



REPORTE DE INFLACIÓN

Setiembre 2021

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2021-2022**

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

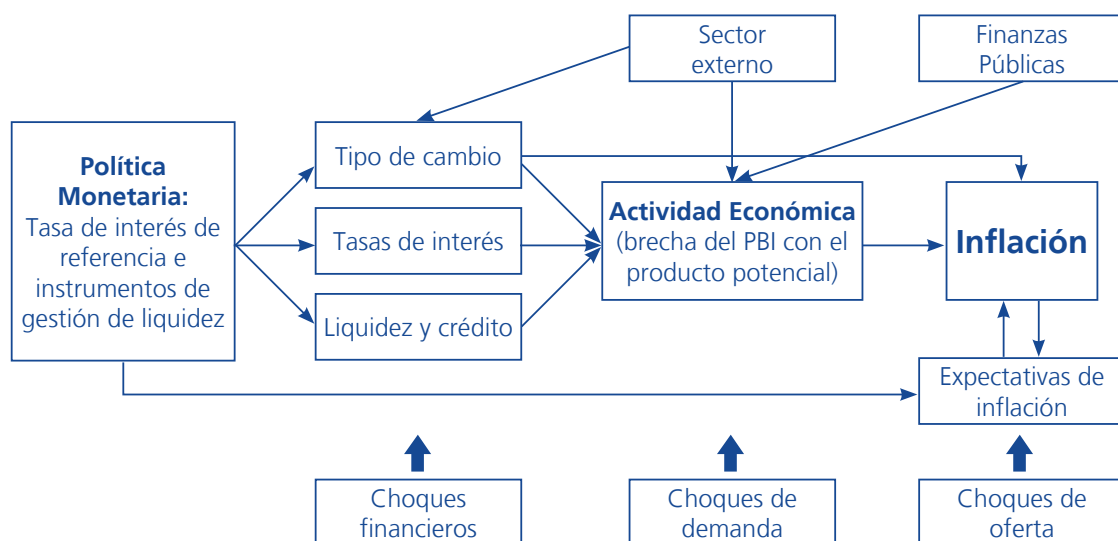


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2021-2022

Setiembre 2021



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 2021-2022

Setiembre 2021

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen.....	7
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global.....	11
- Perspectivas de la economía global	19
- Mercados financieros internacionales.....	20
- Precios de los <i>commodities</i>	24
II. Balanza de pagos	39
- Cuenta corriente.....	39
- Términos de intercambio.....	43
- Financiamiento externo.....	45
III. Actividad económica	56
- PBI sectorial	56
- PBI gasto.....	64
IV. Finanzas públicas.....	83
- Ingresos corrientes	85
- Gastos no financieros.....	87
- Posición fiscal.....	88
- Financiamiento y deuda	89
V. Política monetaria y condiciones financieras	92
- Acciones de política monetaria.....	92
- Mercado cambiario	108
- Liquidez.....	113
- Crédito al sector privado	117
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	130
- Evolución reciente de la inflación	130
- Proyecciones.....	136
- Balance de riesgos de la proyección de inflación.....	138

Recuadros

1. Episodios de alza en los precios internacionales de los alimentos	31
2. El episodio de alta inflación global durante los años setenta	33
3. Importaciones de alimentos, acuerdos comerciales y precios de alimentos	49
4. Incremento de costos de transporte marítimo global	51
5. Perú: impacto de la vacunación sobre infecciones por COVID-19 y exceso de muertes.....	79
6. El tono de comunicación de la política monetaria en el Perú	123
7. Estimación de la morosidad de las empresas que accedieron al programa Reactiva Perú.....	126
8. Metas de Inflación en el Perú y anclaje de expectativas	140

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al segundo trimestre de 2021 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno; a julio de 2021 del PBI mensual, de la balanza comercial y de las cuentas monetarias; y a agosto de las operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria y sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue 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 desde el año 2003 el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. En marzo y abril de 2020 se realizaron modificaciones a la tasa de referencia fuera de este calendario ante la contracción económica generada por las medidas de aislamiento social. 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 la 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. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y retornar a dicho rango en un horizonte de tiempo razonable si es que se ha registrado desvíos del mismo por algún choque a la economía.
- 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, la tasa de interés de referencia se complementa con el uso de otros instrumentos de política monetaria, como por ejemplo operaciones de inyección y esterilización, encajes e intervención cambiaria, para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados, reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, y evitar variaciones excesivas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.
- En el caso excepcional de la crisis económica por el COVID-19, la tasa de referencia se ha ubicado en niveles cercanos a cero y se ha ampliado significativamente el uso de operaciones de repo con distintos tipos de colaterales y a mayores plazos.
- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 9 de setiembre de 2021.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 17 de diciembre de 2021.



Resumen

- i. Las proyecciones de **crecimiento mundial** para 2021 han sido revisadas ligeramente a la baja, de 5,9 a 5,8 por ciento. Si bien, en términos generales, la economía mantiene una recuperación importante, algunos indicadores recientes sugieren una recuperación algo más lenta ante el aumento de casos de COVID-19 y la persistencia de choques de oferta asociados principalmente a la cadena de suministros. A nivel de países, esta revisión se sustenta en un menor crecimiento de Estados Unidos y de las principales economías emergentes como China e India. Por el contrario, para 2022, la proyección se revisa al alza, de 4,2 a 4,4 por ciento teniendo en consideración el aumento, a partir de ese año, en el gasto en infraestructura de Estados Unidos.
- ii. Los **términos de intercambio** se incrementaron en 19,5 por ciento en el primer semestre de 2021, impulsados por el fuerte aumento de la cotización del cobre, tras el rápido avance del proceso de vacunación global y la recuperación de la economía mundial. En los últimos meses se moderó el dinamismo de los precios de los minerales, por lo que se revisa a la baja el crecimiento de los términos de intercambio para 2021, de 13,0 por ciento considerado en el Reