:</i>					
<i>Gasto corriente</i>	15,5	15,5	20,3	15,5	17,4
<i>Formación bruta de capital</i>	4,0	4,2	4,2	4,3	4,2
3. Otros	0,1	-0,1	-0,3	0,2	0,2
4. Resultado primario (1-2+3)	-0,2	-0,3	-8,0	-0,2	-2,5
5. Intereses	1,4	1,4	1,7	1,5	1,6
6. Resultado económico	-1,6	-1,7	-9,7	-1,6	-4,2
<i>Financiamiento externo</i>	0,6	0,8	3,2	0,2	0,7
<i>Financiamiento interno</i>	1,0	0,9	6,5	1,4	3,5
Nota:					
Porcentaje del PBI					
<i>Saldo de deuda pública bruta</i>	26,8	27,3	33,9	27,3	33,1
<i>Saldo de deuda pública neta</i>	13,0	13,7	23,6	14,6	25,3
<i>Saldo de depósitos públicos</i>	13,8	13,6	10,3	12,7	7,8

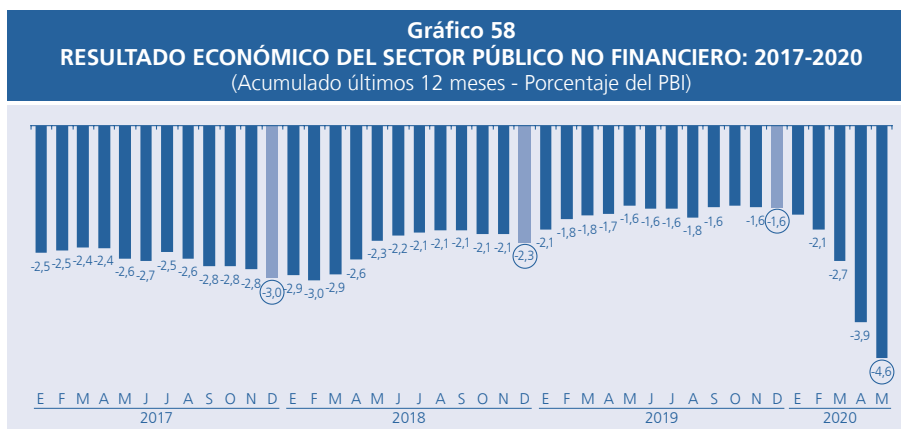
Nota: La suma de los parciales podría no cuadrar exactamente con los totales debido al redondeo.
* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

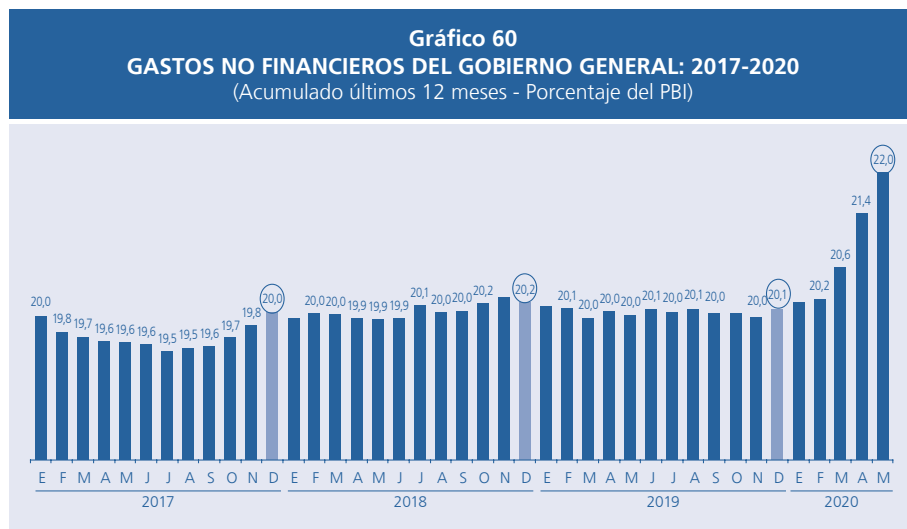
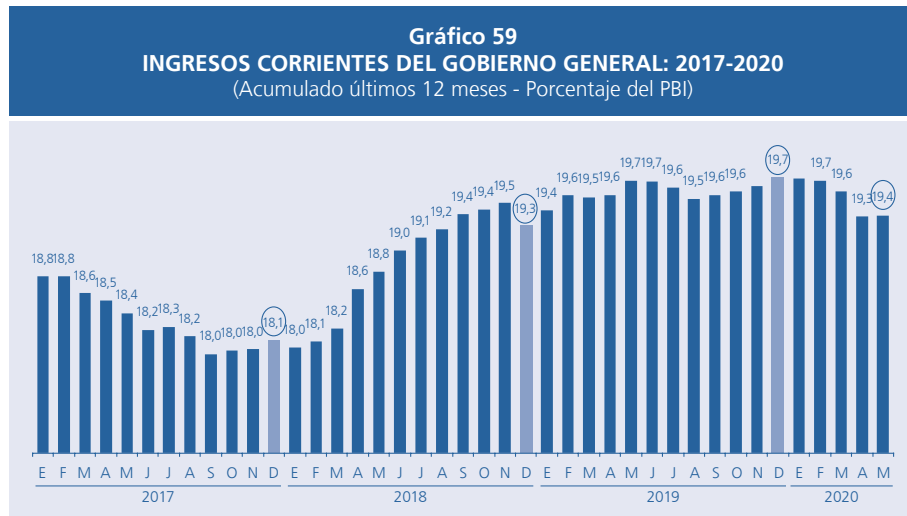


Evolución reciente

52. La actual coyuntura de crisis global asociada a la pandemia del COVID-19 está afectando, de manera significativa pero temporal, las finanzas públicas del gobierno general, registrándose menores ingresos corrientes y mayores niveles de gastos. Estos resultados reflejan el impacto: en (i) la recaudación tributaria, principalmente en el impuesto a la renta e IGV, producto tanto de las medidas de contención del virus en la actividad económica, así como por las medidas de aplazamiento tributario y (ii) del estímulo fiscal que se viene implementando para enfrentar la crisis sanitaria y para aminorar y revertir los impactos negativos en la actividad.

En este contexto, el **déficit fiscal** acumulado en los últimos doce meses a mayo de 2020 se ubicó en 4,6 por ciento del PBI, mayor en 3,0 puntos porcentuales del producto con respecto al acumulado en los últimos doce meses a diciembre de 2019. El resultado fue principalmente producto de los mayores gastos no financieros del gobierno general (1,9 puntos porcentuales del PBI), de los menores ingresos (0,3 puntos porcentuales del PBI) y del mayor déficit primario de las empresas estatales (0,5 puntos porcentuales del PBI).





Ingresos corrientes

53. Para 2020 se proyectan **ingresos corrientes** en 17,5 por ciento del producto, mientras que para 2021 éstos se ubicarían en 19,5 por ciento del PBI. Para 2020 se registraría una disminución real de los ingresos corrientes en 21,9 por ciento principalmente por menores ingresos tributarios, consistente con la menor proyección de crecimiento de la actividad económica. La recuperación de la actividad y los mayores precios de los *commodities* proyectados para 2021 explicarían la recuperación de los ingresos corrientes. El nivel de ingresos corrientes de 2020 sería el más bajo desde el año 1993, cuando se registró un nivel de 16,8 por ciento del PBI.

Cuadro 26
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
 (Porcentaje del PBI)

	2019	2020*		2021*	
		RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
INGRESOS TRIBUTARIOS	14,8	15,1	13,1	15,1	15,0
Impuesto a la Renta	5,7	5,9	5,1	5,7	5,4
Impuesto General a las Ventas	8,2	8,4	7,2	8,6	8,1
Impuesto Selectivo al Consumo	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
Impuesto a las Importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,9	1,8	1,9	1,8	2,3
Devolución de impuestos	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,1
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	5,0	4,9	4,4	4,8	4,5
Contribuciones sociales	2,2	2,2	1,8	2,3	2,2
Recursos propios y transferencias	1,7	1,7	1,8	1,6	1,6
Canon y Regalías	0,6	0,6	0,5	0,6	0,4
Resto	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3
TOTAL	19,7	20,0	17,5	19,9	19,5

Nota: La suma de los parciales podría no cuadrar exactamente con los totales debido al redondeo.
 * Proyección.
 RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 61
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2012-2021
 (Porcentaje del PBI)



Gastos no Financieros

54. Para **2020** se incrementa la proyección de los **gastos no financieros** a 25,2 por ciento del PBI, en tanto que para 2021 este ratio se ubicaría en 22,3 por ciento del PBI, niveles que reflejan el incremento transitorio del gasto corriente esperado por los estímulos fiscales para enfrentar el COVID-19.

Las proyecciones del gasto consideran que, debido a lo prolongado de las medidas de aislamiento social, se otorga un nuevo bono de S/ 760 a las familias de menores recursos (en los 4 programas ya otorgados), lo que implicaría un gasto adicional de S/ 4,7 mil millones. Ello permitiría un mayor soporte a la recuperación de la demanda agregada y la actividad económica en los siguientes meses.





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

	2019	2020*		2021*	
		RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
GASTO CORRIENTE	15,5	15,5	20,3	15,5	17,4
Gobierno Nacional	10,5	10,6	14,2	10,6	11,7
Gobiernos Regionales	3,5	3,4	4,3	3,4	4,0
Gobiernos Locales	1,6	1,5	1,8	1,5	1,7
GASTO DE CAPITAL	4,6	4,7	4,9	4,8	4,8
Formación Bruta de Capital	4,0	4,2	4,2	4,3	4,2
Gobierno Nacional	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7
Gobiernos Regionales	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9
Gobiernos Locales	1,6	1,7	1,7	1,8	1,7
Otros	0,6	0,6	0,8	0,6	0,6
TOTAL	20,1	20,3	25,2	20,3	22,3
Gobierno Nacional	12,6	12,7	16,5	12,7	14,0
Gobiernos Regionales	4,3	4,2	5,1	4,2	4,8
Gobiernos Locales	3,2	3,3	3,6	3,4	3,4

Nota: La suma de los parciales podría no cuadrar exactamente con los totales debido al redondeo.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 62
GASTOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2012-2021
(Porcentaje del PBI)

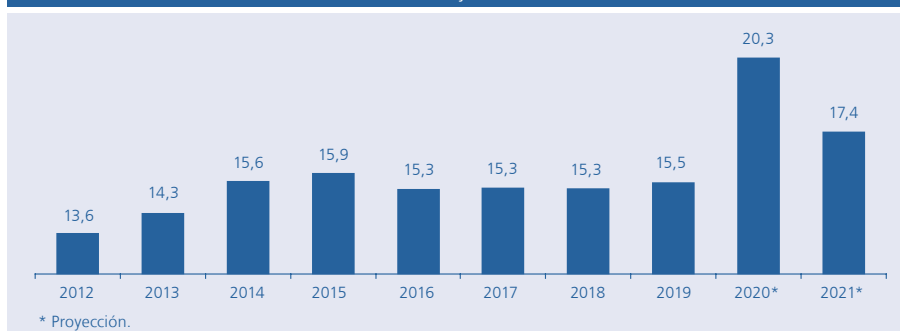
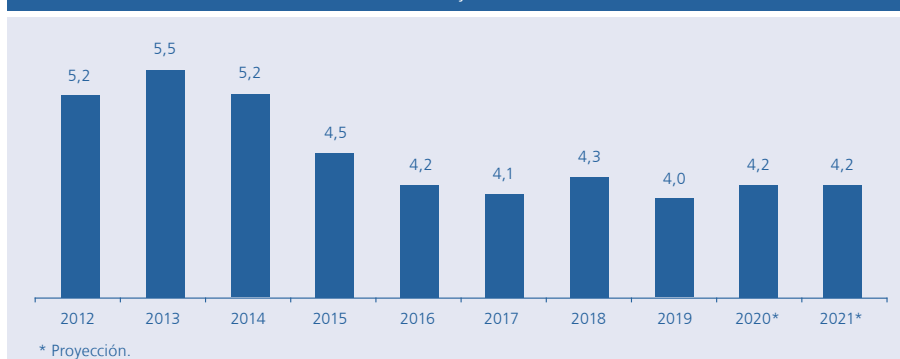


Gráfico 63
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO GENERAL: 2012-2021
(Porcentaje del PBI)



55. El **resultado primario estructural** es un indicador que aísla de los agregados fiscales los factores fuera del control gubernamental, en particular sobre la recaudación tributaria, tales como los precios de exportación o la posición en el ciclo económico. Este indicador se estima fue negativo en 0,1 en 2019, y sería negativo en 2020 y positivo en 2021. En 2020 se obtendría un déficit primario estructural de 3,4 por ciento y un superávit de 0,2 por ciento en 2021.

El cambio del resultado primario estructural en un año respecto al año anterior señala en qué medida la política fiscal ha sido expansiva o contractiva. Así, entre 2019 y 2018 se registró una reducción del déficit primario estructural en 0,8 puntos del PBI potencial, lo que permite caracterizar a la política fiscal como contractiva en 2019. Para 2020 se tendría una política fiscal expansiva en 3,3 puntos del PBI potencial, mientras que en 2021 la política fiscal sería contractiva en 3,6 puntos del PBI potencial, lo que sería consistente con la necesidad de iniciar una consolidación fiscal y una economía que se va recuperando de la crisis del COVID-19.



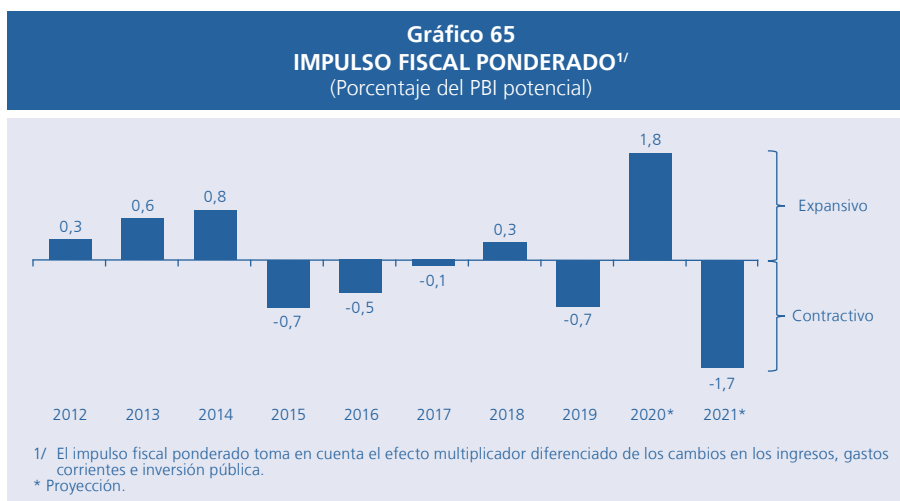
56. Si se ponderan los cambios de los ingresos estructurales, los gastos corrientes y de capital por sus respectivos multiplicadores se obtiene el impulso fiscal ponderado, el cual muestra resultados cualitativamente similares. En este caso, se mantiene la conclusión de una política fiscal contractiva en 2019 y expansiva en 2020 (1,8 por ciento del PBI potencial), lo que contribuiría, junto con una posición expansiva de la política monetaria, a atenuar el choque negativo del COVID-19. La posición fiscal en 2021 sería contractiva (1,7 por ciento del PBI potencial).

Cabe mencionar que debido a las diferencias en el valor de los multiplicadores, el efecto sobre la actividad medido por el impulso ponderado es menor que el incremento en el déficit estructural. Ello se explica pues parte del estímulo fiscal proviene de la reducción de ingresos (1,9 puntos del PBI) y del incremento del gasto corriente y del déficit de empresas estatales (2,0 puntos porcentuales), los





cuales tienen un menor impacto que el de gasto de capital, el cual se reduce en 0,4 puntos porcentuales del PBI.



57. Respecto a 2019, los mayores **requerimientos de financiamiento** para 2020 y 2021 corresponden a los mayores déficits proyectados, los que serían financiados principalmente con los depósitos del Tesoro Público y en menor medida con desembolsos. Con ello se revisa la proyección del saldo de depósitos públicos, con respecto al Reporte de diciembre, de 13,6 a 10,3 por ciento del PBI para 2020 y de 12,7 a 7,8 por ciento del PBI para 2021.

Cuadro 28
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	2019	2020*		2021*	
		RI Dic.19	RI Jun.20	RI Dic.19	RI Jun.20
I. USOS	32 022	16 976	68 924	16 913	34 656
1. Amortización	19 491	2 752	2 655	2 788	2 839
a. Externa	4 524	744	986	1 690	1 741
b. Interna	14 967	2 008	1 669	1 098	1 098
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	622	550	479	550	550
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	12 531	14 224	66 269	14 125	31 817
II. FUENTES	32 022	16 976	68 924	16 913	34 656
1. Desembolsos y otros	36 704	19 018	28 501	14 935	23 618
a. Externas	3 709	7 204	12 898	3 421	6 021
b. Bonos	32 995	11 813	15 603	11 513	17 597
2. Variación de depósitos y otros ^{1/}	-4 682	-2 042	40 423	1 979	11 038
Nota:					
Porcentaje del PBI					
Saldo de deuda pública bruta	26,8	27,3	33,9	27,3	33,1
Saldo de deuda pública neta	13,0	13,7	23,6	14,6	25,3
Saldo de depósitos públicos	13,8	13,6	10,3	12,7	7,8
1/ Signo positivo indica reducción de depósitos. * Proyección. RI: Reporte de Inflación.					

El mayor requerimiento financiero de este año debiera ser cubierto principalmente con el uso de activos financieros, los cuales ascienden a 14,8 por ciento del PBI al mes de abril, en lugar de recurrir a nuevas operaciones de endeudamiento. Ello permitiría reducir los costos financieros, liberando recursos y mejorando la posición fiscal.

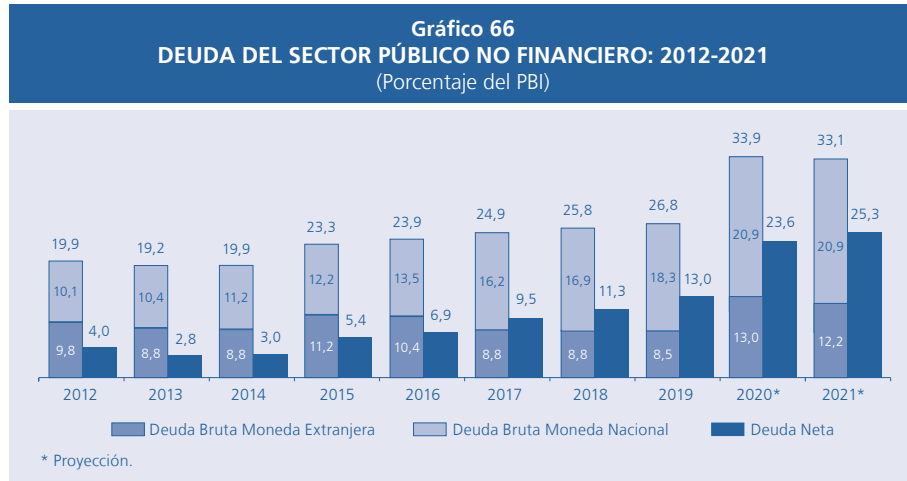
Estos recursos corresponden a depósitos en el sistema financiero local (13,8 por ciento del PBI), principalmente en el BCRP. Los tenedores de estos depósitos son tanto el Tesoro Público como un conjunto amplio de entidades públicas, lo que dificulta una gestión eficiente del total de activos y pasivos públicos. Sin embargo, recientemente se han dictado algunas medidas para la utilización de recursos públicos por parte del Tesoro, entre los cuales se destacan:

- **Permitir el uso de depósitos en sustitución de recursos presupuestados originalmente como provenientes de operaciones de crédito.** Los fondos que sean aplicados mediante este mecanismo, se mantienen a disposición inmediata de su titular, en el momento que se requiera, para lo cual la Dirección General del Tesoro Público (DGTP) está facultada a efectuar la colocación de bonos soberanos, con cargo a los saldos pendientes de colocación de las emisiones de bonos soberanos aprobadas en las leyes de endeudamiento correspondientes.
- **Transferencia al Tesoro de recursos excedentes no comprometidos presupuestalmente de empresas, Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE), y otras entidades públicas.** Se dispuso la transferencia gradual de recursos del FONAFE por hasta S/ 1 500 millones, de Fondos y Recursos Directamente Recaudados de las entidades públicas, que no están comprometidos presupuestalmente. En este último caso está pendiente la publicación de un decreto supremo que determine los montos a transferir.

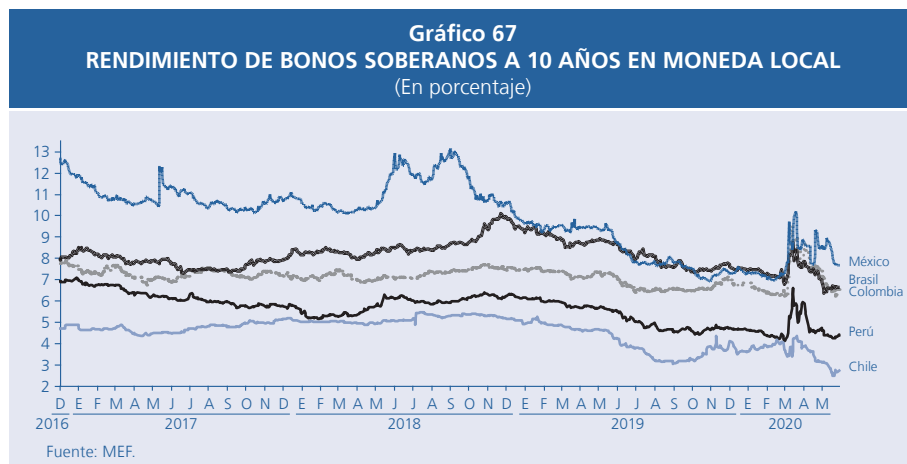
Es necesario seguir avanzando en medidas que permitan incrementar la fungibilidad de los activos financieros del sector público, para atender a las necesidades globales de financiamiento.

58. La **deuda pública neta de depósitos del sector público** aumentaría de 13,0 a 23,6 por ciento del PBI entre 2019 y 2020, y se ubicaría en 25,3 por ciento del producto al final del horizonte de proyección. En términos brutos la deuda pasaría de 26,8 a 33,9 por ciento del producto entre 2019 y 2020, para finalmente ubicarse en 33,1 por ciento del producto en 2021. Los nuevos desembolsos y emisiones para financiar los déficits fiscales explicarían el incremento de la deuda bruta. Ello y la reducción de los depósitos públicos (para el mismo fin) explicarían el incremento de la deuda neta.

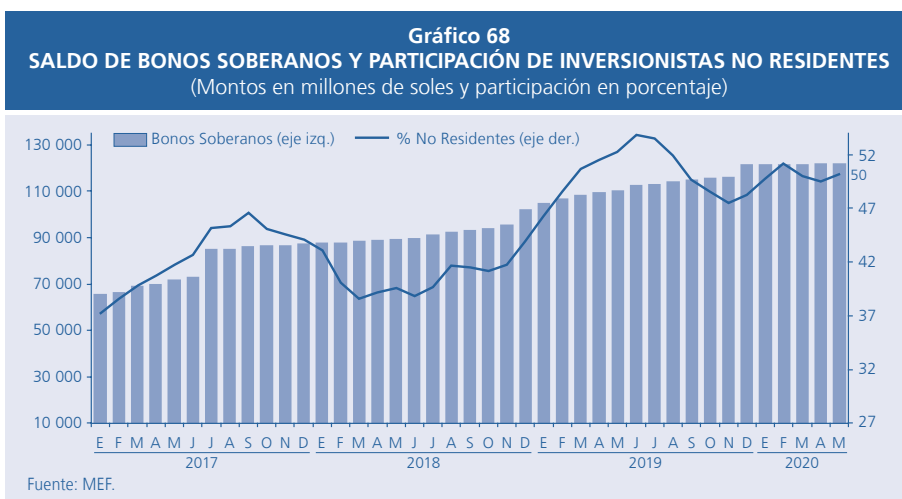




59. Entre diciembre de 2019 y junio de 2020, las **tasas de interés de bonos gubernamentales en moneda local a 10 años** en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú presentaron una alta volatilidad. Primero, entre diciembre de 2019 y febrero de 2020 las tasas de interés presentaron una tendencia descendente, disminuyendo en promedio 24 puntos básicos. Luego, la expansión de la pandemia del COVID-19 en marzo ocasionó que los bonos se desvaloricen considerablemente, los *spreads* crediticios aumenten y se deterioren los indicadores de riesgo país, en línea con la mayor aversión al riesgo global. En abril y mayo, las medidas de inyección de liquidez de los bancos centrales han contribuido a una reducción significativa en las tasas de interés (reducción promedio de 44 puntos básicos entre diciembre de 2019 y junio de 2020). En el caso de Perú, la tasa de interés disminuyó de 4,23 a 3,90 por ciento y la demanda de bonos de los inversionistas no residentes aumentó luego de la reducción registrada en marzo de 2020.



El saldo de **bonos soberanos** asciende a S/ 121 786 millones a mayo de 2020. Por el lado de la demanda, la participación de los inversionistas no residentes aumentó de 48 a 50 por ciento sobre el saldo de bonos entre el cierre de 2019 y mayo del presente año. Así, sus tenencias se incrementaron de S/ 58 666 millones en diciembre de 2019 a S/ 61 121 millones en mayo de 2020. Por otro lado, respecto a febrero de 2020, un mes antes de que se iniciara la cuarentena en el país, las tenencias de bonos soberanos por parte de no residentes se redujeron en S/ 1 136 millones.





Recuadro 3 MEDIDAS DE SOPORTE A HOGARES FRENTE A LA CRISIS DEL COVID-19

Frente a la crisis económica provocada por la pandemia del nuevo coronavirus, el Gobierno ha dictado un conjunto de medidas para asegurar, por un lado, el flujo de la cadena de pagos y la estabilidad del sistema financiero, y, por otro, la viabilidad del distanciamiento social obligatorio. Los dos primeros objetivos buscan evitar un círculo recesivo que acabe en despidos y quiebras masivas que dificulten la recuperación económica futura. El tercer objetivo se formula reconociendo que el éxito de la contención del virus depende de los incentivos económicos para respetar las medidas de distanciamiento social.

Desde la perspectiva de los hogares, el mecanismo fundamental para asegurar evitar una contracción en el gasto y que a su vez sea óptimo cumplir con la cuarentena consiste en proveerles liquidez en el corto plazo. Un aumento en el ingreso disponible de las familias estimula el consumo presente, pero también resta la necesidad de salir a trabajar y genera mejores expectativas sobre la situación futura de la familia y del resto de hogares.

El Gobierno está operando con formas directas e indirectas de provisión de liquidez a las familias. El primer tipo de medidas incluye a: (i) las transferencias monetarias y en especie a los hogares; (ii) la suspensión de descuentos obligatorios al salario bruto (tales como el aporte a las AFP); y (iii) la potestad para retirar efectivo de cuentas de ahorro forzoso, tanto las establecidas para fines previsionales como las de contingencia por desempleo. La provisión indirecta de liquidez abarca medidas para reducir los diferentes gastos de los hogares, entre las que resalta el alivio tributario y el fraccionamiento en el pago de servicios públicos (electricidad, gas natural, saneamiento, y telecomunicaciones).

Adicionalmente, la inyección de liquidez ha venido acompañada de cierta extensión de la red de protección social, que otorgaría cierta cobertura frente a las contingencias de la crisis. La extensión de la red de protección social ha estado enfocada en el acceso a salud (red de soporte a adultos mayores y personas con discapacidad, continuidad de prestaciones de EsSalud para trabajadores afectados por la suspensión perfecta de labores, entre otras), y a prestaciones por el recorte temporal de ingresos (subsidio a los trabajadores MYPE afectados por la suspensión perfecta de labores).

Dada la limitación de recursos fiscales, la provisión directa de liquidez inicialmente estuvo focalizada para los hogares más vulnerables. En el contexto de la crisis, los hogares más vulnerables son aquellos con escasa protección económica frente a la pérdida de ingresos, y cuya fuente de ingresos laborales sea sensible a la cuarentena por la naturaleza de sus actividades. De esta manera, en los primeros 15 días del Estado de Emergencia, se inició con programas de subsidios a los hogares en situación de pobreza en zonas de emergencia sanitaria (Bono “Yo me quedo en casa”, DU 027-2020 del 16 marzo), y a los

hogares no pobres de bajos ingresos que dependen de un trabajador independiente (Bono Independiente, DU 033-2020 del 27 de marzo). Luego, a un poco más de un mes de iniciada la cuarentena, se implementó un tercer subsidio para los hogares rurales en situación de pobreza (Bono Rural, DU 042-2020 del 19 de abril). Los tres tipos de hogares encajan en el perfil de grupo vulnerable dados los criterios mencionados.

En paralelo a la implementación de los primeros subsidios, el Gobierno aprobó los retiros de cuentas de ahorro forzoso con la finalidad de atenuar el impacto de la pérdida de ingresos. Mediante el DU 033-2020 y DU 034-2020, respectivamente, se habilitó por primera vez durante el Estado de Emergencia el retiro de efectivo de cuentas de Compensación por Tiempo de Servicios (CTS) y de las Cuentas de Capitalización Individual de las AFP. Si bien estas medidas benefician a hogares con trabajadores formales, que serían, en promedio, los menos vulnerables frente a la crisis, servirían para aliviar la contracción de la actividad económica. La intervención es particularmente pertinente respecto a la CTS, ya que ésta opera como un sustituto al seguro de desempleo y sus fondos deberían responder a estas contingencias. Así, por ejemplo, además del retiro general de S/ 2 400 planteado inicialmente para todos los formales, el DU 038-2020 permitió que todos los trabajadores afectados por la suspensión perfecta de labores puedan retirar cada mes un monto equivalente al de su remuneración bruta mensual. En cambio, la liberación del ahorro previsional podría afectar la sostenibilidad del sistema pensionario.⁵

En un segundo momento, reconociendo las limitaciones para identificar a todos los hogares vulnerables, se cambió la estrategia por una que privilegia la cobertura por sobre la focalización. Según la ENAHO de 2019, alrededor del 40 por ciento de los hogares no pobres en Perú está compuesto sólo por trabajadores informales, de los cuales no se dispone información completa sobre su nivel de ingresos y tipo de ocupación. Por ende, se hace imposible focalizar a los hogares vulnerables dentro de este grupo, y extender la ayuda para garantizar la estabilidad macroeconómica y social requiere aceptar un nivel alto de filtración. En este contexto, se implementó el Bono Familiar Universal (DU 052-2020 del 5 de mayo), que plantea entregar un subsidio monetario a todos los hogares que: (i) no hayan sido beneficiarios previos de otro bono, (ii) no cuenten con un miembro del hogar en planilla del sector privado o público, y (iii) no cuenten con un miembro del hogar con ingresos por encima de S/ 3 000 según la información disponible en el sistema financiero y tributario.⁶ El gráfico a continuación ilustra la secuencia de las medidas de provisión directa de liquidez:

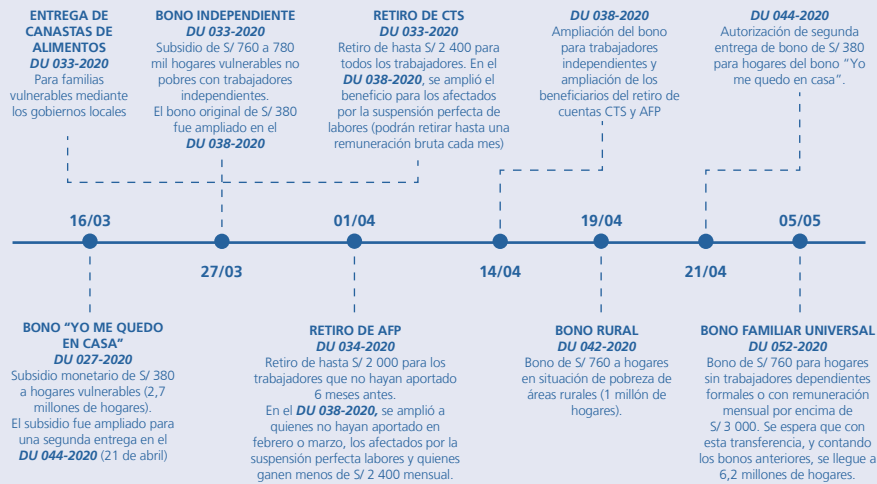
5 Al inicio esta medida sólo incluía a trabajadores que dejaron de aportar hasta seis meses antes de la cuarentena (una proxy de estar desempleado o haber migrado al sector informal). Sin embargo, fue extendido a más beneficiarios (mediante DU 038-2020 se permitió retirar fondos a los trabajadores que no hayan aportado en febrero o marzo, que ganen menos de S/ 2 400, y los afectados por la suspensión perfecta de labores) y, eventualmente, el Congreso de la República publicó la Ley 31017 que facilita el retiro de hasta el 25 por ciento de los fondos para todos los trabajadores.

6 Esta estrategia de identificación de beneficiarios por método de descarte implica una alta filtración, pero también una provisión más rápida de ayuda, y asegura una mayor cobertura.





LÍNEA DE TIEMPO DE ADOPCIÓN DE MEDIDAS DE PROVISIÓN DE LIQUIDEZ



Los subsidios directos ascienden a S/ 760 por hogar, el costo de una canasta básica alimentaria mensual para cuatro personas, y cubrirán a un total de 6,2 millones de hogares (70 por ciento del total).^{7,8} La lógica del monto del subsidio sigue el hecho de que en Perú los hogares están compuestos, en promedio, por 3,5 personas. Sin embargo, habría hogares que estarían recibiendo más o menos ayuda per cápita por no considerar el tamaño del hogar al asignar los recursos (aunque solucionar esto requeriría de aún mayores esfuerzos de focalización); y quedan dudas sobre si el monto es suficiente para modificar incentivos (en especial, considerando la extensión del Estado de Emergencia por encima de los 90 días).

Por otro lado, la cobertura de 6,2 millones de hogares, si bien es extensa, ha sufrido en la práctica de retrasos en la aprobación de los padrones y entrega de subsidios, lo cual podría restar efectividad si es que la ayuda no se provee oportunamente y los hogares se ven igual obligados a laborar. Por ejemplo, el segundo tramo del Bono Independiente demoró dos semanas en hacerse efectivo desde su anuncio, el Bono Rural inició el pago el 13 de mayo (habiendo sido anunciado el 19 de abril), y el Bono Familiar Universal inició operaciones con un padrón incompleto dos semanas después del decreto de urgencia que lo oficializó. Según el MIDIS, al 14 de junio, alrededor de 5,1 millones de hogares habrían recibido algún bono, dejando casi a más de 15 por ciento de beneficiarios pendientes de entrega. El siguiente cuadro resume el avance en la entrega:

7 Los dos primeros subsidios ("Yo me quedo en casa" e "Independiente") fueron inicialmente de S/ 380, cuando todavía se preveía el Estado de Emergencia duraría menos de un mes. Luego, mediante los DU 036-2020 y DU 044-2020, se habilitó un segundo pago para completar los S/ 760.

8 El cálculo de 6,2 millones de hogares se obtiene a partir del presupuesto asignado para la entrega de bonos, que se encuentra alrededor de S/ 4,7 millones.

SUBSIDIOS MONETARIOS DURANTE EL ESTADO DE EMERGENCIA							
Subsidio	Entidad responsable	Normal legal	N° beneficiarios (miles)		Inicio de pago 1/		Avance en el cobro (%)
			Según DU	Según padrón final 2/	Primer tramo	Segundo tramo	
Bono Yo me quedo en casa	MIDIS	DU 027-2020	2 749	2 727	26-Mar.	Inicios de mayo	92%
Bono Independiente	MTPE	DU 044-2020 DU 033-2020 DU 036-2020	780	773	8-Abr.	28-Abr.	87%
Bono Rural	MIDIS	DU 042-2020	1 098	980	13-May.		61%
Bono Familiar Universal	MTPE/MIDIS	DU 052-2020	1 613	1 596	20-May.		
<i>Ámbito urbano</i>	MTPE		606	594			77%
<i>Ámbito rural</i>	MIDIS		263	258			78%
<i>Programas sociales</i>	MIDIS		743	743			94%

Nota: Elaboración propia en base a la información de la nota de prensa del MIDIS. Información al 14 de junio.

1/ Los bonos Yo me quedo en casa e Independiente tuvieron dos tramos de S/ 380. En el resto de bonos, fue una única entrega de S/ 760. El Bono Familiar Universal tendrá un segundo tramo, extendiéndose el padrón.

2/ Este es el número de beneficiarios indicado en la nota de prensa del MIDIS.

Link de la nota de prensa: <https://www.gob.pe/institucion/midis/noticias/186819-mas-de-5-1-millones-de-hogares-ya-cobraron-el-bono-de-s-760>.

Finalmente, la entrega de los subsidios servirá además para mejorar los sistemas de información para la focalización de asistencia social, facilitando una respuesta más rápida y eficaz a futuro. Los tres primeros subsidios evidenciaron que la disponibilidad de información era insuficiente para realizar una identificación veloz de los hogares con las bases de datos disponibles. El padrón del Bono “Yo me quedo en casa” fue aprobado por el MIDIS y utilizó al Sistema de Focalización de Hogares (SISFOH), y el del Bono Rural empleó también esta base de datos junto a la información manejada por el MINAGRI. El Bono Independiente, por su parte, fue focalizado por el MTPE y tuvo que mezclar información de la SUNAT, INEI, SBS, SIS y EsSalud. Procesar toda esta información fue costoso en términos de tiempo, y por ello, se busca ahora crear un Registro Nacional de Hogares a cargo de la RENIEC para consolidar y sistematizar la información de todos los hogares beneficiarios.





Recuadro 4 SUSPENSIÓN DE LAS REGLAS FISCALES

La emergencia sanitaria producida por la pandemia del COVID-19 hizo necesario el despliegue de una respuesta fiscal basada en el aumento del gasto público y la postergación del pago de impuestos. En este contexto resultó necesario flexibilizar las reglas fiscales aplicables en los ejercicios 2020 y 2021.

En general, toda regla fiscal debe balancear la necesidad de establecer límites precisos a los agregados fiscales que garantiza un comportamiento responsable, con la flexibilidad necesaria para atender los choques negativos que afectan la economía. En el caso del marco macro fiscal peruano, esta flexibilidad está establecida en la cláusula de excepción de la Ley Marco de las Reglas Fiscales⁹. Esta cláusula dispone que, de manera excepcional, en los casos de desastre o de choque externo significativos que afecten los ingresos del gobierno; o cuando la actividad económica por factores exógenos requiera modificar el resultado económico, sea posible suspender la aplicación de las reglas macrofiscales.

Como se muestra en el siguiente cuadro, esta cláusula se empleó en 2017 para modificar las reglas fiscales ante el evento del Fenómeno de El Niño Costero, que causó daños considerables en varias regiones del país. Durante el interregno parlamentario se modificó la senda de ajuste del déficit para evitar un ajuste demasiado contractivo en el ejercicio 2021 con un decreto de urgencia.

FLEXIBILIDAD DE LA REGLA DE DÉFICIT FISCAL (Porcentaje del PBI)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Decreto Legislativo 1276, Diciembre de 2016.						
Ley Marco Macro fiscal	2,0%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ley N° 30637, Agosto 2017.						
Cláusula de excepción por Fenómeno del Niño Costero	2,9%	2,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Decreto de Urgencia 032-2019, Diciembre 2019.						
Retorno gradual a la regla déficit fiscal no mayor a 1% del PBI		2,1%	1,8%	1,6%	1,3%	1,0%
Decreto Legislativo 1457, Abril 2020.						
Suspensión temporal por emergencia sanitaria COVID-19		suspendida	suspendida			
Ejecución del déficit fiscal	1,6%					

En este año, ante la propagación del COVID-19, el Poder Ejecutivo solicitó la delegación de facultades legislativas al nuevo Congreso para, entre otros temas, modificar las reglas fiscales. Así, mediante el Decreto legislativo 1457¹⁰, se suspendió temporal y excepcionalmente, para

9 Decreto Legislativo 1276, Ley Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal del Sector Público No Financiero.

10 Decreto Legislativo 1457, que aprueba la suspensión temporal y excepcional de las reglas fiscales para el sector público no financiero para los años fiscales 2020 y 2021, y establece otras disposiciones, publicado el 12 de abril de 2020. La norma se aprobó en el marco de la Ley 31011, que delegó las facultades legislativas al Poder Ejecutivo.

los años fiscales 2020 y 2021, las reglas fiscales para el sector público no financiero. La suspensión se realizó para asegurar que la política fiscal actúe de manera oportuna ante la emergencia sanitaria y económica y comprende la suspensión de las reglas de deuda, déficit y crecimiento del gasto:

REGLAS FISCALES SUSPENDIDAS PARA LOS AÑOS 2020 Y 2021

	2019 (Límite)	2019 (Ejecución)	2020	2021
Deuda pública no mayor a:	30% del PBI	26,9% del PBI	30 % del PBI	30 % del PBI
Déficit fiscal no mayor a:	2,9 % del PBI	1,6 % del PBI	2,1 % del PBI *	1,8 % del PBI *
Crecimiento gasto no financiero del Gobierno General <i>(Limitado en un rango +/- 1 p.p. del crecimiento real del PBI de 20 años: 15 previos, 1 presente y 4 posteriores a la elaboración del MMM).</i>	No aplica	No aplica	4,9 % real **	3,7 % real **
Crecimiento gasto corriente del Gobierno General, sin gastos de mantenimiento <i>(No mayor al promedio de crecimiento real anual del PBI de 20 años, al que se le reduce 1,5 p.p. en los años 2020 y 2021).</i>	4,2 % real	2,9 % real	3,5 % real **	3,0 % real **

* Establecida por DU 029-2020, retorno gradual de las reglas fiscales.

** Estimada en el MMM 2020-2023 publicada en agosto de 2019.

De esta forma en los ejercicios 2020 y 2021 no existe un límite al déficit fiscal ni al crecimiento del gasto no financiero del gobierno general. Asimismo, la deuda pública puede superar el techo de 30 por ciento del PBI contemplado en la regla fiscal¹¹.

Adicionalmente se dispuso que el Marco Macroeconómico Multianual a ser publicado en agosto 2020, sirva de base para elaborar los proyectos de leyes anuales de presupuesto, de endeudamiento y equilibrio del año 2021.

Esta suspensión de las reglas fiscales se implementó mediante una norma con rango de Ley, que fue promulgada por el Poder Ejecutivo en el marco de facultades delegadas. Esto en principio cumple con el objetivo del procedimiento que se señala en las cláusulas de excepción de la Ley Marco de las Reglas Fiscales.

Con esta medida el gobierno ha podido implementar un plan económico para enfrentar a la emergencia del COVID-19 y sus efectos sobre la economía local, con recursos que involucran a la fecha cerca de 15 por ciento del PBI, destinados a mejorar la capacidad de respuesta sanitaria, brindar soporte económico a sectores vulnerables, brindar alivio tributario a familias y empresas, e implementar medidas de liquidez que eviten la pérdida de fuentes de empleo y la ruptura de la cadena de pagos, entre otras.

11 Cabe indicar que la regla permite que, en condiciones de volatilidad financiera y siempre que se cumpla con el resto de reglas, la deuda aumente temporalmente hasta 34 por ciento del PBI





Es necesario asegurar que la política fiscal expansiva -propia de la situación de emergencia que atraviesa el país- es sólo de naturaleza transitoria, de modo que los déficits de 9,7 por ciento del PBI para 2020 y de 4,2 por ciento del PBI para 2021, contenidos en el escenario base de este Reporte, se reducirán una vez terminada la crisis. Ello se refleja en que las medidas de gasto no implican una elevación del gasto rígido, por lo que éste debiera de retornar rápidamente a los niveles previos a la pandemia. Asimismo, las medidas de ingresos constituyen solo alivios temporales para apoyar a la liquidez de las empresas, sin afectar los ingresos tributarios de largo plazo.

Esto es importante pues representa una señal al mercado del compromiso de mediano plazo de la autoridad fiscal con una postura de política prudente, que permita recomponer en el tiempo el espacio fiscal que será utilizado en la emergencia actual, lo que asegura la solvencia financiera del Estado peruano. En este sentido, si bien la norma aprobada no considera en forma explícita una senda de ajuste que muestre el retorno gradual a los límites de la regla fiscal, la naturaleza de las medidas implementadas facilitará la convergencia.

En estas circunstancias, resulta necesario cuantificar el ajuste fiscal necesario para estabilizar la razón deuda a PBI y asegurar la solvencia del gobierno. Una forma sencilla de abordar esta discusión es preguntarse por el resultado primario que en estado estacionario estabiliza la deuda. El siguiente cuadro muestra resultados para distintos niveles de deuda pública (30 y 35 por ciento del PBI) y para distintas tasas de interés sobre la deuda bruta.

RESULTADO PRIMARIO QUE ESTABILIZA LA RAZÓN DEUDA A PBI 1/
(Porcentaje del PBI)

		Deuda Bruta	
		30%	35%
Tasa de interés nominal implícita	4,5%	-0,30%	-0,38%
	5,5%	-0,02%	-0,05%
	6,5%	0,26%	0,28%

1/ Asume inflación de 2 por ciento y crecimiento del PBI de 4 por ciento.

El cuadro muestra que a la tasa de interés implícita sobre la deuda pública vigente al 2019 (alrededor de 5,5 por ciento), si la economía crece en forma tendencial a una tasa de 4,0 por ciento anual, bastaría alcanzar el equilibrio en el resultado primario del sector público para estabilizar a largo plazo la deuda pública en 30 o en 35 por ciento del PBI. Parte importante de la convergencia se realizaría en 2021 al reducirse el déficit primario de alrededor de 8,0 a 2,5 por ciento del PBI. En este sentido una forma eficiente de asegurar la sostenibilidad fiscal, es a través de realizar reformas estructurales que eleven la tasa de crecimiento potencial, a un 4 por ciento en los próximos años. Entre estas se encuentran la formalización del mercado laboral a través de una mayor flexibilidad en el mercado, reducir los costos logísticos, simplificar la regulación para alentar la inversión privada. En el corto plazo se deberían de destrabar los proyectos de irrigación y mineros.

Considerar estabilizar la deuda pública a niveles superiores a 35 por ciento del PBI puede resultar riesgoso, en la medida que haga más probable que el gobierno peruano tenga dificultades en atender el servicio y la deuda entre en una senda explosiva.

Un trabajo reciente¹² discute el concepto de *límite de deuda*, como aquel nivel de deuda pública a partir del cual el fisco no puede atender su servicio con certeza, por lo que la prima de riesgo de *default* que enfrenta el país se eleva, iniciándose una dinámica explosiva y no sostenible para el ratio de deuda. Este límite de deuda es una variable aleatoria que tiene una distribución que depende de los choques que recibe la economía peruana y de cómo el fisco reacciona a los mismos. Mediante simulaciones, el trabajo calcula dicha distribución y encuentra que la probabilidad de que el límite de deuda sea inferior a 35 por ciento del PBI, es de 17 por ciento.

Estabilizar la deuda pública en niveles superiores aumenta la vulnerabilidad de las finanzas públicas a los choques que enfrenta la economía peruana. Por ejemplo, si la deuda se estabiliza en 40 por ciento del PBI, la probabilidad de que el límite de deuda sea menor a esa cifra y que el país enfrente problemas de solvencia fiscal se duplica, alcanzando el 34 por ciento.

12 Colonia, Henry (2019) "Límite de deuda y sostenibilidad de la deuda pública peruana". Presentado en el encuentro de economistas del BCRP en octubre de 2019.





V. Política monetaria y condiciones financieras

60. Desde el anuncio del Estado de Emergencia a nivel nacional para contener la expansión del COVID-19, el BCRP ha tomado medidas monetarias y financieras orientadas a promover el correcto funcionamiento de los mercados. Dichas medidas se enfocaron en la reducción del costo de financiamiento, la provisión de liquidez al sistema financiero y la reducción de la volatilidad de las tasas de interés de largo plazo y del tipo de cambio.

Así, en un contexto de fuerte contracción de la demanda interna, y de un entorno internacional de recesión global, el BCRP viene aplicando una política monetaria expansiva, lo que lo ha llevado a reducir la tasa de referencia a su mínimo histórico de 0,25 por ciento. Sin embargo, dado el tamaño del choque, se está ampliando el impulso monetario mediante medidas cuantitativas no convencionales de política monetaria. A continuación se resume las medidas adoptadas por el BCRP:

1

REDUCCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

- Reducción de la tasa de interés de referencia entre marzo y abril, de 2,25 a 0,25 por ciento, su mínimo histórico.
- Guía Futura: El Directorio del BCRP ha enfatizado que considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva por un período prolongado y que se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades.

2

FLEXIBILIZACIÓN DE LOS REQUERIMIENTOS DE ENCAJE

- Reducción de la tasa de encaje en soles de 5% a 4% y de la tasa de encaje para obligaciones en dólares con plazos menores a 2 años con entidades financieras extranjeras de 50% a 9%.
- Reducción del requerimiento mínimo de cuenta corriente en soles de los bancos en el BCRP de 1,0% a 0,75%.
- Suspensión del requerimiento adicional de encaje asociado al crédito en dólares.

3

PROVISIÓN DE LIQUIDEZ AL SISTEMA FINANCIERO

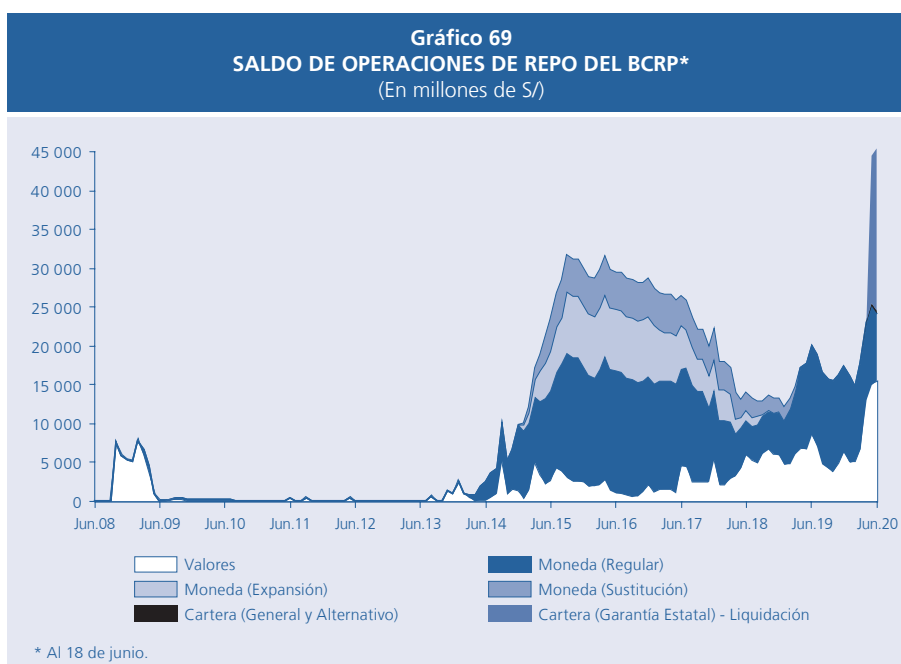
- Plazos de 6 meses a 3 años para repos de valores y monedas.
- Flexibilización de la operación de repo de cartera alternativo (incluye *factoring*, entidades con calificación hasta B+, reducción a S/ 300 000 el monto mínimo de garantía).
- Flexibilización de facilidad de ventanilla (eliminación de límite de operaciones).
- Nuevas facilidades de liquidez: (i) operaciones de reporte de créditos con Garantía del Gobierno Nacional (Reactiva Perú); (ii) operaciones de reporte condicionadas a la refinanciación de cartera de créditos y (iii) Programa de Garantía del Gobierno Nacional a la cartera crediticia de las empresas del sistema financiero.

4

REDUCCIÓN DE LA VOLATILIDAD EN TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO Y DEL TIPO DE CAMBIO

- Intervención cambiaria principalmente mediante derivados (saldo máximo alcanzado de *swaps* cambiarios en modo venta desde el inicio del estado de emergencia: US\$ 2 279,1 millones el día 15 de abril).
- Ampliación de los límites para el encaje adicional en soles asociado a las ventas de instrumentos derivados cambiarios de los bancos.
- BCRP puede hacer con AFP repos de valores con bonos soberanos y compra directa de moneda extranjera.

61. Al 16 de junio de 2020, las operaciones de inyección del BCRP totalizan un monto de S/ 45,4 mil millones (6,4 por ciento del PBI anual al segundo trimestre de 2020), de los cuales S/ 24,4 mil millones corresponden a repo de valores, monedas y cartera, y S/ 21 mil millones es el monto liquidado de repos de crédito con garantía estatal. Cabe señalar que, adicionalmente, se han liberado fondos de encaje de las entidades financieras por un monto estimado en S/ 2 mil millones.

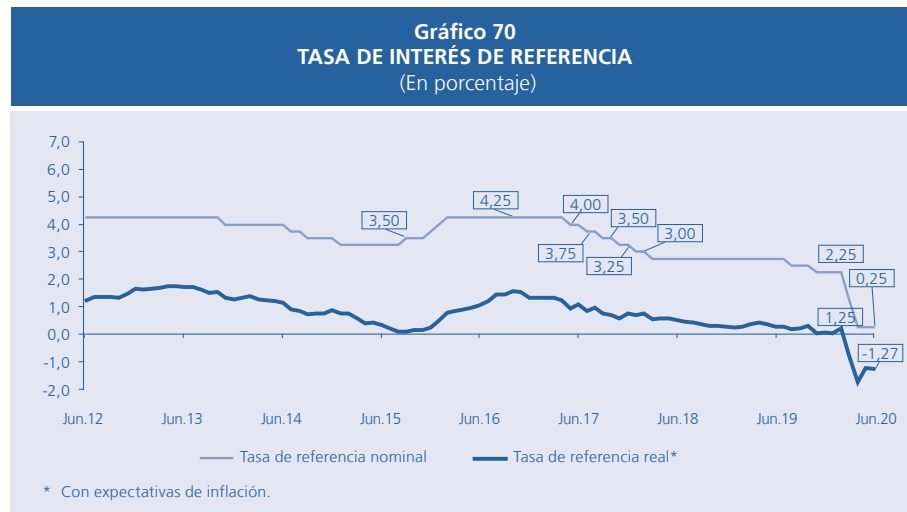


62. A nivel mundial los bancos centrales han venido flexibilizando las condiciones monetarias y financieras, recortando sus tasas de interés de política y realizando operaciones de inyección, reduciendo encajes y relajando las restricciones financieras vigentes. Asimismo, varios países se encuentran implementando programas de apoyo al crédito para las empresas con apoyo de sus bancos centrales. Si bien los mecanismos pueden diferir en términos operativos entre países, la finalidad es sostener el flujo de crédito y promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros.

Acciones de política monetaria del BCRP y medidas frente a la pandemia del Coronavirus

63. Con el inicio del periodo de aislamiento social, el Directorio del BCRP decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 200 puntos básicos entre el 19 de marzo y el 9 de abril, de 2,25 a 0,25 por ciento, alcanzando así su mínimo histórico.





64. Estas decisiones tomaron en consideración:

- La proyección de inflación anual aproximándose al límite inferior del rango meta en el horizonte de proyección.
- Expectativas de inflación en el centro del rango meta.
- La actividad económica severamente afectada de manera temporal por choques simultáneos de oferta y demanda agregada.
- Riesgos acentuados respecto a la actividad económica mundial, lo que incluye la posibilidad de una recesión económica en el primer semestre del año.

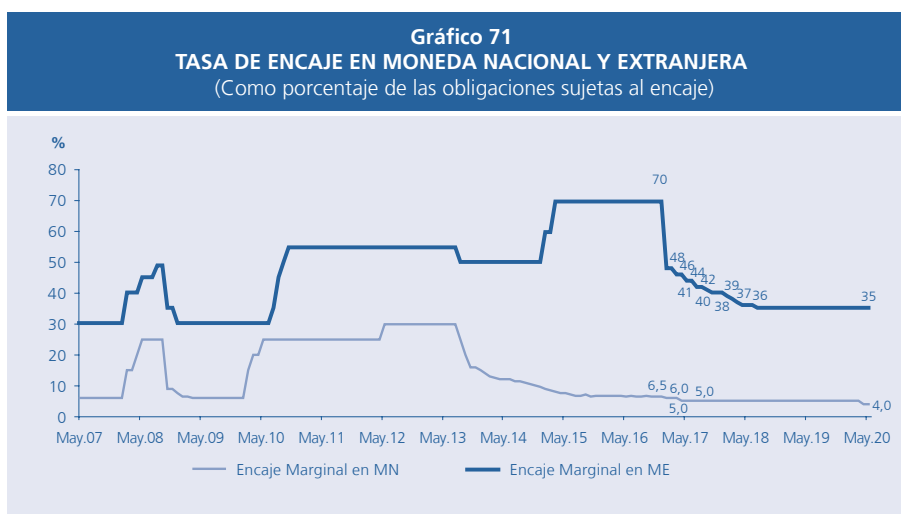
65. En términos de comunicación, el Directorio del BCRP ha enfatizado que “continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y la cadena de créditos de la economía” y que “considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva por un período prolongado y mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes”. De esta manera, el BCRP ha dado guías sobre la posición futura de política monetaria, brindando más información al mercado para la formación de expectativas. Asimismo, indicó que “el Banco Central se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades”.

66. Con el objetivo de liberar fondos prestables resguardados en cuenta corriente de encaje de las entidades financieras, y así contribuir a flexibilizar las condiciones financieras, el BCRP tomó las siguientes medidas que rigen a partir del periodo de encaje del mes de abril¹³:

13 Círculos BCRP 0010-2020-BCRP y 0011-2020-BCRP (31/03/2020).

- a. La reducción del encaje mínimo legal en soles de 5 por ciento a 4 por ciento.
- b. La reducción del requerimiento mínimo de cuenta corriente en soles de 1 por ciento a 0,75 por ciento del TOSE.
- c. La disminución de la tasa de encaje para las obligaciones en moneda extranjera con plazos promedio igual o menor a 2 años con entidades financieras extranjeras de 50 por ciento a 9 por ciento.
- d. La suspensión por lo que resta del año 2020 del requerimiento adicional de encaje al crédito en moneda extranjera.

Estas medidas de encaje liberaron el equivalente a S/ 2 000 millones a todas las entidades financieras (S/ 1 125 millones por la reducción de la tasa de encaje en moneda nacional).



Medidas adicionales del BCRP ante la pandemia del COVID-19

- 67. La reducción de la tasa de interés de política monetaria fue acompañada de la ampliación de los montos y plazos (hasta 3 años) de las operaciones de repo de valores y de monedas, con el objetivo de también reducir las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimiento. Ello, junto con la liquidación de operaciones de reporte de cartera con garantía estatal a partir de mayo, ha provocado que entre marzo y junio el saldo de operaciones de inyección de liquidez pase de S/ 14 750 millones a S/ 45 592 millones, cifra seis veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis de 2008-2009 (S/ 7 877 millones) y cerca de 1,5 veces el saldo alcanzado durante el programa de desdolarización (S/ 31 789 millones).





Cuadro 29
SALDO DE OPERACIONES REPO DEL BCRP*
(En millones de soles)

Episodio	Fecha	Valores	Moneda (Regular)	Moneda (Expansión)	Moneda (Sustitución)	Cartera (General y Alternativo)	Cartera (Garantía Estatal) - Liquidación	Total
Crisis Financiera 2008-2009	Oct.08	7 383	300	0	0	0	0	7 683
	Nov.08	5 959	30	0	0	0	0	5 989
	Dic.08	5 412	0	0	0	0	0	5 412
	Ene.09	5 239	0	0	0	0	0	5 239
	Feb.09	7 877	0	0	0	0	0	7 877
	Mar.09	5 989	735	0	0	0	0	6 724
Programa de Desdolarización	Dic.14	1 300	8 600	0	0	0	0	9 900
	Mar.15	4 900	8 600	2 200	1 500	0	0	17 200
	Jun.15	2 631	11 500	5 100	4 305	0	0	23 536
	Set.15	3 034	16 050	7 900	4 805	0	0	31 789
	Dic.15	2 500	14 900	7 900	4 805	0	0	30 105
Crisis COVID-19	Feb.20	5 100	9 650	0	0	0	0	14 750
	Mar.20	6 675	11 150	0	0	0	0	17 825
	Abr.20	13 015	10 030	0	0	250	0	23 295
	May.20	15 060	10 145	0	0	260	19 017	44 482
	Jun.20	15 517	8 745	0	0	260	21 070	45 592

* Al 18 de junio.

68. En este periodo se han efectuado también por primera vez operaciones de reporte con cartera crediticia. Este es un mecanismo de inyección a través del cual las instituciones reciben liquidez del BCRP usando como contraparte parte de su cartera de préstamos. Al cierre de mayo, el saldo de estas operaciones asciende a S/ 260 millones. Este instrumento fue creado en 2009 en el contexto de la crisis financiera internacional, pero se ha utilizado por primera vez en abril de 2020. Cabe señalar que al inicio del mes de abril se amplió el conjunto de garantías y colaterales para llevar a cabo estas operaciones¹⁴:
- Ampliación del espectro de colaterales para repos de cartera, incluyendo facturas que descuentan las entidades financieras (*Factoring*).
 - Modificación del requerimiento mínimo de calificación de riesgo de las entidades financieras para poder participar en el esquema alternativo de las operaciones de reporte con títulos valores de calificación "A" a "B+".
 - Reducción del monto mínimo de los créditos que las entidades financieras pueden utilizar como garantía en operaciones de repos de cartera en el esquema alternativo de S/ 500 000 a S/ 300 000.
69. Asimismo, con el objetivo de dar facilidades de liquidez adicionales, se ha eliminado a partir del Programa Monetario Extraordinario de Marzo (19 de marzo

14 Circular 0014-2020-BCRP (03/04/2020).

de 2020), el límite que tenían las entidades financieras para realizar operaciones de reporte directas a la tasa de ventanilla (límite de 10 operaciones de reporte directas en un intervalo de 12 meses).

70. En el contexto de caída abrupta de la actividad económica por la cuarentena, se creó la Operación de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional Representados en Títulos Valores en el marco del programa Reactiva Perú. Este es un nuevo instrumento de inyección de liquidez, que busca apoyar la reposición del capital de trabajo de las empresas y con ello asegurar el funcionamiento de la cadena de pagos. Inicialmente se programó la colocación de hasta S/ 30 mil millones y, posteriormente, este monto ha sido ampliado hasta S/ 60 mil millones por la extensión del periodo de aislamiento social.
71. Recientemente se ha aprobado también el Programa de Garantía del Gobierno Nacional a la cartera crediticia de las empresas del sistema financiero, el cual busca proveer a las instituciones financieras de la liquidez necesaria para mantener el flujo de crédito hacia los sectores más afectados y con ello, mantener la continuidad en la cadena de pagos. Las instituciones financieras podrán utilizar su cartera crediticia para obtener garantía del Gobierno Nacional para realizar operaciones de reporte con el BCRP. El monto del programa asciende a S/ 7 mil millones, el cual podrá ampliarse hasta un 20 por ciento adicional.
72. Adicionalmente, el Directorio del BCRP ha aprobado la creación de las operaciones de reporte que impulsan las reprogramaciones de créditos. En particular, se promueve la fijación de menores tasas de interés y de mayores plazos. A través del uso de estas operaciones, las empresas del sistema financiero podrán obtener liquidez a cambio de la venta de títulos valores de primera calidad, de moneda extranjera, o de cartera crediticia, siempre y cuando estas cumplan con refinanciar los créditos de sus clientes, en un plazo entre 6 y 48 meses, y tasas de interés menores a las pactadas inicialmente.

En particular, el monto refinanciado deberá ser equivalente al que la empresa del sistema financiero se ha adjudicado en la operación. Asimismo, en esta categoría también se incluyen los créditos que se le compren a otras instituciones financieras con fines de reprogramación.

Las operaciones de reporte en mención tendrán la característica de ser de colocación directa, siguiendo los lineamientos de las circulares de repos de valores, monedas y de cartera crediticia. Si bien estas operaciones son de carácter voluntario y se atienden a solicitud de la empresa financiera, se espera que este mecanismo genere un efecto de coordinación, a fin de extenderse a todas las entidades financieras.

De otro lado, los efectos de estas operaciones deberán verse reflejados en mejores condiciones para los deudores del sistema financiero, quienes pagarán

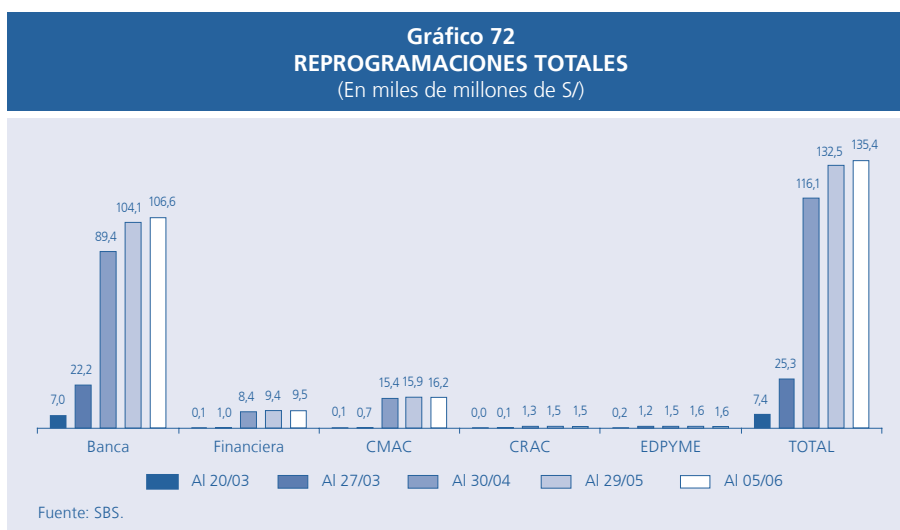




menores cuotas y se beneficiarán también del contexto de bajas tasas de interés desde abril pasado, pagando a su vez menores cargos por intereses. Con ello, estos deudores podrán recuperarse más rápidamente del choque negativo en la economía local.

Medidas de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS)

73. La SBS facultó a las entidades del sistema financiero a adoptar medidas de excepción para que los deudores (personales naturales y empresas) que se vieran afectados por el estado de emergencia puedan cumplir con el pago de los créditos que mantienen vigentes. La medida busca reducir la presión en el cumplimiento de obligaciones, evitando que caigan en morosidad las empresas y familias que no cuentan con un flujo de caja positivo.
74. De acuerdo a ello, las entidades financieras pueden modificar las condiciones contractuales de las diversas modalidades de créditos de manera general sin necesidad de contactar a cada cliente de manera individual, sin que esta modificación constituya una refinanciación, ni un deterioro en la calificación crediticia de los deudores, en la medida que el plazo total de los referidos créditos no se extienda por más de seis meses del plazo original (posteriormente este plazo fue ampliado a 12 meses), y que a la fecha de la declaratoria de emergencia los deudores se encontraran al día en sus pagos.
75. Al 5 de junio, se han reprogramado créditos por el saldo de capital total de S/ 135 mil millones, el cual representa el 33 por ciento del total de la cartera del sistema financiero (S/ 351 mil millones).



76. Complementando las medidas anteriores, se prorrogó hasta el 30 de junio de 2020 el plazo para realizar el protesto de los títulos valores en poder de las entidades financieras (el plazo fue extendido previamente en dos oportunidades). Adicionalmente, se flexibilizaron provisiones de créditos del programa Reactiva Perú y del Fondo de Apoyo Empresarial a la MYPE (FAE-MYPE).
77. Se estableció que la ampliación de los plazos como resultado de las reprogramaciones (en el contexto de estado de emergencia) de los créditos de consumo revolvente y de los créditos hipotecarios de vivienda no incrementa el factor de ponderación para el requerimiento de patrimonio efectivo por riesgo de crédito, con respecto al prevaleciente al 29 de febrero de 2020. Asimismo, se facultó a las entidades financieras a usar el patrimonio efectivo adicional acumulado por el componente de ciclo económico.
78. Posteriormente, se ha excluido del cálculo de las provisiones relacionadas con el riesgo de sobreendeudamiento de deudores minoristas y de las provisiones adicionales por riesgo cambiario crediticio, a la parte de las exposiciones que cuenta con la cobertura de la garantía del programa Reactiva Perú y del FAE-MYPE, cuando se aplique sustitución de contraparte crediticia. Adicionalmente se ha establecido, de modo excepcional, en cincuenta por ciento del patrimonio efectivo de las empresas del sistema financiero, el límite que aplica al total de las coberturas que otorgue el FAE-MYPE, a favor de una misma empresa del sistema financiero.
79. Se suspendió temporalmente la aplicación de los límites de ratios de cobertura de liquidez en moneda nacional (RCL-MN) y en moneda extranjera (RCL-ME), hasta nuevo aviso.
80. Se ampliaron los límites de operaciones a realizarse a través de cuentas de dinero electrónico simplificadas y de cuentas básicas. También se estableció un mecanismo de respaldo al dinero electrónico, temporal y sustituto al fideicomiso.

Operaciones Monetarias del BCRP

81. Las **operaciones del Banco Central** se orientaron a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario entre diciembre y mayo. Con la irrupción del COVID-19 el objetivo se centró en mantener la fluidez de la cadena de pagos y de créditos, mediante la inyección de liquidez a plazo mediante diversos instrumentos monetarios. Entre diciembre 2019 y mayo 2020, el banco inyectó liquidez mediante la colocación neta de Repo de Valores (S/ 8 710 millones), de Repos de Cartera con Garantía Estatal (S/ 19 284 millones), y de Repo de Cartera (S/ 260 millones). Dichas operaciones fueron compensadas parcialmente por el vencimiento neto de las operaciones Repos de Monedas (S/ 905 millones).





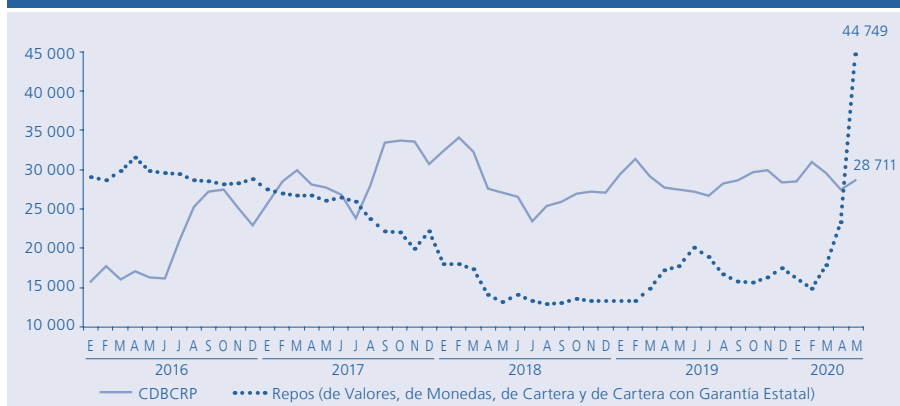
82. Asimismo, para mantener niveles adecuados de liquidez de más corto plazo, se esterilizó el exceso de liquidez mediante la colocación neta de depósitos a plazo y *overnight* (S/ 24 575 millones), de CDBCRP (S/ 346 millones) y de CDRBCRP (S/ 630 millones). Con ello, el saldo de operaciones de reporte pasó de S/ 17 400 millones en diciembre 2019 a S/ 44 749 millones a fines de mayo 2020, mientras que el saldo de CDBCRP pasó de S/ 28 365 millones en diciembre a S/ 28 711 millones en mayo.

Cuadro 30
SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP

	Saldos (Millones S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.18	Dic.19	May.20	Dic.18	Dic.19	May.20
Esterilización Monetaria						
1. CDBCRP	27 061	28 365	28 711	2,70	2,50	2,01
2. CDRBCRP	0	0	630	1,50	1,00	0,10
3. Depósitos a plazo y <i>overnight</i>	1 802	2 115	26 691	1,50	1,00	0,24
Inyección Monetaria						
4. Repos de Monedas	7 358	11 050	10 145	3,80	3,85	3,13
5. Repos de Valores	5 950	6 350	15 060	3,95	3,31	1,87
6. Repos de Cartera	0	0	260	n.d.	n.d.	0,62
7. Repos de Cartera con Garantía Estatal*	0	0	19 284	n.d.	n.d.	0,50
8. Subastas de fondos del Tesoro Público	4 000	4 100	4 100	4,22	3,85	3,64

* Se considera el monto desembolsado del instrumento a la fecha.

Gráfico 73
SALDO DE OPERACIONES DE REPORTE Y DE CDBCRP
(En millones de S/)



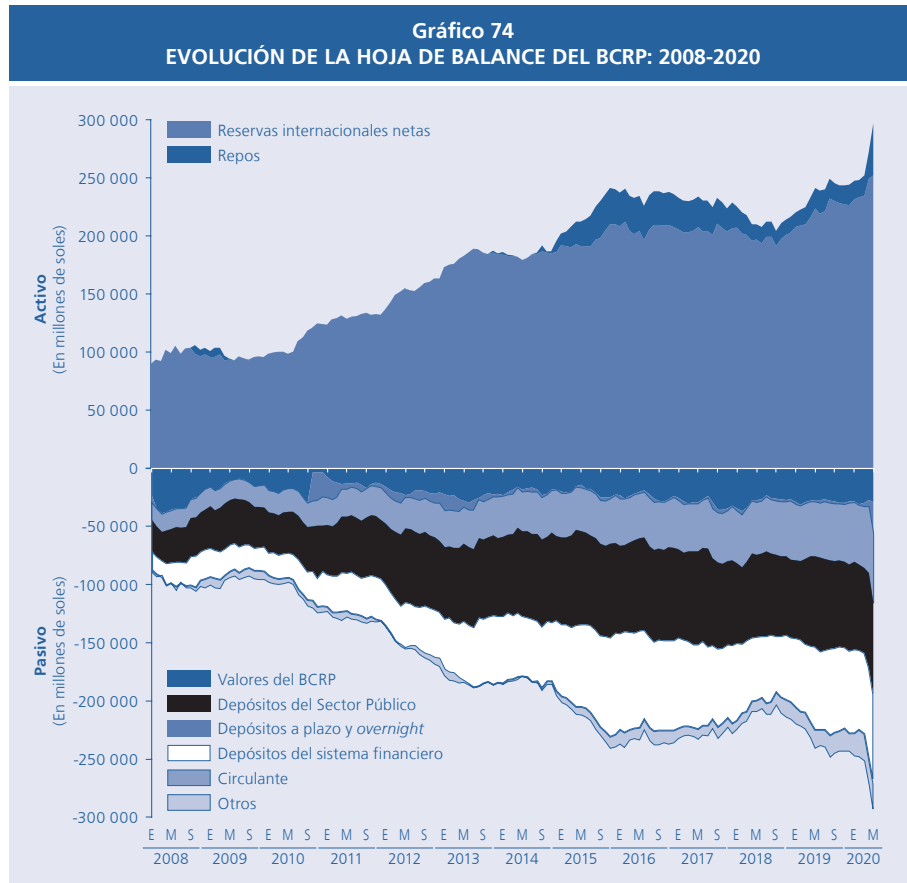
Así, el saldo de las operaciones de reporte aumentó a 15,1 por ciento de los activos netos del BCRP desde 7,1 por ciento en diciembre. Por el lado de los pasivos del BCRP, los certificados de depósitos del BCRP disminuyeron su participación en los pasivos netos del BCRP a 9,8 por ciento de 11,6 por ciento en diciembre 2019, mientras que los depósitos a plazo (incluye *overnight*) aumentaron su participación a 9,0 por ciento de 0,9 por ciento en diciembre 2019. Por su parte, los depósitos del Sector Público disminuyeron su participación a 26,6 por ciento de 30,5 por ciento en diciembre 2019, aunque se mantuvo como el pasivo más importante del BCRP.

Cuadro 31 BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP* (Como porcentaje de los Activos Netos)			
	Dic.18	Dic.19	31 May.20
I. Activos netos	100%	100%	100%
Reservas Internacionales Netas	93,8%	92,9%	84,9%
	(US\$ 60 121 mills.)	(US\$ 68 315 mills.)	(US\$ 73 439 mills.)
Repos	6,2%	7,1%	15,1%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	31,0%	30,5%	26,6%
En moneda nacional	18,3%	18,8%	13,8%
En moneda extranjera	12,7%	11,7%	12,8%
2. Depósitos totales del sistema financiero	25,6%	29,1%	26,0%
En moneda nacional	5,4%	5,1%	4,2%
En moneda extranjera	20,2%	24,0%	21,7%
3. Instrumentos del BCRP	13,4%	12,5%	18,9%
CD BCRP	12,5%	11,6%	9,8%
CDR BCRP	0,0%	0,0%	0,2%
Depósitos a Plazo	0,0%	0,0%	7,9%
Depósitos overnight	0,8%	0,9%	1,1%
4. Circulante	23,1%	21,4%	20,0%
5. Otros*	7,0%	6,5%	8,5%

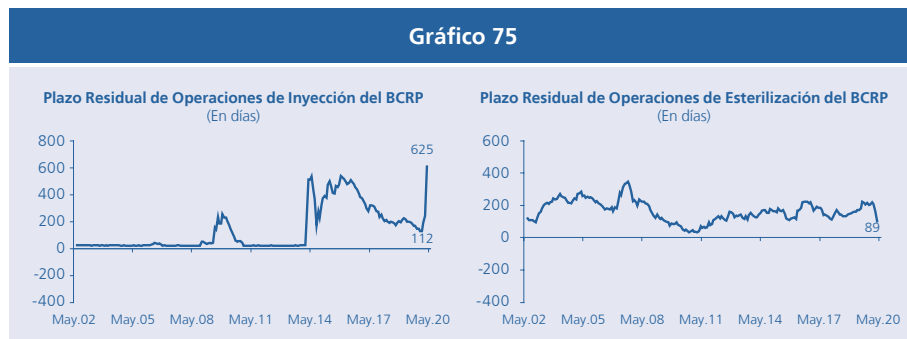
* Incluye patrimonio y otras cuentas.

El resultado de estas operaciones se observa en el cambio del tamaño y composición del balance del Banco Central. Así, a mayo de 2020 los activos del BCRP ascienden a S/ 296 646 millones, equivalente a 41,8 por ciento del PBI, mayor al observado en 2015 durante el programa de desdolarización (39,3 por ciento del PBI). La mayor inyección de liquidez realizada en los últimos meses se refleja en la contribución creciente de las operaciones repos en los activos del Banco Central.

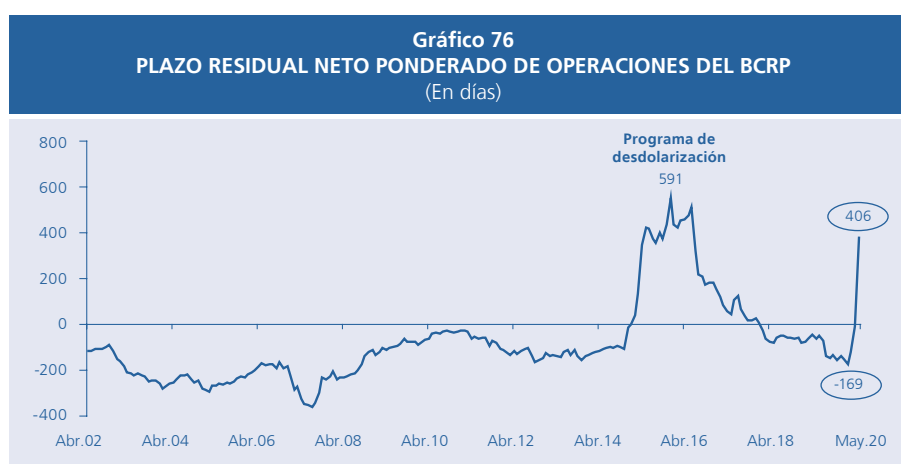




La mayor inyección a plazo se refleja en el aumento en el plazo residual de estas operaciones, el cual se incrementó a 625 días en mayo de 112 días en febrero. En la misma línea, con el objetivo de aumentar la liquidez en el sistema financiero, el Banco Central ha estado realizando operaciones de esterilización a menores plazos. Así, el plazo residual de las operaciones de esterilización se redujo a 89 días en mayo de 221 días en febrero.



El plazo residual neto de operaciones del BCRP¹⁵ captura la posición expansiva del BCRP en la curva de rendimiento. Cuando se inyecta liquidez a plazos largos y se esteriliza a plazos cortos, se impulsa el aplanamiento de la curva de rendimiento y el plazo residual neto es mayor. Así, un plazo residual neto elevado denota mayor liquidez en el sistema financiero, ya que cuenta con activos líquidos próximos a vencer (CDBCRP) y tiene obligaciones de recomprar los activos reportados en un largo plazo. A mayo el plazo residual neto de las operaciones del BCRP es de 406 días, y se espera continúe elevándose en los próximos meses, conforme se desarrollen los programas de inyección de liquidez anunciados.



Mercados financieros

83. Los efectos de la transmisión del choque asociado a la pandemia del COVID-19 sobre la economía peruana, en especial durante el periodo de aislamiento social, se han reflejado en los mercados financieros, registrando: i) una mayor volatilidad del tipo de cambio, de los índices de la Bolsa de Valores y de los rendimientos de los bonos de gobierno, ii) un incremento de los *spreads* crediticios, iii) una mayor demanda de liquidez del sistema financiero, y iv) una disminución de la participación de no residentes en los mercados de deuda y renta variable. Así, si bien este choque a nivel global venía ya generando un mayor nivel de incertidumbre desde del mes de enero, el impacto en el Perú comenzó a observarse en marzo, en particular a partir del inicio del estado de emergencia. Las medidas implementadas por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) han contribuido a mitigar el impacto de la crisis sanitaria en los mercados financieros locales.

15 El plazo residual neto es la diferencia entre el plazo residual de operaciones de inyección y esterilización, ponderado por el saldo de cada instrumento. Se calcula según la fórmula: $Plazo\ Residual\ Neto = \frac{Saldo\ Inyección}{Saldo\ Esterilización} * PR\ Inyección - PR\ Esterilización$, donde *PR* se refiere a los plazos residuales de las operaciones de inyección y esterilización, respectivamente.

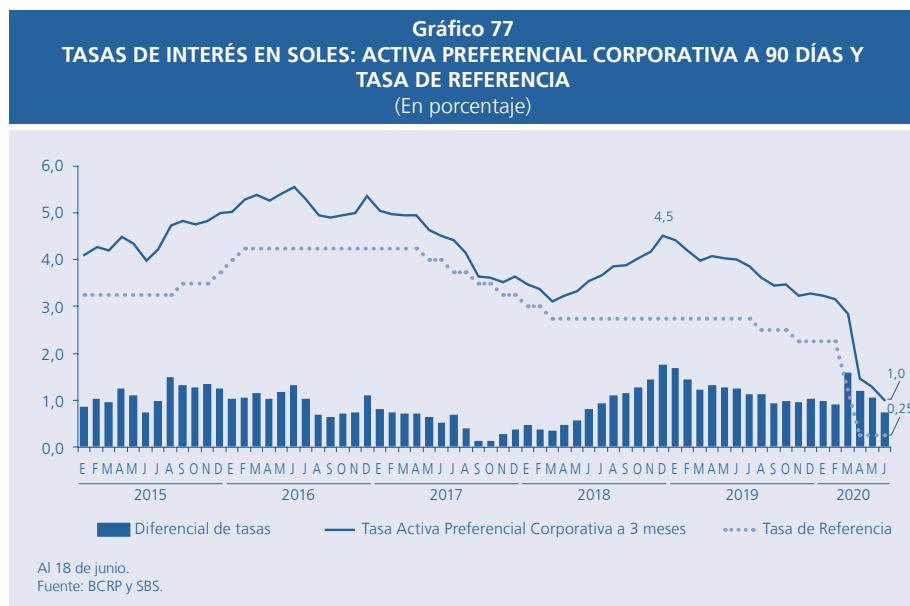




Tasas de interés

84. Entre diciembre 2019 y febrero 2020 las tasas de interés en soles presentaron una tendencia descendente pero estable. En marzo 2020 las tasas de interés en soles empezaron a presentar una tendencia al alza por la preferencia de los bancos por mantener liquidez de corto plazo y la mayor aversión al riesgo de crédito.
85. El impacto inicial de *stress* financiero del COVID-19 en las condiciones monetarias fue revertido a partir de mediados de marzo por las operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional al sistema financiero de hasta 3 años, las medidas de reducción de encaje y la reducción de la tasa de interés de referencia. Desde fines de abril se iniciaron las operaciones de reporte de cartera con garantía del Gobierno Nacional, lo que ha dinamizado el crédito al sector privado y ha acelerado el traspaso de la reducción de la tasa de interés de referencia al resto de tasas del sistema financiero.

La tasa de interés interbancaria no ha tenido desviaciones de su nivel de referencia, y las tasas de interés preferenciales corporativas activas y pasivas disminuyeron entre diciembre 2019 y junio 2020 en promedio 216 y 232 puntos básicos, respectivamente. Asimismo, las tasas de interés de las pequeñas y medianas empresas presentan en junio 2020 niveles mínimos históricos desde setiembre 2010, influenciadas por las bajas tasas de interés del programa Reactiva Perú.

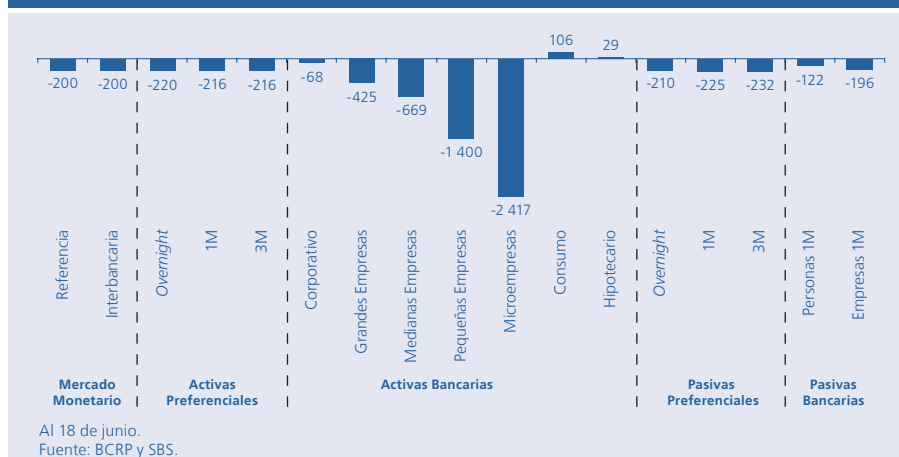


Cuadro 32
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(En porcentaje)

		Dic.18	Jun.19	Set.19	Dic.19	Feb.20	Mar.20	Jun.20
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	3,1	2,9	2,3	2,3	2,1	2,0	0,1
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,0	3,4	2,9	2,8	2,7	2,6	1,1
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,2	3,9	3,4	3,3	3,2	3,0	1,8
Activas	Preferencial Corporativa 90 días	4,5	4,0	3,4	3,3	3,2	2,8	1,0
	Corporativos	4,9	4,5	3,6	3,8	3,4	3,6	2,7
	Grandes Empresas	6,4	6,3	6,2	6,0	6,1	5,9	1,8
	Medianas Empresas	9,8	9,9	9,9	9,3	9,6	8,9	2,9
	Pequeñas Empresas	18,5	18,8	18,8	18,0	18,3	18,1	4,3
	Consumo	44,9	41,1	39,8	40,9	38,1	39,3	39,1
	Hipotecario	7,6	7,7	7,2	7,0	7,0	6,7	7,3

Nota: Tasas en términos anuales de las operaciones en los últimos 30 días.
* Al 18 de junio.
Fuente: SBS.

Gráfico 78
CAMBIO DE TASAS DE INTERÉS EN SOLES: FEB. A JUN. 2020
(Puntos básicos)

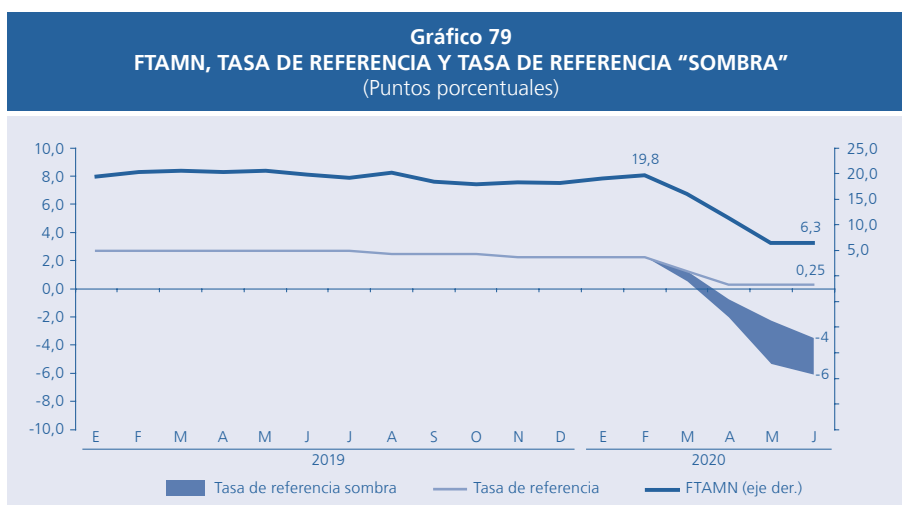


86. La tasa de interés activa promedio en moneda nacional de las operaciones realizadas en los últimos 30 días (FTAMN) se redujo a 6,5 por ciento en junio 2020 de 19,8 por ciento en febrero 2020. Esta reducción en la FTAMN captura el efecto del conjunto de medidas de flexibilización de las condiciones monetarias del BCRP, que incluye la reducción de la tasa de interés de referencia y las medidas de inyección de liquidez. De acuerdo a estimaciones preliminares, esta reducción observada en la FTAMN es consistente con una reducción de la tasa de interés de referencia “sombra” a niveles negativos, en el rango de [-6; -4] para el mes de junio. La tasa de interés de referencia “sombra” se define como el equivalente de la tasa de interés de referencia, sin restringir a que pueda tener

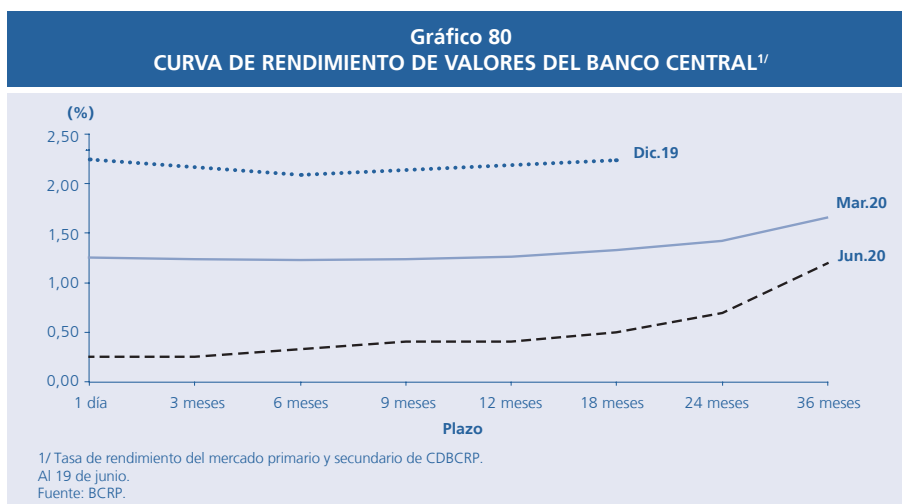




valores negativos, que genera el mismo estímulo monetario teniendo en cuenta todas sus modalidades, lo cual incluye medidas cuantitativas no convencionales de política monetaria.



87. La curva de rendimiento de los valores del BCRP también han incorporado la reducción en 200 puntos básicos de la tasa de referencia desde diciembre de 2019. Así, para los plazos entre 3 y 12 meses, las tasas de interés han disminuido en promedio 99 puntos básicos entre diciembre 2019 y junio 2020. Es importante destacar que desde enero de 2020 se reinició la emisión de valores a plazos de 2 y 3 años, con el fin de completar el tramo corto de la curva de rendimiento de títulos de largo plazo y con ello fomentar el desarrollo del mercado de renta fija.



88. Las tasas de interés en dólares presentan también menores niveles en junio de 2020 respecto al año pasado, en línea con la reducción en 150 puntos básicos en la tasa de política de la Reserva Federal. Similarmente a lo ocurrido en el mercado monetario en soles, en marzo de 2020 se registró una escasez de liquidez global en dólares que fue mitigada por los anuncios de estímulos y acciones coordinadas de diversos gobiernos y bancos centrales. Así, a junio de 2020, la tasa interbancaria en moneda extranjera ha disminuido de 1,75 a 0,25 por ciento, nivel similar a la tasa de política de la Reserva Federal.
89. En el caso del mercado monetario en moneda extranjera, la tasa interbancaria descendió en línea con la reducción de la tasa de política monetaria de Estados Unidos. Sin embargo, las tasas preferenciales activas que los bancos cobran a sus principales clientes aumentaron desde el 16 de marzo, el *spread* respecto a la tasa interbancaria aumentó entre el 11 y 18 de marzo en 83 puntos básicos.
90. En el caso de las tasas de interés preferenciales activas y pasivas a plazos entre 1 y 6 meses descendieron en promedio 158 y 133 puntos básicos, respectivamente. De forma similar, las tasas de interés pagadas por depósitos a plazo disminuyeron en promedio 84 puntos básicos. En el mercado de créditos las tasas de interés presentaron comportamientos mixtos. El *spread* de la tasa de interés activa preferencial corporativa a 3 meses respecto a la tasa de interés interbancaria presenta desde el inicio del aislamiento social un incremento de 2 puntos básicos.

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

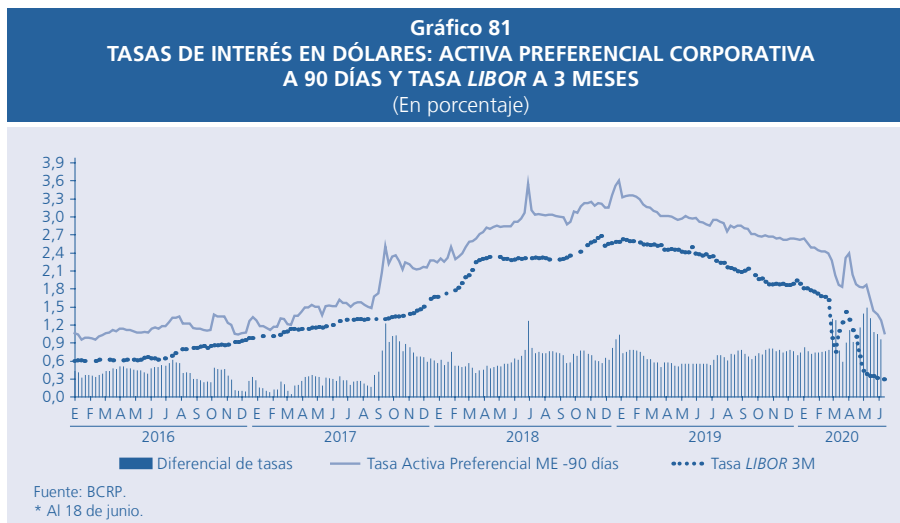
	Dic.18	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Jun.20	
Pasivas	Depósitos hasta 30 días	1,9	1,7	1,6	1,5	1,0	0,1
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	2,0	2,0	1,7	1,3	1,1	0,6
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,9	1,9	1,5	1,4	1,0	0,9
Activas	Preferencial Corporativa 90 días	3,6	2,9	2,8	2,7	1,9	1,1
	Corporativos	4,0	3,6	3,1	3,2	2,7	3,0
	Grandes Empresas	5,5	5,6	5,4	5,5	4,8	5,3
	Medianas Empresas	6,9	6,8	7,3	6,6	6,7	6,5
	Pequeñas Empresas	9,9	9,9	8,0	8,8	7,7	4,8
	Consumo	36,1	35,2	35,8	36,1	36,1	37,4
	Hipotecario	6,1	5,9	5,8	5,6	5,9	5,5

Nota: Tasas en términos anuales de las operaciones en los últimos 30 días.

*Al 18 de junio.

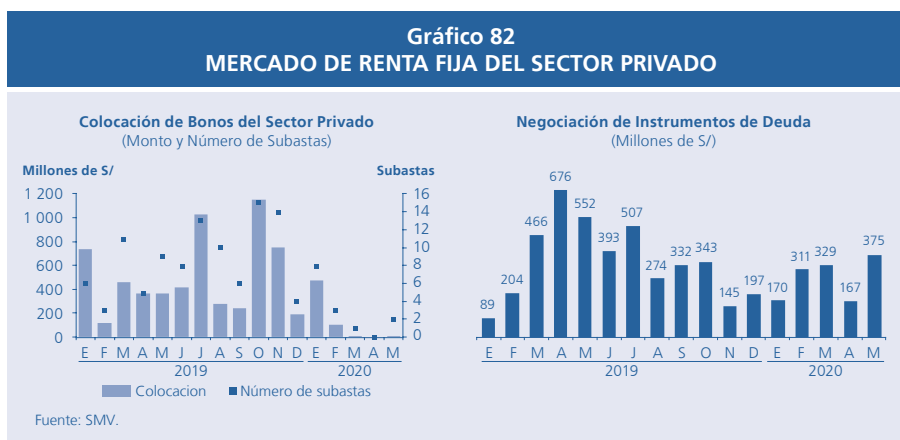
Fuente: BCRP y SBS





Mercado de Renta Fija del Sector Privado

91. En el caso del mercado de deuda del sector privado, las colocaciones por oferta pública han alcanzado los niveles más bajos de los últimos 14 meses (S/ 14 millones en marzo, ninguna emisión en abril y S/ 4 millones en junio). En el caso del mercado secundario, la negociación de instrumentos de deuda en la BVL descendió de S/ 676 millones en abril de 2019 a S/ 167 millones en abril de 2020 y se recuperó en mayo (S/ 375 millones). Asimismo, la participación de los inversionistas no residentes en valores locales disminuyó ligeramente entre mayo y junio.



92. En cuanto a situación actual de las empresas peruanas en el mercado externo, las últimas colocaciones se realizaron en enero 2020 por US\$ 380 millones y en junio por US\$ 500 millones. Así, el saldo de valores emitidos en el exterior asciende

a US\$ 23 596 millones, y en los próximos meses vencen US\$ 969 millones en papeles de empresas peruanas¹⁶.

Mercado cambiario

93. En el periodo comprendido entre diciembre de 2019 y junio de 2020, el sol se depreció 5,7 por ciento, al pasar de S/ 3,314 a S/ 3,503 por dólar. El comportamiento del sol fue afectado en marzo 2020 por i) el *sell-off* generalizado en los activos financieros asociado la rápida expansión del COVID-19 después de la denominación de la OMS de la pandemia; ii) el aumento de la aversión global al riesgo a niveles históricos tras la rápida expansión del virus fuera de China; iii) la caída del precio internacional del petróleo; y iv) mayores temores de una recesión global.
94. Una fuente adicional de volatilidad en el mercado local provino de la propuesta de retiro del 25 por ciento de los fondos de las AFP por parte de los afiliados. A pesar de ello, el sol presentó la menor volatilidad cambiaria en la región. Posteriormente, en abril, la tendencia del tipo de cambio fue de una ligera apreciación. Al 15 de junio, el sol presenta en el mes una tendencia depreciatoria asociada a los temores sobre un rebrote del COVID-19.

De esta forma, entre enero y junio de 2020, el BCRP intervino en el mercado cambiario, principalmente en el mercado de derivados, a través de subastas de *swaps* cambiario venta por S/ 12 066 millones, la colocación de Certificados de Depósitos Reajustables por S/ 1 780 millones, y operaciones spot en la mesa de negociación (US\$ 32 millones de compras en abril y US\$ 7 millones de ventas en mayo). Desde abril, los bancos han realizado operaciones de vencimiento anticipado (*unwind*) de *swaps* cambiarios venta por S/ 2 772 millones (US\$ 799 millones).

95. Asimismo, en abril 2020 el BCRP autorizó a las AFP a realizar operaciones de venta de moneda extranjera con el objetivo de reducir la volatilidad en el tipo de cambio asociada a la potencial venta de moneda extranjera para financiar el retiro de los fondos de pensiones de los afiliados.

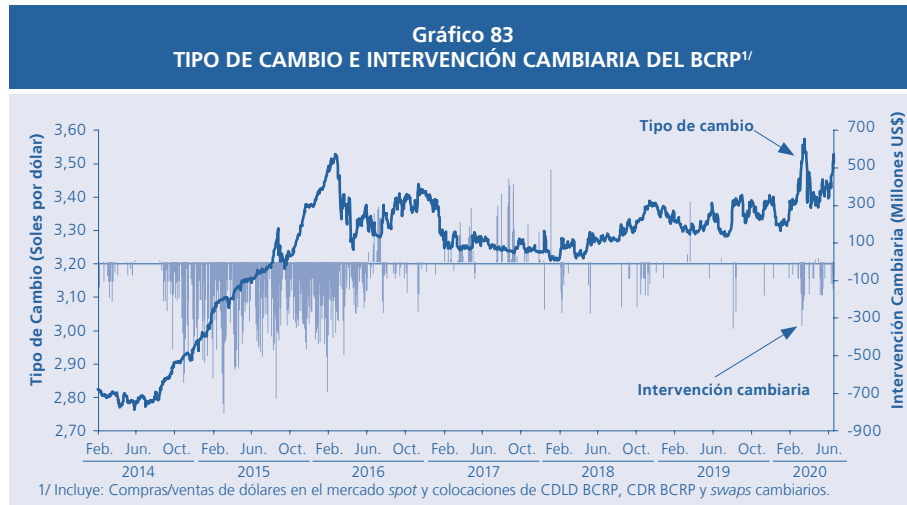
Cuadro 34
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP

Días de negociación	Número de días de intervención							Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var.% anualizada)
	Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total (spot y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención				
				Spot	Instrumentos	Total		
2016	250	50	119	134	20%	48%	54%	7,3%
2017	249	55	26	64	22%	10%	26%	4,5%
2018	245	4	27	30	2%	11%	12%	3,4%
2019	249	4	6	10	2%	2%	4%	4,4%
2020*	119	4	29	31	3%	24%	26%	8,8%

*Al 19 de Junio.

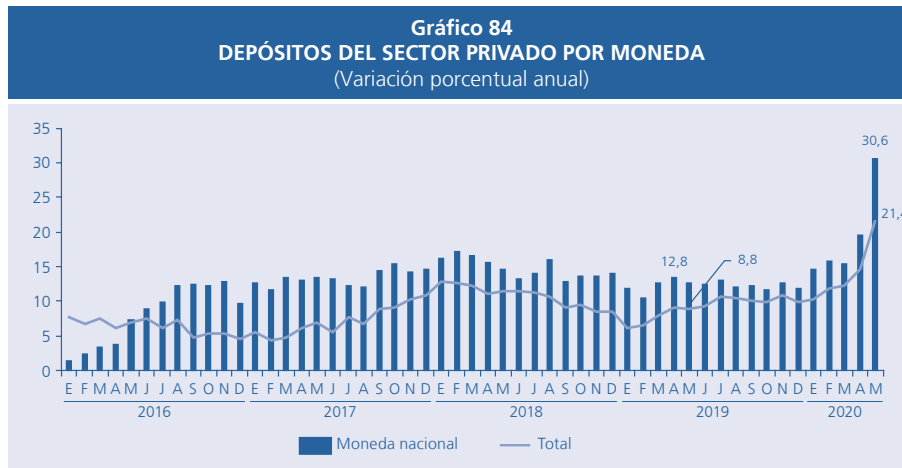
16 Correspondientes a empresas no financieras. En 2021 vencen US\$ 339 millones (US\$ 336 millones de empresas no financieras).





Liquidez

96. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue 21,4 por ciento en mayo de 2020. Por monedas, los depósitos en soles crecieron 30,6 por ciento interanual, mientras que los depósitos en dólares crecieron 5,8 por ciento, reflejando así una mayor preferencia del público por el ahorro en moneda nacional.



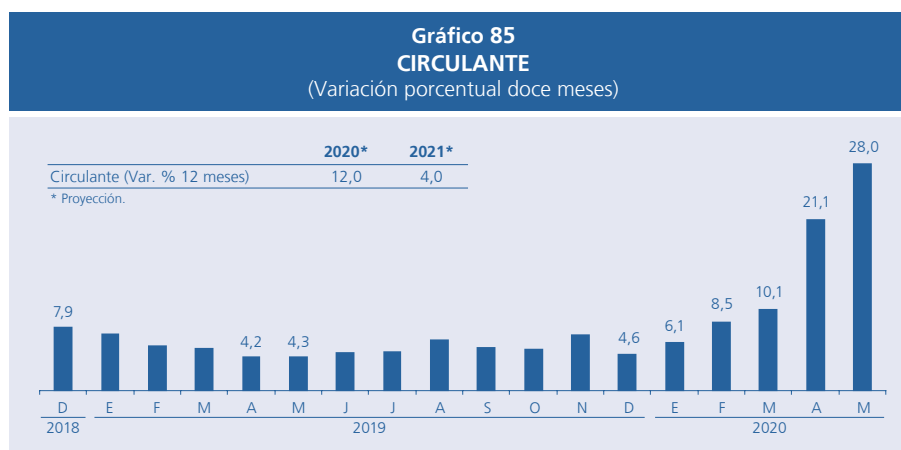
El coeficiente de dolarización de los depósitos se redujo de 35,8 por ciento en 2019 a 32,3 por ciento en mayo de 2020. Dicha caída es explicada por una disminución del coeficiente de dolarización de los depósitos de las personas (de 30,1 a 28,0 por ciento) y de las empresas (de 45,9 a 38,9 por ciento).

Para los años 2020 y 2021 se espera que los depósitos continúen creciendo a una tasa mayor a la del crédito al sector privado.

Cuadro 35 AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO (FIN DE PERIODO) 1/ (Variaciones porcentuales anuales)										
	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Abr.20	May.20	Dic.20*	Dic.21*
Circulante (fin de periodo)	7,9	5,3	4,8	5,4	4,6	10,1	21,1	28,0	12,0	4,0
Depósitos en moneda nacional	14,1	12,7	12,5	12,4	11,9	15,4	19,7	30,6	38,9	1,7
Depósitos totales ^{1/}	8,4	7,9	9,3	10,0	10,0	13,3	14,6	21,4	26,2	1,7
Liquidez en moneda nacional	12,2	11,3	10,7	10,8	10,2	13,4	19,2	28,8	33,0	2,2
Liquidez total ^{1/}	8,2	7,4	8,5	9,3	9,4	11,5	15,5	22,0	24,0	2,0
Crédito al sector privado en moneda nacional	11,6	11,7	10,7	10,4	9,7	9,7	9,9	18,4	20,2	0,0
Crédito al sector privado total ^{1/}	8,7	8,4	7,6	7,5	6,9	8,3	8,3	13,7	15,0	0,0

^{1/} Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2019.
* Proyección.

97. El **circulante** crecería 12 por ciento en 2020 y 4 por ciento en 2021. En particular, la aceleración del circulante en 2020 contempla la mayor acumulación de billetes y monedas de manera precautoria por parte de la población. El incremento de la circulación se debe a la mayor demanda transaccional y precautoria originada por los efectos del Estado de Emergencia ante la Pandemia de COVID-19. Las restricciones en la actividad económica y la implementación de subsidios monetarios para que las personas de bajos recursos cubran sus necesidades básicas habrían llevado a que un segmento importante de la población utilice efectivo en sus transacciones y además lo mantengan por motivos de precaución en la actual coyuntura.





98. Al respecto, es importante resaltar la mayor demanda relativa de billetes de S/ 50 y S/ 100 respecto a otras denominaciones alternativas, la misma que representa el 93 por ciento del total de variación del circulante. En particular, durante el periodo comprendido entre marzo y mayo 2020, la demanda de billetes de S/ 100 para transacciones representó 7 veces la registrada en el periodo similar de 2019.

Crédito al sector privado

99. El **crédito al sector privado** se aceleró desde una tasa de expansión de 6,9 por ciento en 2019 a una tasa interanual de 13,7 por ciento en mayo, en el contexto de la ejecución de Reactiva Perú. Por segmentos, el crédito a empresas creció 19,2 por ciento, mayor a la tasa observada en diciembre 2019 (4,2 por ciento). Por otro lado, el crédito a las personas naturales se desaceleró desde 11,3 por ciento en 2019 a 5,1 por ciento en mayo. En el caso del crédito a las personas, el crédito vehicular y tarjetas de crédito registraron la mayor desaceleración (2,6 y -0,9 por ciento de crecimiento, respectivamente). Por el lado de los créditos a empresas, los segmentos que registran una mayor tasa de expansión son los corporativos y grandes empresas (24,0 por ciento), seguido de la mediana (15,7 por ciento), y pequeña y microempresas (11,4 por ciento). En el periodo se observó también un menor fondeo externo y del mercado de capitales local, recursos a los que accede típicamente el sector corporativo y de grandes empresas.

El crédito en soles continúa creciendo a tasas cercanas a los dos dígitos, impulsado principalmente por el programa Reactiva Perú. Por otra parte, 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, al mes de mayo el crédito en soles se expandió 18,4 por ciento, mientras que el denominado en dólares lo hizo en 0,8 por ciento en el mismo periodo.

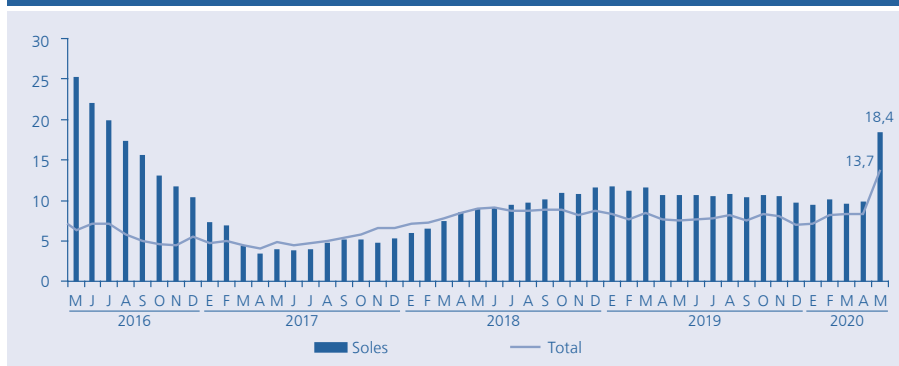
100. La fuerte aceleración del crecimiento interanual del crédito es un reflejo de las medidas tomadas por el BCRP descritas al inicio de este capítulo. Los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú son utilizados para capital de trabajo, lo que viene permitiendo sostener la cadena de pagos de la economía. En periodos de profundas crisis es frecuente se presente un escenario de *credit crunch*, en donde se endurecen las condiciones de acceso al crédito, y donde se genera un efecto negativo de segunda vuelta en la economía. Este escenario es precisamente lo que se viene evitando a través de las mencionadas medidas tomadas por el BCRP, las cuales permitieron la flexibilización de las condiciones financieras en distintas modalidades.

Cuadro 36
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL 1/
(Tasas de crecimiento anual)

	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Abr.20	May.20
Crédito a empresas	7,0	7,3	5,3	4,9	4,2	7,7	9,1	19,2
Corporativo y gran empresa	9,1	8,9	6,3	6,4	4,4	11,7	15,8	24,0
Medianas empresas	3,8	3,9	1,6	0,1	0,5	0,6	-0,9	15,7
Pequeña y microempresa	5,9	7,0	7,1	6,6	7,7	5,5	4,1	11,4
Crédito a personas	11,5	11,7	11,4	11,7	11,3	9,3	7,0	5,1
Consumo	13,1	13,5	13,0	13,4	12,8	10,2	6,8	4,5
Vehiculares	-3,5	2,7	6,9	8,5	11,9	6,9	3,3	2,6
Tarjetas de crédito	11,9	14,7	14,8	16,0	13,4	8,9	2,6	-0,9
Resto	14,7	13,4	12,3	12,3	12,6	11,0	9,2	7,4
Hipotecario	9,0	9,1	9,1	9,1	9,0	8,0	7,1	6,1
TOTAL	8,7	9,0	7,6	7,5	6,9	8,3	8,3	13,7

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2019.

Gráfico 86
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
(Tasas de crecimiento anual)



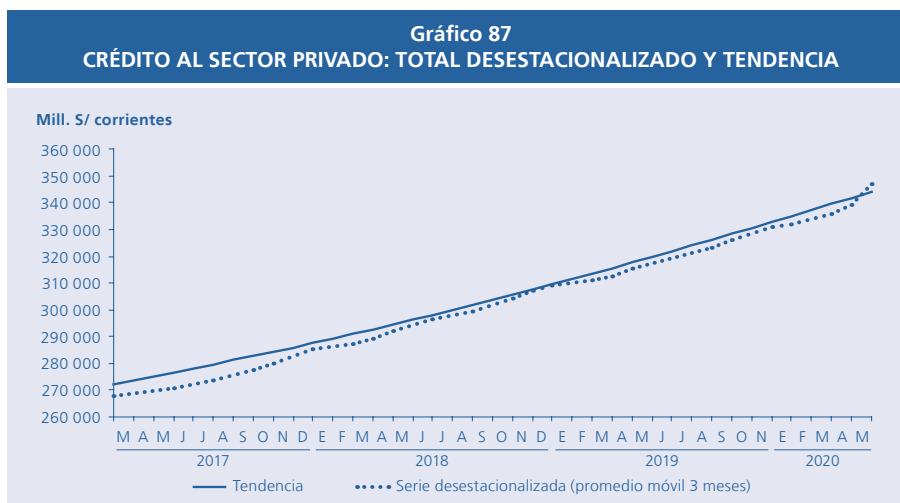
101. Por otro lado, el saldo del crédito total al sector privado continuó evolucionando en línea con su tendencia de largo plazo, consistente con unas condiciones financieras flexibles para la provisión del crédito.

Cuadro 37
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/
(Variación porcentual anual)

	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Abr.20	May.20
Moneda Nacional	11,6	11,7	10,7	10,4	9,8	9,7	9,9	18,4
Moneda Extranjera	1,9	2,4	0,2	0,3	-0,4	4,6	4,1	0,8
Total	8,7	9,0	7,6	7,5	6,9	8,3	8,3	13,7

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2019.





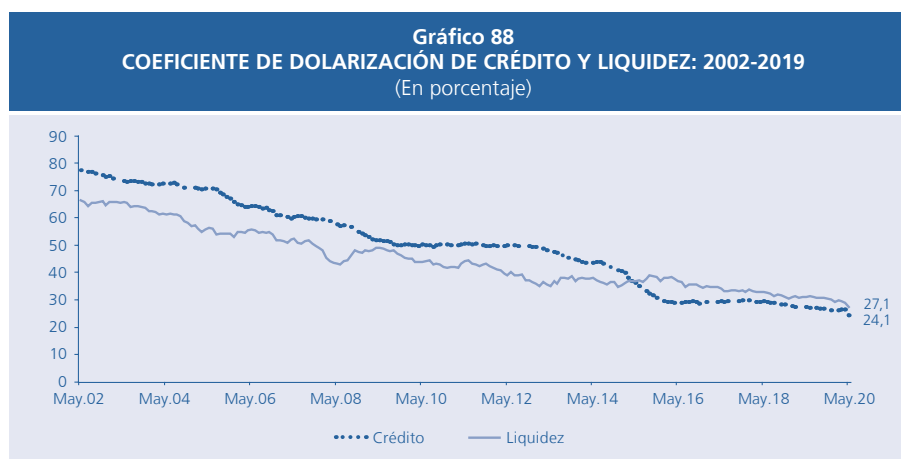
Dolarización del crédito y de la liquidez

102. El coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 24,1 por ciento en mayo, menor al nivel observado en diciembre de 2019 (25,9 por ciento). Esta reducción es consecuencia, principalmente, de una menor dolarización del crédito a empresas, la que disminuyó de 37,3 a 33,1 por ciento en el mismo periodo. Por su parte, la dolarización del crédito a personas continuó con su tendencia a la baja. Así, el segmento de créditos hipotecarios pasó de 13,3 por ciento a 12,6 por ciento en mayo y el de crédito de consumo disminuyó de 6,0 por ciento a 5,5 por ciento en el mismo periodo.

Cuadro 38
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO ^{1/}
(En porcentajes)

	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Abr.20	May.20
Crédito a empresas	38,7	38,2	38,4	38,1	37,3	37,8	37,4	33,1
Corporativo y gran empresa	51,9	51,2	51,8	51,3	50,5	50,4	49,2	44,2
Medianas empresas	40,1	39,9	39,7	39,4	38,5	38,7	38,7	32,3
Pequeña y microempresa	6,2	5,9	5,7	5,7	5,7	5,6	5,4	5,1
Crédito a personas	10,4	10,0	9,7	9,4	8,9	8,5	8,4	8,3
Consumo	6,4	6,2	6,2	6,2	6,0	5,7	5,5	5,5
Vehiculares	13,9	13,4	14,2	14,8	14,8	14,9	15,0	14,7
Tarjetas de crédito	7,1	7,2	7,4	7,4	7,1	6,6	6,0	5,7
Resto	5,6	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	4,9	5,0
Hipotecario	16,3	15,5	14,9	14,2	13,3	12,7	12,7	12,6
TOTAL	27,8	27,2	27,1	26,7	25,9	26,3	26,2	24,1

1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2019.



Morosidad

103. El ratio de morosidad del crédito se ubicó en 3,37 por ciento en mayo, mayor en 0,09 puntos porcentuales respecto al registrado en diciembre de 2019. En particular, la morosidad en los créditos a empresas se redujo en 0,18 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2019, en tanto que en los créditos a personas se incrementó 0,45 puntos porcentuales.

Cuadro 39
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
(En porcentajes)

	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Dic.19	Mar.20	Abr.20	May.20
Crédito a empresas	3,59	3,66	3,68	3,70	3,57	3,68	3,82	3,39
Corporativo y grandes empresas	0,58	0,61	0,64	0,57	0,62	0,63	0,67	0,66
Medianas empresas	7,84	8,10	8,25	8,67	8,24	9,00	9,54	7,79
Micro y pequeñas empresas	7,60	7,52	7,57	7,52	7,13	7,41	7,52	7,08
Crédito a personas	3,18	3,10	3,24	3,17	3,15	3,33	3,69	3,60
Consumo	3,32	3,19	3,37	3,28	3,27	3,47	3,84	3,71
Tarjetas de crédito	5,32	5,27	5,52	5,49	5,47	5,79	6,32	5,88
Vehicular	4,45	3,92	3,97	3,97	3,75	3,86	4,30	4,43
Resto	1,54	1,56	1,59	1,66	1,68	1,83	2,09	2,24
Hipotecario	3,01	2,98	3,07	3,02	2,98	3,15	3,50	3,46
PROMEDIO	3,44	3,46	3,52	3,50	3,28	3,41	3,62	3,37

Proyección del crédito al sector privado

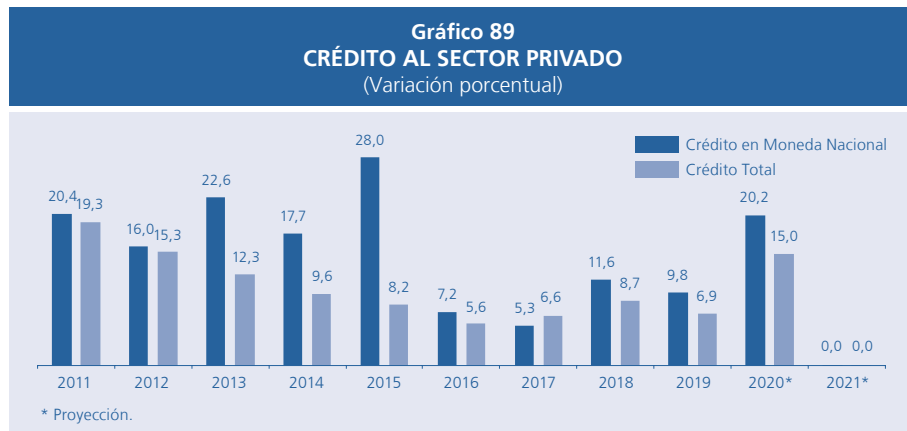
104. Para el horizonte de proyección (2020-2021) se prevé que el **crédito al sector privado** crezca a tasas superiores a las del PBI nominal, con lo que el ratio





respecto al PBI se incrementaría de 43 en 2019 por ciento a 50 por ciento en 2021. Esta proyección asume también la implementación del programa Reactiva Perú, mediante el cual se otorgan garantías hasta por S/ 60 000 millones a créditos para la reactivación económica del país.

El crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional sería de 20,2 por ciento en 2020 y sin cambios en 2021, tomando en cuenta el inicio de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú. Así, el crédito total crecería 15,0 por ciento en 2020 y se mantendría constante en 2021. Con ello, el ratio de dolarización del crédito continuaría reduciéndose, hasta alcanzar un valor de 23 por ciento a fines de 2021.



Recuadro 5 EL PROGRAMA REACTIVA PERÚ

El programa Reactiva Perú

La pandemia del COVID-19 ha significado para la economía global y local un choque repentino, transitorio y de gran magnitud. Este choque tiene efectos en la demanda que se reflejan en: i) la contracción de la economía global, que impacta negativamente en nuestras exportaciones; ii) la pérdida de ingresos, que reduce la capacidad adquisitiva de los hogares, y iii) la incertidumbre, que daña la confianza del consumidor y de las empresas. Asimismo, este choque tiene efectos sobre la oferta que se reflejan en: i) la disrupción en la cadena de suministros y ii) las medidas necesarias de aislamiento social para el control de la expansión de la enfermedad, las cuales afectan la producción. Esto genera una caída importante en los ingresos de las familias y en los flujos de caja de las empresas, lo cual limita la capacidad para poder cumplir con las obligaciones ya contraídas, como por ejemplo el pago de salarios a los trabajadores, alquileres, deudas con proveedores, etc.

En este contexto, la morosidad y el riesgo de crédito se incrementarían, lo cual dificultaría el acceso a financiamiento, amplificando aún más los efectos negativos de la ruptura de la cadena de pagos. Por esta razón, es necesario contar con un mecanismo para otorgar financiamiento a las empresas, y así proveerlas de capital de trabajo durante el periodo necesario de confinamiento. De esta forma, se incrementa la probabilidad de supervivencia de las empresas y se limita el riesgo de un corte en la cadena de pagos.

Ante este incremento en el riesgo de crédito, proveniente de la posibilidad de una ruptura de la cadena de pagos, existen externalidades que elevan la probabilidad de este evento. Por ejemplo, las entidades financieras no internalizan que, al ser más adversas al riesgo de prestar, por el temor a que las empresas no puedan pagar sus créditos, hacen más probable que ellas mismas no puedan cumplir tampoco con sus obligaciones previas.

Por esta razón, se hace necesario un mecanismo de intervención y de canalización de recursos, el cual permita: i) evitar el rompimiento de la cadena de pagos y, al mismo tiempo, ii) proveer de la liquidez necesaria al sistema financiero. De esta manera, se podrán mitigar los efectos negativos de la presente crisis, y con ello mitigar el efecto de los choques externos e internos que podrían vulnerar la estabilidad del sistema financiero.

Características del programa Reactiva Perú

Este programa tiene varias características que aseguran que el financiamiento pueda llegar de forma rápida a las empresas a un costo muy bajo:

1. Para ser masivo, se crea un programa de garantía estatal hasta por S/ 30 mil millones (recientemente ampliado a S/ 60 mil millones);





- Para determinar de una forma simple las necesidades de financiamiento de cada empresa, el monto de préstamo es equivalente a las contribuciones a EsSalud (3 meses) o a las ventas declaradas a la SUNAT (1 mes) del año 2019 (ampliado en su segunda fase a 3 meses de ventas declaradas o 2 veces su saldo de deuda para el caso de microempresas), lo cual está asociado a las necesidades de capital de trabajo;
- Para reducir el riesgo crediticio que enfrentan las entidades financieras, se otorga la garantía del Gobierno Nacional: entre 80 por ciento (para créditos hasta S/ 10 millones) y 98 por ciento (para créditos hasta S/ 30 mil), cobertura que fue ampliada el 1 de junio. Esta garantía actúa como un mecanismo de absorción de riesgo ante estas condiciones excepcionales;

Porcentaje de Garantía	Créditos por empresa (en soles)	
	Antes del 1 de junio de 2020	A partir del 1 de junio de 2020
98%	Hasta 30 000	Hasta 90 000
95%	De 30 001 hasta 300 000	De 90 001 hasta 750 000
90%	De 300 001 hasta 5 000 000	De 750 001 hasta 7 500 000
80%	De 5 000 001 hasta 10 000 000	De 7 500 001 hasta 10 000 000

- Para incentivar el acceso al programa de empresas que se encontraban sólidas antes de ocurrido el choque del COVID-19, se incluyen precondiciones como las de buen contribuyente y deudor previo a este evento, lo cual es sencillo de corroborar según información de la SUNAT y de la SBS; y
- Para asegurar condiciones financieras favorables a las empresas, el BCRP proporciona el fondeo a las instituciones financieras a largo plazo a condiciones muy favorables (tasa de interés de 0,5 por ciento); y se utiliza un mecanismo de subasta mediante el cual se asignan los fondos a las entidades financieras que ofrezcan las tasas de interés más bajas para sus clientes finales y a un plazo largo, tal como es el de 36 meses con 12 meses de gracia.

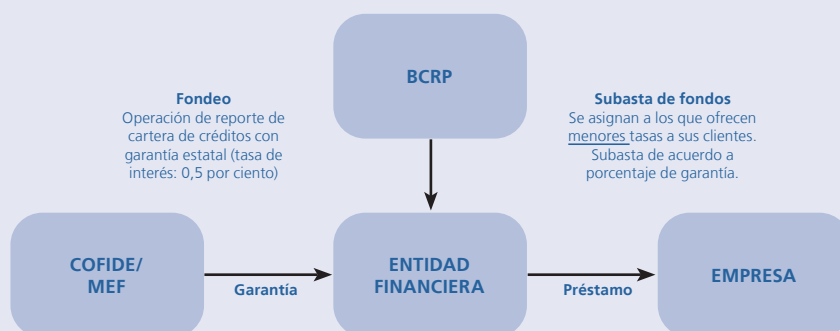
Fondeo del BCRP

El financiamiento del BCRP a las instituciones financieras participantes del programa Reactiva Perú se realiza mediante Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional Representados en Títulos Valores. Este es un nuevo instrumento del BCRP, que permite proveer liquidez a las instituciones financieras recibiendo como colateral la parte de los préstamos del programa Reactiva Perú que tienen garantía del Gobierno Nacional. El BCRP provee el fondeo a cambio del préstamo otorgado como colateral. Así, al vencimiento del préstamo, la institución financiera recompra la cartera al BCRP, a cambio del principal de la operación más los intereses respectivos. Las instituciones financieras participantes son aquellas autorizadas a captar depósitos del público con las cuales el BCRP realiza operaciones (bancos, financieras, cajas municipales y rurales).

El flujo de la operación es el siguiente:

- 1° El BCRP realiza la subasta de fondos a las instituciones financieras, los cuales son asignados a las entidades participantes que ofrecen la tasa de interés más baja para sus clientes;
- 2° La institución financiera adjudicataria presenta a COFIDE (la administradora del programa) la información de las solicitudes del crédito. COFIDE verifica que se cumplan las precondiciones, el monto del préstamo y la tasa de interés de la subasta, entre otras condiciones y, de ser este aprobado, entrega la Garantía del Gobierno Nacional al préstamo; y
- 3° Al contar con la Garantía del Gobierno Nacional, la institución financiera solicita posteriormente el fondeo de la operación al BCRP, y con ello efectúa el desembolso del crédito a la empresa.

FLUJO DE FONDOS DEL PROGRAMA REACTIVA PERÚ



Cabe mencionar que el BCRP puede realizar las operaciones bajo dos modalidades: i) el esquema regular, mediante el cual el BCRP acepta directamente carteras de créditos con garantía del Gobierno Nacional como colateral de la operación, y, ii) el esquema especial, en el cual se utiliza un fideicomiso. Esta segunda modalidad es preferida para los créditos de menor tamaño para reducir el costo administrativo de la operación.

La línea de tiempo del programa Reactiva Perú

El proceso de creación del programa Reactiva Perú se inició en el BCRP a mediados de marzo de 2020, cuando se registraron los primeros casos de contagio del COVID-19 en el Perú. Luego de varios pasos previos, como la flexibilización de las condiciones monetarias mediante la reducción de la tasa de interés de referencia a su mínimo histórico y la rebaja de encajes, el Directorio del BCRP aprobó el 26 de marzo la creación del nuevo instrumento de inyección de liquidez: Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del





Gobierno Nacional. Asimismo, se adaptó el proceso de firma de contratos a las condiciones existentes durante la emergencia nacional, periodo en el cual las notarías no se encontraban autorizadas a funcionar. Estos contratos eran necesarios para realizar estas operaciones con las instituciones financieras. Esta simplificación permitió la firma de los Contratos Marco entre el BCRP y las instituciones financieras para poder realizar estas operaciones.

El siguiente cuadro detalla todos los pasos involucrados en la creación del programa. En particular, el 23 de abril se realizó la primera subasta de fondos por parte del BCRP a través de Operaciones de Reporte con Cartera de Créditos del Gobierno Nacional. Posteriormente, el 5 de mayo se realizó el primer desembolso de un crédito asociado Reactiva Perú por parte de una institución financiera.

EL PROCESO DE CREACIÓN DE REACTIVA PERÚ

	BCRP	OTRAS INSTITUCIONES
12 marzo	Se inicia el diseño del canal de inyección.	
19 marzo	Reducción de la tasa de Referencia en 100 puntos básicos a 1,25 por ciento.	
26 marzo	Reducción de encajes y aprobación de nuevo instrumento de inyección de liquidez (Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional).	
29 marzo	Anuncio de plan para evitar rompimiento de la cadena de pagos.	
3 abril	Simplificación para firma de contratos durante Emergencia Nacional (Circular 014-2020-BCRP).	
6 abril		Creación del Programa de Garantía del Gobierno Nacional por S/ 30 mil millones, para la Continuidad en la Cadena de Pagos (DL 1455), modificado el 12 de abril (DL 1457).
9 abril	Reducción de la tasa de referencia en 100 puntos básicos a 0,25 por ciento.	
13 abril		Publicación de Reglamento Operativo (RM N° 134-2020-EF/15).
14 abril	Creación del instrumento de Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional (Circular 017-2020-BCRP)	
17 abril	Se fija la tasa de interés para estas operaciones de inyección en 0,5 por ciento.	
21 abril		Informe previo de la Contraloría General de la República.
22 abril		Aprobación de Acto Constitutivo de Fideicomiso de Titulización y Comisión de Confianza de Reactiva Perú y encargo de administración a COFIDE (RM N° 140-2020-EF/52), modificado el 29 de abril (RM N° 140-2020-EF/52).
23 abril	Primera subasta de repos en el marco de Reactiva Perú	
27 abril		SBS flexibiliza requerimientos de provisiones en el marco de Reactiva Perú (Res. SBS 1314-2020)
4 mayo		COFIDE firma Contratos Garantía con entidades financieras.
5 mayo		Desembolso del primer crédito Reactiva Perú por una institución financiera.
10 mayo		Ampliación a S/ 60 mil millones el monto máximo garantizado para el otorgamiento de la garantía del Gobierno Nacional a los Créditos del programa Reactiva Perú (DL 1485).
11 mayo		Se autoriza a la SMV a regular las actividades que como sociedad tituladora realice COFIDE (art. 8 DL 1508)
17 mayo		La SMV aprueba las disposiciones aplicables a COFIDE, para actuar como sociedad tituladora (Resolución de Superintendente N° 041-2020-SMV/02).
1 Junio		Modificación del Reglamento Operativo del programa Reactiva Perú, ampliando la cobertura de garantía para los préstamos (R.M. 165-2020-EF/15)

Resultados del programa

Al 11 de junio, luego de la realización de diecisiete sesiones de subastas por parte del BCRP, se han adjudicado S/ 30 000 millones en operaciones Repo de Cartera con Garantía del Gobierno Nacional. Asimismo, la tasa de interés promedio de estas colocaciones fue de 1,12 por ciento (mínima de 0,5 por ciento y máxima de 3,60 por ciento). Cabe señalar que el monto adjudicado permitirá financiar créditos por más de S/ 34 mil millones, si se considera también el monto de crédito no garantizado.

Hasta el momento se han adjudicado Repos del Banco Central con Garantía del Gobierno Nacional a 23 entidades financieras, entre las que se encuentran nueve bancos, diez cajas municipales, tres empresas financieras y una caja rural. Las instituciones financieras adjudicatarias de estas operaciones representan el 95 por ciento del crédito a empresas a abril de 2020.

SUBASTAS DE OPERACIONES DE REPORTE CON CARTERA CON GARANTÍA DEL GOBIERNO NACIONAL 1/

Porcentaje de Garantía	Rango de Préstamos	Montos en millones de soles		Tasas de interés de colocación (%)		
		Monto garantizado		Mínima	Máxima	Promedio
		Colocado 1/	Liquidado 2/			
80	S/ 5 000 001 - S/ 10 000 000	8 718	6 674	0,79	1,49	1,11
90	S/ 300 001 - S/ 5 000 000	14 006	10 772	0,90	2,00	1,08
95	S/ 30 001 - S/ 300 000	6 098,1	3 341	0,54	2,50	1,13
98	Hasta S/ 30 000	973,8	195	0,50	3,50	1,44
98 (especial)	Hasta S/ 10 000	204,1	87	2,50	3,60	3,41
Total		30 000	21 070	0,50	3,60	1,12

1/ Al 11 de junio (fecha de última subasta).

2/ Información al 17 de junio, preliminar y sujeta a cambios.

Según información de Cofide, el total de créditos garantizados al 29 de mayo asciende a S/ 24 748 millones, los cuales han beneficiado a 71 533 empresas, donde la mayor proporción corresponde a micro y pequeñas empresas (MYPE) (70,2 por ciento), seguido por medianas empresas (26,4 por ciento) y corporativos y grandes empresas (3,4 por ciento).

CRÉDITOS REACTIVA PERÚ POR TAMAÑO DE EMPRESA 1/

	Monto (Millones de S/)	Nº de empresas (Unidades)	Participación del Nº de empresas (%)
Corporativo y Gran empresa	12 625	2 457	3,4
Mediana empresa	7 593	18 861	26,4
Pequeña y Microempresas	4 529	50 235	70,2
Total	24 748	71 533	100,0

1/ Elaborado con la información de MEF al 29 de mayo de 2020. Para la clasificación del tamaño de empresa se utiliza la definición de la SBS de acuerdo al Reporte Crediticio Consolidado (RCC). Para la empresas que no figuran en el RCC se utiliza la clasificación en función del monto de la deuda Reactiva Perú.

Nota: Los criterios para clasificar los créditos a empresas por segmento de crédito de acuerdo a la SBS es la siguiente:

Corporativo: Ventas anuales superiores a S/ 200 millones.

Grandes empresas: Ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones; o mantener emisiones en el mercado de capitales el último año.

Medianas empresas: Endeudamiento total superior a S/ 300 mil o ventas anuales no mayores a S/ 20 millones.

Pequeñas empresas: Endeudamiento total entre S/ 20 mil y S/ 300 mil.

Microempresas: Endeudamiento total no mayor a S/ 20 mil.





La participación por tamaño de empresa en el total de los créditos Reactiva Perú es proporcional a su contribución a las ventas totales. Así, las empresas del sector corporativo y gran empresa que han accedido a Reactiva Perú, las cuales contribuyen al 64 por ciento de las ventas totales, han recibido el 51 por ciento del monto de créditos. De manera similar, las pequeñas y micro empresas han recibido el 18 por ciento de los créditos y han contribuido al 14 por ciento de las ventas.

CRÉDITOS REACTIVA PERÚ POR TAMAÑO DE EMPRESA 1/

	Monto de crédito		Venta promedio	
	(millones de S/)	Participación (%)	(millones de S/)	Participación (%)
Corporativo y Gran empresa	12 625	51,0	20 731	63,8
Mediana empresa	7 593	30,7	7 162	22,0
MYPE	4 529	18,3	4 623	14,2
Total	24 748	100,0	32 516	100,0

1/ Elaborado con la información de MEF al 29 de mayo de 2020. Para la clasificación del tamaño de empresa se utiliza la definición de la SBS de acuerdo al Reporte Crediticio Consolidado (RCC). Para las empresas que no figuran en el RCC se utiliza la clasificación en función del monto de la deuda Reactiva Perú.

Nota: Los criterios para clasificar los créditos a empresas por segmento de crédito de acuerdo a la SBS es la siguiente:

Corporativo: Ventas anuales superiores a S/ 200 millones.

Grandes empresas: Ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones; o mantener emisiones en el mercado de capitales el último año.

Medianas empresas: Endeudamiento total superior a S/ 300 mil o ventas anuales no mayores a S/ 20 millones.

Pequeñas empresas: Endeudamiento total entre S/ 20 mil y S/ 300 mil.

Microempresas: Endeudamiento total no mayor a S/ 20 mil.

Este grupo de empresas, que han accedido al programa Reactiva Perú (71 553 empresas), generaban 1 881 mil puestos de trabajo antes de la cuarentena, lo cual representa el 49,5 por ciento del empleo formal privado.

EMPRESAS EN REACTIVA PERÚ Y EMPLEO 1/ 2/ (Número de empresas y miles de puestos de trabajo)

	Empresas en Reactiva Perú	%	Puestos de trabajo	%
Total	71 553	100	1 881	100
Corporativo y Gran empresa	2 457	3,4	1 046	55,6
Medianas empresas	18 861	26,4	460	24,5
Pequeñas y micro empresas	50 235	70,2	375	19,9

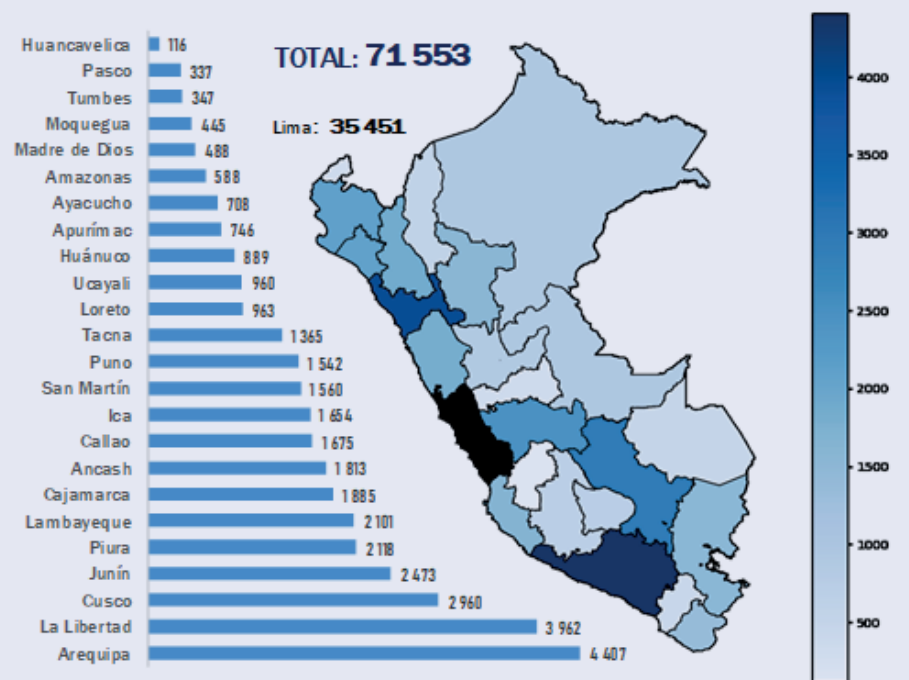
1/ Con información de la Planilla Electrónica correspondiente a enero 2020. Se clasifican a las empresas según la definición de la SBS.

2/ Incluye 16 604 empresas sin información en la Planilla Electrónica. Para estas empresas imputado el promedio de empleo según tamaño de empresa.

Fuente: Sunat, SBS y MEF.

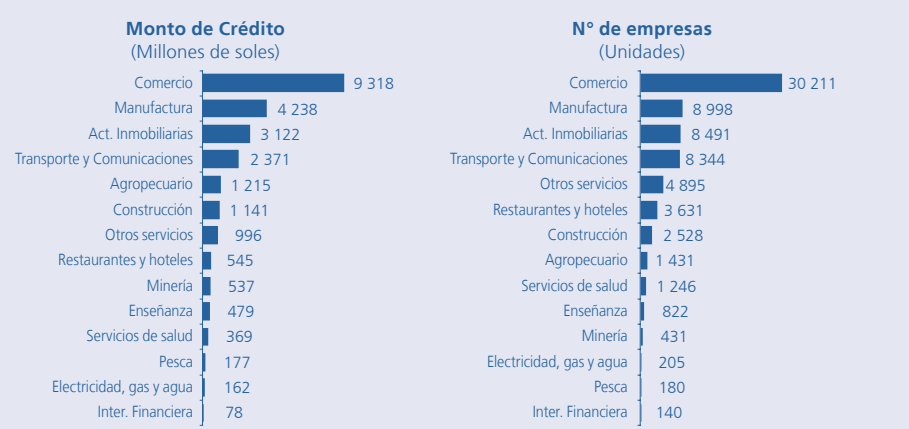
Si se analiza la ubicación geográfica de las empresas beneficiadas, se observa que la región Lima (incluido Callao) concentra la mayor proporción, con un total de 37 126 empresas (51,9 por ciento), seguido por Arequipa con 4 407 empresas (6,2 por ciento), La Libertad con 3 962 empresas (5,5 por ciento), Cusco con 2 960 empresas (4,1 por ciento) y Junín con 2 473 empresas (3,5 por ciento).

NÚMERO DE EMPRESAS POR REGIÓN



Por su parte, la distribución de créditos del programa por sector económico nos señala que estos han sido otorgados principalmente a empresas de los sectores de comercio, servicios y manufactura. La predominancia de estos sectores se refleja tanto en los mayores montos de créditos recibidos como en el número de empresas beneficiadas. Cabe señalar que, dentro del sector servicios, destacan las empresas del sub sector transportes y comunicaciones y actividades inmobiliarias (que incluye actividades empresariales y alquileres).

NÚMERO DE EMPRESAS Y MONTO DE CRÉDITO POR SECTOR ECONÓMICO





Parte de los efectos de este programa ya se pueden ver reflejados en las tasas de interés del sistema financiero. En particular, al cierre de mayo, y en lo que va del mes de junio de 2020, se observa una reducción significativa de las tasas de interés en los nuevos créditos a las medianas, pequeñas y micro empresas respecto al mes de abril.

TASAS DE INTERÉS ACTIVAS EN MONEDA NACIONAL 1/

	Dic.19	Feb.20	Mar.20	Abr.20	May.20	Jun.20*
Referencia	2,25	2,25	1,25	0,25	0,25	0,25
Interbancaria	2,25	2,24	1,84	0,61	0,24	0,25
Preferencial	3,26	3,20	3,05	2,35	1,29	1,00
Corporativo	3,80	3,40	3,63	4,01	2,94	2,65
Gran empresa	6,01	6,09	5,86	5,48	1,98	1,79
Medianas empresas	9,28	9,57	8,86	8,11	2,42	2,75
Pequeñas empresas	18,03	18,27	18,14	18,16	3,17	4,09
Micro empresas	31,32	31,36	32,56	33,13	7,02	7,19
Consumo	40,85	38,08	39,30	41,38	40,41	39,32
Hipotecario	7,00	6,99	6,72	6,77	7,31	7,30

1/ Tasas activas en términos anuales de las operaciones realizadas en los últimos 30 días (flujo).

* Información al 16 de Junio de 2020.

Fuente: SBS y BCRP.

Experiencias de otros países

Como estrategia de contención del COVID-19, varios países se encuentran implementando programas de apoyo al crédito para las empresas con apoyo en algunos casos de sus bancos centrales. Entre estos países se encuentran Chile, Estados Unidos, Reino Unido, Suecia y Suiza.

En Chile el gobierno creó un programa de préstamos con garantías de entre 60 y 85 por ciento en el cual las instituciones financieras pueden acceder a líneas de financiamiento del Banco Central y cobran a sus clientes una tasa de 3,5 por ciento.

En Estados Unidos se creó el *Paycheck Protection Program* (PPP) financiado por el gobierno, mediante el cual se garantizan préstamos al 100 por ciento por montos equivalentes a ocho semanas de los principales gastos de las empresas. Los préstamos pueden ser condonados si se cumplen algunas condiciones, como el destino del uso del crédito para pagar la planilla y que se mantengan todos los empleados por ocho semanas.

El Banco de Inglaterra, tiene un esquema por el cual el monto asignado aumenta si el destinatario final es una pequeña o mediana empresa. En este caso también, la tasa de interés final es determinada por la entidad financiera.

Por su parte, el Banco Central de Suecia tiene un esquema doble, en el cual se tiene por separado el fondeo por parte del Banco Central y el esquema de garantía del gobierno. La asignación se da en base a los montos solicitados (no por las tasas de interés) por las

entidades financieras, y existe una penalidad si no se usan los fondos subastados. Luego de asignarse los fondos, estas entidades son libres de determinar las tasas de interés que cobrarán por sus créditos y a qué clientes los asignarán.

El gobierno suizo creó el Programa de Facilidad de Refinanciamiento por el COVID-19, el cual opera en conjunto con un programa de garantías del gobierno de hasta 100 por ciento para créditos a empresas.

Un elemento común en estas experiencias radica en el hecho de que para asegurar que los fondos se distribuyan rápidamente, la garantía estatal alcanza en algunos casos el 100 por ciento y las fórmulas sencillas para determinar el monto del préstamo y la elegibilidad al programa son elementos claves. Asimismo, una excesiva carga administrativa puede retrasar la asignación de fondos. En esa línea, por citar casos, en Reino Unido se eliminó el requisito de demostrar ausencia de fuentes alternas de crédito, mientras que en Estados Unidos se flexibilizó el uso de los fondos.

Conclusiones

En suma, el programa Reactiva Perú ha permitido evitar el rompimiento de la cadena de pagos y ha coadyuvado a proveer de la liquidez necesaria al sistema financiero. Así, a la fecha otorga financiamiento a las empresas por más de S/ 34 mil millones, incluyendo los tramos garantizados y no garantizados. El monto de operaciones de reporte del programa es equivalente a 4,2 por ciento del PBI (8,4 por ciento del PBI considerando la extensión del programa), y los créditos otorgados a un plazo de hasta 36 meses con un periodo de gracia de 12 meses, sin pago de principal ni intereses durante ese periodo. El 70 por ciento de las empresas beneficiadas en el programa a la fecha han sido pequeñas y microempresas, las cuales han recibido el 18 por ciento del crédito total, monto proporcional al valor de sus ventas (14 por ciento del total)

El programa de subastas de fondos ha permitido canalizar los recursos de manera adecuada, de modo tal que las empresas accedan a financiamiento en condiciones muy favorables, en particular en lo referido a las tasas de interés que las instituciones financieras cobran a sus clientes. Adicionalmente, el programa ha permitido mejorar significativamente la posición de liquidez de las entidades financieras, que a su vez reduce los riesgos que comprometen la estabilidad financiera. Lo anterior también ha contribuido a acelerar el efecto traspaso de la reducción de la tasa de interés de referencia del BCRP al resto de tasas de interés del sistema financiero. Asimismo, el impacto en las condiciones crediticias de este programa de inyección de liquidez será amplificado conforme se ejecute su rotación en el sistema de pagos de la economía.

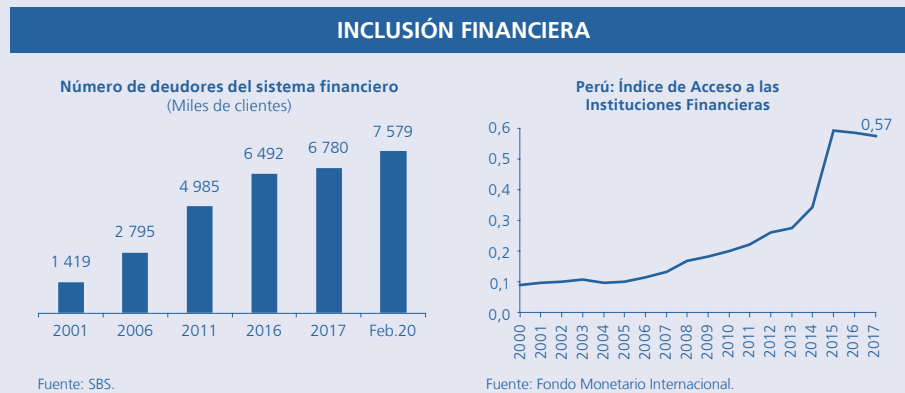




Recuadro 6 TOPES A LAS TASAS DE INTERÉS

En este recuadro se analiza las implicancias de establecer topes a las tasas de interés en el sistema financiero. Al respecto, las tasas de interés de las operaciones del Sistema Financiero se determinan por la libre competencia. El artículo 9 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros y AFP (SBS) y el Artículo 52 de la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) señalan que sólo excepcionalmente el BCRP puede fijar tasas de interés máximas y mínimas con el propósito de regular el mercado¹⁷. Sin embargo, este no es el caso para las tasas de interés del sistema financiero, debido a que no existen barreras a la entrada de nuevas empresas financieras y los demandantes de crédito tienen múltiples opciones de crédito, dado el gran número de productos financieros que ofrece la banca actualmente.

La mayor competencia en el mercado de crédito, reflejada en las tasas de interés, ha contribuido al incremento del grado de inclusión financiera. Así, de acuerdo al Índice de Acceso a las Instituciones Financieras (FIA, por sus siglas en inglés) del Fondo Monetario Internacional (FMI), en el caso de Perú este indicador se ha incrementado de 0,09 en el año 2000 a 0,57 en el año 2017. Esta mayor inclusión financiera también se observa a través del número de deudores del sistema financiero¹⁸, el cual se ha incrementado de 1,2 millones en 2000 a 7,6 millones en febrero de 2020.



Este proceso de profundización financiera observado en los últimos años ha facilitado el acceso al crédito a las personas de menores ingresos¹⁹. Por ello, se considera que el establecimiento de

17 De acuerdo al artículo 51 de la Ley Orgánica el BCRP establece las tasas máximas de interés compensatorio, moratorio y legal, para las operaciones ajenas al sistema financiero.

18 Corresponde al número de deudores consolidados. Es decir, considera al deudor como único si éste tiene créditos de diferentes tipos (consumo, hipotecario, microempresa, pequeñas empresas, medianas empresas, grandes empresas y corporativo) en la misma empresa del sistema financiero.

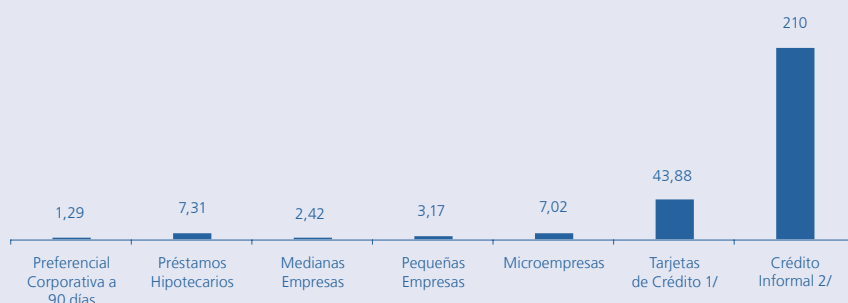
19 Miller, T. y Black, H. (2016). Examining arguments made by interest cap advocates. En Pierce, H. y Klutsey, B. eds., Reframing Financial Regulation: Enhancing Stability and Protecting Consumers (pp. 342-387).

topes a las tasas interés podría afectar directamente a aquellos clientes con menores ingresos, al limitar su acceso al endeudamiento en el mercado de créditos²⁰. Así, en caso se fije un nivel de tope de tasas suficientemente bajo, las entidades financieras encontrarían dificultades para recuperar los costos asociados al crédito y probablemente crezcan con menor rapidez, lo que podría reducir la prestación de servicios a sectores de la población con mayor riesgo de crédito.

De otro lado, uno de los principales argumentos mencionados para sustentar la fijación de tasas de interés es la existencia de un diferencial elevado entre las tasas de interés del sistema financiero²¹ que beneficia a los bancos mucho más que a los consumidores. Sobre este punto, es importante indicar que el diferencial entre la tasa de interés de tarjetas de crédito respecto a la tasa de interés pagada por depósitos bancarios a plazos menores a 360 días, viene reduciéndose sostenidamente en los últimos años²².

Las tasas de interés en el sistema financiero reflejan la heterogeneidad en el riesgo de impago y los mayores costos operativos para los préstamos de menores montos. Consecuentemente, los clientes con historial crediticio acceden a menores tasas de interés que aquellos que ingresan por primera vez al sistema financiero. A mayo 2020, las tasas de interés activas de las empresas bancarias presentan niveles mínimos históricos en varios segmentos de crédito, lo que está principalmente asociado a la flexibilización de las condiciones monetarias del BCRP, con una tasa de interés de política de 0,25 por ciento, y al efecto de los nuevos créditos asociados al programa Reactiva Perú. En el caso del crédito informal la tasa de interés en 2013 se ubicaba cerca de 210 por ciento²³. Se espera para los próximos meses un bajo nivel de tasas de interés de manera generalizada.

TASAS DE INTERÉS PROMEDIO POR CATEGORÍA
(Porcentaje anual en moneda nacional)



1/ Tasa máxima de 152%.

2/ Tasa máxima de 792% por créditos de consumo.

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). Información al 29 de Mayo 2020 y Asbanc (2013).

20 Para mayor detalle revisar: Nivín, Rafael, 2018. "Topes a las tasas de interés: Cuando la cura puede ser más grave que la enfermedad," Revista Moneda, Banco Central de Reserva del Perú, edición 173, paginas 14-19.

21 Diferencia entre tasa de interés activa (aquella cobrada por la entidad financiera en crédito), y pasiva (aquella pagada por las entidades financieras por depósitos).

22 Desde 102 por ciento en 2012 a 43 por ciento en mayo 2020.

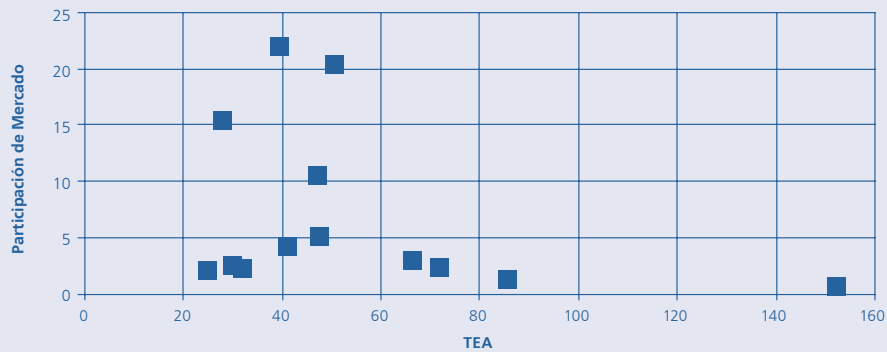
23 Asbanc, 2013, "Los Topes a las tasas de interés".





En el caso de las tasas de interés efectivas (TEA) de las tarjetas de crédito, existe una alta dispersión entre las entidades. En junio 2020 se observa que aquellas instituciones con mayor participación en el mercado cobran menores tasas de interés, lo cual indicaría que las altas tasas de interés corresponden a pocas entidades y afectan a un número bajo de usuarios del mercado de crédito.

TARJETAS DE CRÉDITO: TEA Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO (En porcentaje)

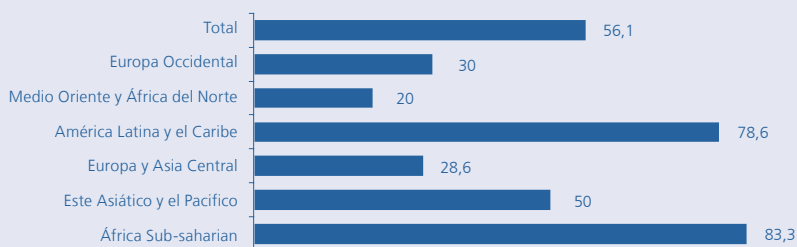


Fuente: SBS. Al 1 de junio 2020.

Asimismo, la experiencia internacional ha mostrado que existen mecanismos alternativos más efectivos para mejorar las condiciones de crédito en una economía. Entre estos destaca la promoción de la cultura financiera en los consumidores, el desarrollo del mercado de microcréditos, la mejora en la institucionalidad del mercado de créditos y la promoción de la competencia en nuevos mercados tales como *Fintech* (nuevas empresas financieras basadas en plataformas tecnológicas). De acuerdo al Banco Mundial (2014)²⁴ en aquellos países en los que existen topes a las tasas de interés, la inclusión financiera se ubica en niveles por debajo del promedio regional. En el caso de América Latina y el Caribe, el 79 por ciento de los países con topes de tasas presenta un menor nivel de inclusión financiera respecto a los que presenta libre competencia en las tasas de interés.

24 Maimbo, Samuel Munzele; Henriquez Gallegos, Claudia Alejandra. 2014. Interest Rate Caps around the World: Still Popular, but a Blunt Instrument. Policy Research Working Paper; No. 7070. World Bank Group, Washington, DC.

PORCENTAJE DE PAÍSES CON TOPES A LA TASA DE INTERÉS QUE TIENEN INDICADORES DE INCLUSIÓN FINANCIERA MENOR AL PROMEDIO REGIONAL



Fuente: Banco Mundial (2014).

En conclusión, el BCRP considera que la imposición de topes a las tasas de interés no es la vía adecuada para reducir las tasas de interés y mejorar el acceso de las familias al mercado de crédito formal. Esta posición se sustenta en que este instrumento de control de precios genera racionamiento en el mercado de créditos, y por tanto excluye a las familias de más bajos ingresos puesto que atender su demanda de crédito es más costoso por su perfil de riesgo y el reducido tamaño del crédito. Adicionalmente, la experiencia reciente observada en otros países muestra que además reduce la intermediación financiera y eleva otros costos financieros. La competencia, con información adecuada y libre concurrencia de bancos y sus clientes, permite desarrollar un proceso de inclusión financiera de agentes económicos que no tienen acceso al financiamiento o que tienen como única opción el crédito informal.



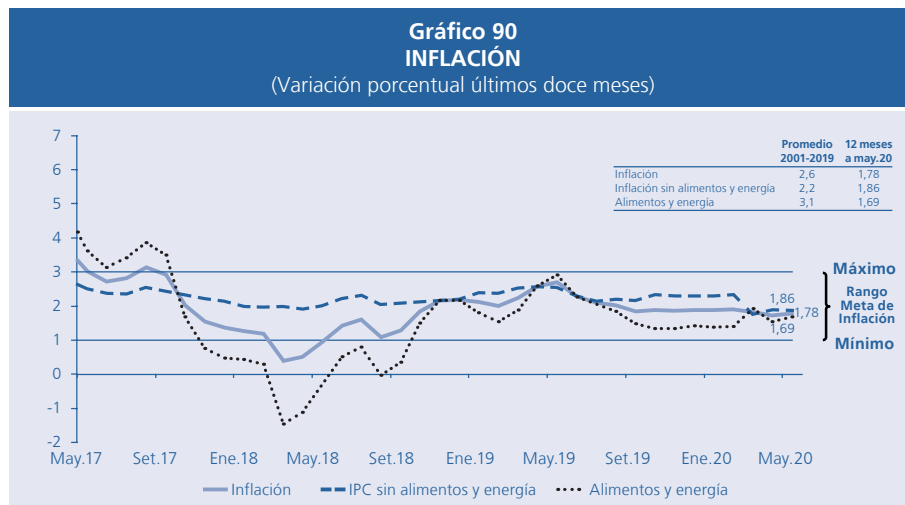


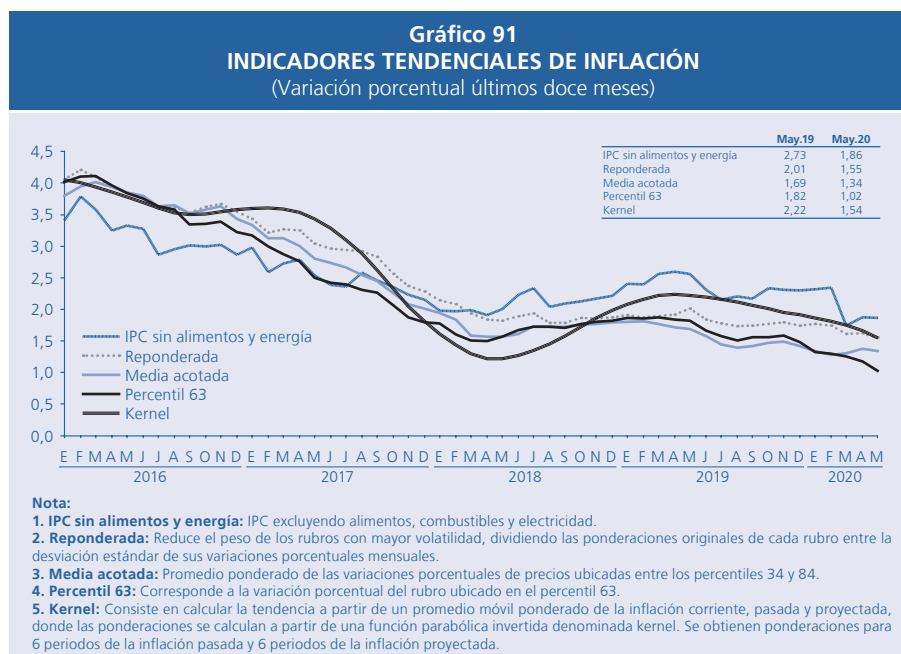
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación

105. La tasa de inflación anual del IPC se redujo de 1,90 por ciento al mes de febrero, a 1,78 por ciento al mes de mayo. Esta disminución fue más pronunciada en el componente subyacente de la inflación (IPC que excluye alimentos y energía), que pasó de 2,34 por ciento en febrero a 1,86 por ciento en mayo. Las medidas de inmovilización social decretadas desde mediados de marzo, y la consecuente menor actividad productiva, dieron lugar a una disminución de los ingresos y a una menor presión de la demanda sobre los precios. En general, la tasa de crecimiento anual del IPC así como de todos los indicadores tendenciales de inflación se ubicaron en el tramo inferior del rango meta.

Se proyecta que la inflación anual se reduzca en los siguientes meses por los choques negativos de demanda, ubicándose por debajo del límite inferior del rango meta a fines de 2020. El menor consumo continuaría presionando los precios a la baja, así como los menores precios de insumos alimenticios importados. A esto se suma los precios a la baja de las cotizaciones internacionales del petróleo en los últimos meses.





106. El inicio del estado de emergencia en el país por el brote del coronavirus ha dificultado la recopilación de datos de forma regular debido a las restricciones de movilidad, así como por la menor disponibilidad de bienes y servicios por el cierre temporal de los negocios -en cumplimiento de la cuarentena- de venta de bienes, principalmente duraderos, y de la mayoría de los servicios de consumo en el hogar.

Desde la segunda quincena de marzo y en los meses de abril y mayo, el INEI ha recolectado precios de 113 rubros de un total de 174, equivalentes al 64 por ciento de la canasta de consumo. De estos rubros disponibles, 80 rubros pertenecen al grupo de alimentos y energía y 33 rubros a otros bienes y servicios. En línea con la metodología empleada por otros países en el caso de precios no disponibles, el INEI ha procedido a repetir los precios de aquellos bienes y servicios que no se encuentran disponibles.

Cuadro 40
INFLACIÓN
(Rubros disponibles)

	Total		Disponibles	
	Número de rubros	Peso	Número de rubros	Peso
IPC	174	100,0	113	64,4
1. IPC sin alimentos y energía	89	56,4	33	32,6
Bienes	52	21,7	26	15,9
Servicios	37	34,8	7	16,7
2. Alimentos y energía	85	43,6	80	31,8
Alimentos y bebidas	80	37,8	76	26,1
Energía	5	5,7	4	5,7





La inflación de abril fue 0,10 por ciento y la de mayo fue 0,20 por ciento mensual, mientras que el crecimiento de precios promedio del total de rubros disponibles fue 0,17 por ciento y de 0,33 por ciento mensual en abril y mayo, respectivamente. Al analizar el comportamiento de los rubros no disponibles, en una coyuntura de crisis en la que los ingresos familiares se han visto afectados, se estima una caída de los precios que no se habría registrado tanto de las comidas fuera del hogar como de la mayoría de los componentes de la inflación subyacente (IPC que excluye alimentos y energía), como educación, turismo, entre otros. En consecuencia, en el contexto de una menor cobertura de datos se estima que el IPC tendría un sesgo al alza.

Evolución reciente

107. Desde marzo la dinámica de los precios respondió en gran parte a las medidas tomadas ante el brote del coronavirus. En un primer momento, la declaración del estado de emergencia sanitaria y las medidas de aislamiento social dieron lugar a un fuerte aumento de la demanda por alimentos y de ciertos productos de limpieza, conllevando a un alza de precios. Posteriormente, los precios de ciertos productos disminuyeron ante el impacto de la inmovilización social y los menores ingresos de la población.
108. Entre enero y mayo de 2020 el nivel general de precios aumentó 1,15 por ciento, a un ritmo mensual promedio de 0,23 por ciento. El IPC sin alimentos y energía creció 0,95 por ciento, mientras que los alimentos y energía lo hicieron a una tasa mayor, de 1,39 por ciento. Los precios de alimentos y bebidas se incrementaron en 2,03 por ciento, mientras que los de la energía se redujeron en 2,72 por ciento.

Cuadro 41 INFLACIÓN (Variaciones porcentuales)				
	Peso	2019	2020	
			Ene. May.	12 meses
IPC	100,0	1,90	1,15	1,78
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	2,30	0,95	1,86
a. Bienes	21,7	1,39	0,50	1,09
b. Servicios	34,8	2,86	1,23	2,32
2. Alimentos y energía	43,6	1,43	1,39	1,69
a. Alimentos y bebidas	37,8	1,00	2,03	2,13
b. Combustibles y electricidad	5,7	4,32	-2,72	-1,19
Combustibles	2,8	-0,39	-5,14	-6,21
Electricidad	2,9	8,04	-0,96	2,64

109. En los últimos doce meses los servicios con mayor incremento de precios fueron los de educación (2,1 por ciento), aunque registraron una tasa inferior a la del promedio anual de los últimos diez años (4,6 por ciento). El resto de servicios como salud, comidas fuera del hogar y "otros servicios personales", que

incluye los servicios de empleados del hogar y de limpieza, entre otros, también presentaron tasas menores que las registradas en el período 2010-2019.

Cuadro 42 INFLACIÓN (Variaciones porcentuales anuales)				
	Peso	2019	2020	
			Ene. May.	12 meses
IPC		100,0	1,90	2,86
Educación		9,1	5,22	4,62
Salud		1,1	1,47	3,22
Comidas fuera del hogar		11,7	1,69	4,40
Otros servicios personales de los cuales		3,3	1,35	1,80
Empleados del hogar		2,1	0,81	0,78
Servicio de limpieza		0,2	1,45	2,49
Reparaciones diversas		0,1	0,52	3,02
Reparación de radio y televisión		0,0	0,00	2,55
Servicios de reparación y conservación de la vivienda		0,1	1,21	3,01

110. En el período enero-mayo los rubros con mayor contribución positiva a la inflación fueron matrícula y pensión de enseñanza, tomate, azúcar, huevos y pasaje urbano, mientras que los rubros con mayor contribución negativa fueron carne de pollo, papa, gasolina y gas.

Cuadro 43 CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: MAYO 2020							
Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	2,0	0,21	Carne de pollo	3,0	-12,9	-0,32
Tomate	0,2	83,5	0,18	Papa	0,9	-14,6	-0,16
Azúcar	0,5	31,1	0,15	Gasolina y lubricantes	1,3	-6,5	-0,08
Huevos	0,6	30,4	0,15	Gas	1,4	-4,4	-0,06
Pasaje urbano	8,5	1,7	0,14	Palta	0,1	-24,9	-0,05
Cebolla	0,4	32,9	0,10	Transporte nacional	0,3	-9,2	-0,03
Entradas a espectáculos	1,7	5,9	0,09	Electricidad	2,9	-1,0	-0,03
Otras hortalizas	0,4	18,7	0,09	Mandarina	0,2	-13,4	-0,03
Carne de res	1,2	5,5	0,07	Limón	0,2	-14,2	-0,03
Legumbres frescas	0,2	25,3	0,07	Olluco y similares	0,1	-17,3	-0,02
Total			1,25	Total			-0,81

El aumento del rubro “**matrícula y pensión de enseñanza**” (2,0 por ciento), estuvo relacionado al reajuste que se efectúa al inicio del año lectivo, pero que se dio a un ritmo menor que el del año anterior (4,4 por ciento). Se registraron rebajas en las pensiones de algunos colegios, principalmente por el menor costo de las clases a distancia por internet con respecto al costo de las clases presenciales.





Entre los alimentos, destacó el alza del precio del **tomate** (83,5 por ciento) afectado por la variabilidad climática (menor oferta del producto de primera calidad) y por factores relacionados al estado de emergencia sanitaria. Entre dichos factores destaca el encarecimiento y escasez de los empaques requeridos para su transporte, así como el aumento de los fletes.

El precio del **azúcar** aumentó 31,1 por ciento. La demanda por este producto se incrementó fuertemente al inicio del estado de emergencia. Contribuyó al alza la menor oferta de algunos ingenios azucareros paralizados por motivo de mantenimiento y reparaciones en sus instalaciones, y otros afectados por la menor provisión de insumos para el proceso de producción tras el inicio de la cuarentena.

El alza del precio de los **huevos** (30,4 por ciento) reflejó un aumento de la demanda principalmente de los sectores de menores ingresos, dado su menor precio relativo en comparación al de otros alimentos de alto contenido proteico. A ello se sumó cierta irregularidad en el abastecimiento, derivado de la adecuación de las empresas a las exigencias del estado de emergencia (cambios en los horarios de despacho y mayores gastos en sanidad y transporte del personal).

El **rubro pasaje urbano** aumentó 1,7 por ciento, principalmente por la mayor tarifa de taxis, en un contexto de menor oferta de transporte por la limitación de aforo en buses y microbuses. En el marco de las restricciones implementadas durante el estado de emergencia, sólo la circulación de taxis autorizados por la Autoridad de Transporte Urbano está permitida, y aun bajo el sistema de pico y placa.

En el caso de la **cebolla** (32,9 por ciento), su producción y calidad estuvo afectada por las fuertes lluvias que se registraron en Arequipa en los primeros meses del año. A ello se sumó el encarecimiento de los fletes, principalmente por el mayor control de tránsito en las carreteras.

El precio de la carne de **pollo** disminuyó 12,9 por ciento. Las medidas de emergencia sanitaria dieron lugar a una menor demanda de pollerías y restaurantes. Asimismo, las restricciones en el transporte dificultaron el acceso del público a los centros de distribución mayorista.

El precio de la **papa** disminuyó 14,6 por ciento. En los primeros meses del año la rebaja del precio respondió al aumento de las cosechas y el abastecimiento procedente de la sierra centro y sur, principalmente de las regiones de Junín y Ayacucho. En los siguientes meses el menor precio reflejó la disminución de la demanda, explicada por el cierre de restaurantes, principalmente de los que preparan comida tradicional y de las pollerías.

El precio de la **gasolina y lubricantes** disminuyó en promedio 6,5 por ciento, por la menor cotización internacional del petróleo y los menores precios de la

gasolina en la Costa del Golfo, en el contexto de la menor actividad productiva mundial por efecto de la pandemia. En el mercado interno la rebaja del precio fue parcial dada la vigencia de contratos de importación de combustible previamente acordados, y a la política de precios de las refinerías locales y de los minoristas.

Proyecciones

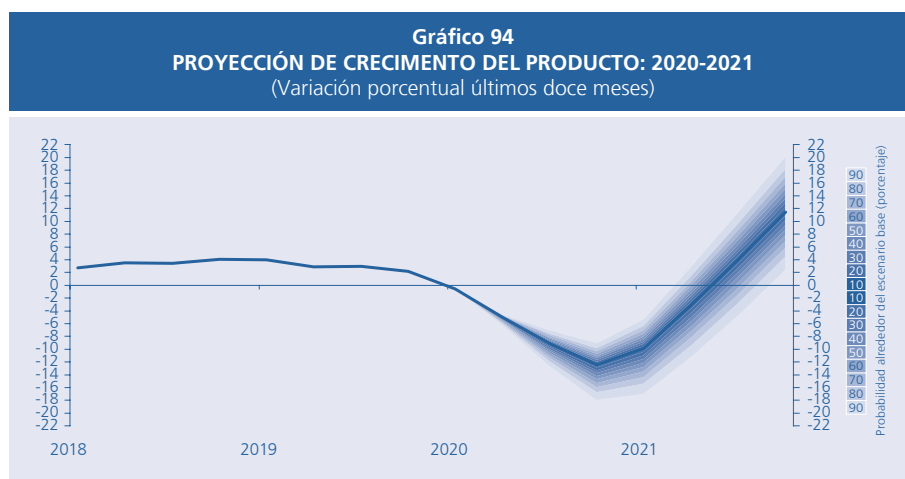
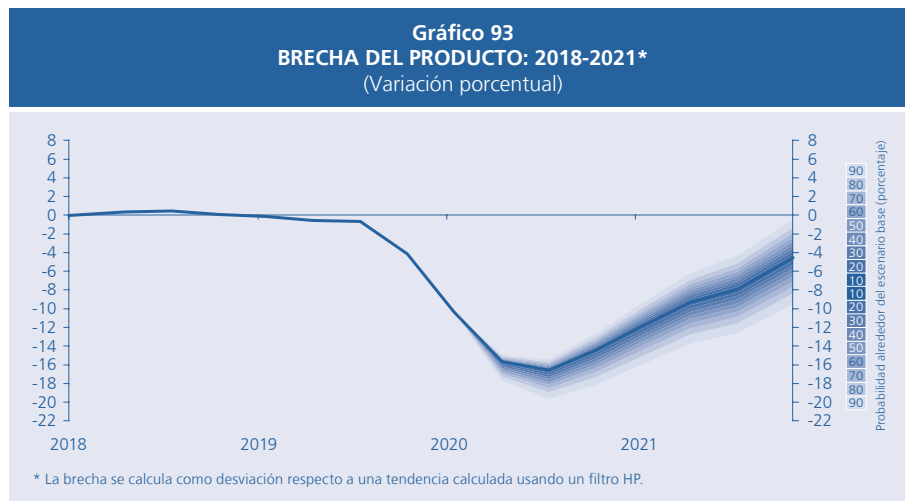
111. El BCRP adopta acciones de política monetaria de forma anticipada en respuesta a la proyección de inflación y de sus determinantes, tomando en consideración toda la información macroeconómica y financiera disponible. Entre los determinantes de la inflación destacan: las expectativas de inflación, la inflación importada (que trae consigo el efecto del tipo de cambio), y las presiones inflacionarias que se reflejan en la dinámica de la brecha del producto por el lado de la demanda agregada. La brecha de demanda es un indicador de las presiones de demanda sobre la inflación, y se diferencia de la brecha del producto tendencial en que esta última considera también los factores de oferta asociados a las medidas de inmovilización social obligatoria. Así, la amplitud de la brecha de demanda sería menor a la de la brecha del producto tendencial.

112. A partir de la información disponible y teniendo en cuenta de un lado, el choque negativo de oferta que atraviesa la economía local como consecuencia del estado de emergencia, y de otro lado, el debilitamiento significativo de la demanda interna; se espera que a lo largo del horizonte de proyección la inflación interanual se ubique transitoriamente por debajo del 1,0 por ciento (límite inferior del rango meta). Esta proyección se justifica principalmente por una menor inflación importada y una brecha de demanda negativa, que se irá cerrando gradualmente conforme se vaya recuperando la economía agregada, mientras que las expectativas de inflación se mantendrían cerca del límite inferior del rango meta.



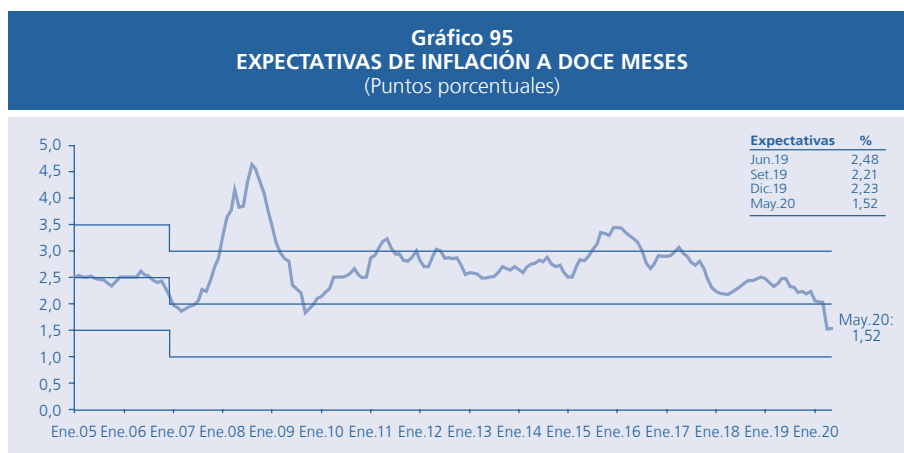


113. Para el año 2020 se prevé una contracción de la actividad económica, sustentada en el debilitamiento de la economía de nuestros socios comerciales, una menor confianza empresarial y los efectos contractivos de la cuarentena; que serían parcialmente compensados por medidas de política fiscal y monetaria expansivas. Para el año 2021 se espera una mejora gradual en el crecimiento económico, debido principalmente a una mejora en la confianza empresarial y del ritmo de crecimiento de nuestros principales socios comerciales. Con ello se espera una recuperación gradual pero con un sesgo a la baja del nivel de actividad económica.



114. Las expectativas de inflación calculadas en base a encuestas a empresas financieras y no financieras, y a analistas económicos, revelan tasas de inflación esperadas entre 1,0 y 2,0 por ciento para 2020, y entre 1,8 y 2,2 por ciento para 2021;

manteniéndose cerca del valor central del rango meta. Así, las expectativas de inflación a doce meses en mayo de 2020 se encuentran en 1,52 por ciento, y se espera que se mantengan cerca a dicho nivel en el horizonte de proyección.



Cuadro 44
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(En porcentajes)

	RI Jun.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Jun.20*
Sistema Financiero				
2019	2,40	2,20	2,00	
2020	2,50	2,30	2,20	1,00
2021			2,30	1,80
Analistas Económicos				
2019	2,50	2,20	2,00	
2020	2,50	2,40	2,20	1,50
2021			2,50	2,00
Empresas No Financieras				
2019	2,50	2,40	2,20	
2020	2,50	2,50	2,40	2,00
2021			2,50	2,20

* Encuesta realizada al 29 de mayo.
RI: Reporte de Inflación.

115. Otro determinante de la inflación es el componente importado, el mismo que combina el efecto de precios internacionales de los productos que importamos, tales como el petróleo, el trigo, la soya y el maíz, entre otros, con el efecto de la variación del tipo de cambio.

Así, se proyecta que los precios promedio de importación se reduzcan en 6,0 por ciento en 2020, principalmente por los menores precios de alimentos como el maíz y la soya, así como de los precios del petróleo. Por otro lado, se espera un incremento de 2,0 por ciento en 2021 en este rubro. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado muestran niveles de S/ 3,40 para 2020, y entre S/ 3,37 y S/ 3,40 para 2021.





Cuadro 45
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(En porcentajes)

	RI Jun.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Jun.20*
Sistema Financiero				
2019	3,35	3,37	3,38	
2020	3,35	3,35	3,37	3,40
2021			3,35	3,37
Analistas Económicos				
2019	3,35	3,40	3,36	
2020	3,37	3,40	3,38	3,40
2021			3,37	3,40
Empresas No Financieras				
2019	3,35	3,35	3,37	
2020	3,37	3,38	3,40	3,40
2021			3,40	3,40

* Encuesta realizada al 29 de mayo.
RI: Reporte de Inflación.

116. Tomando en cuenta las proyecciones de actividad económica e inflación, la regla de Taylor sugiere un impulso monetario más expansivo, que en este caso se refleja en una trayectoria negativa para la tasa de interés de referencia. Sin embargo, el límite inferior efectivo para la tasa de referencia implica que el mayor impulso monetario debe materializarse a través de medidas cuantitativas no convencionales de política monetaria.

Balance de riesgos de la proyección de inflación

117. El balance de riesgos inflacionarios o deflacionarios de este Reporte mantiene un sesgo a la baja, aunque de magnitud mayor al presentado en diciembre de 2019. El impacto esperado de una menor inflación se ha acentuado por una probable mayor contracción de la actividad económica, como consecuencia del debilitamiento de la demanda tanto interna como global, y a factores de oferta, que son consecuencia de los efectos del COVID-19.

- **Choques de demanda interna**

En el horizonte de proyección se considera el riesgo de perspectivas de menor crecimiento económico (reducción de la confianza empresarial) y, consecuentemente, menores niveles de inversión privada. Asimismo, se incluye el riesgo de potenciales demoras en el reinicio de actividades, en la ejecución del gasto público y en los desembolsos de crédito en la fase 2 del programa Reactiva Perú. Este menor gasto público y privado implicaría una brecha del producto más negativa.

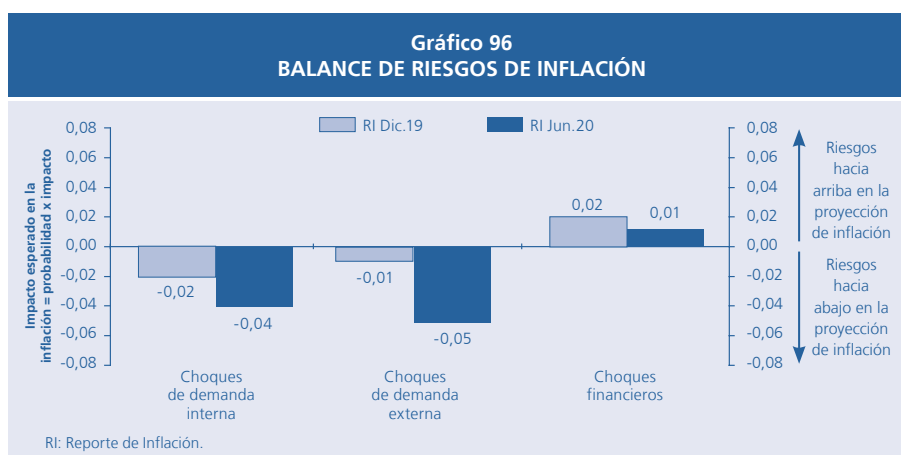
- **Choques de demanda externa**

La interrupción de los flujos comerciales por la propagación del coronavirus (COVID-19) podría reducir significativamente la capacidad productiva del

mundo. Por otro lado, las menores perspectivas de ingresos de las familias podrían contraer aún más la demanda mundial. Este menor crecimiento mundial se materializaría en una reducción de la demanda del resto del mundo por exportaciones peruanas, y en particular la menor demanda por minerales, que se reflejaría en una contracción de los precios de *commodities*. La mayor percepción de riesgo sobre el crecimiento mundial, y en particular sobre el desempeño de las economías emergentes, podría motivar una mayor demanda por activos seguros, favoreciendo así una apreciación del dólar.

- **Choques financieros**

Parte de este riesgo, luego de la propagación del COVID-19, se ha reducido debido a la respuesta expansiva de política monetaria en países desarrollados, aunque persiste la posibilidad de una corrección abrupta en el precio de los activos en Estados Unidos, que produciría un incremento en el riesgo financiero global y se canalizaría hacia una mayor demanda por activos seguros. Esta mayor percepción de riesgo también afectaría a las economías emergentes, produciendo una salida de capitales y un fortalecimiento del dólar a nivel global. Este fortalecimiento del dólar presionaría al alza la inflación por un efecto de mayor inflación importada.





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, including 'E. Y. Romero' and 'J. de la Cruz']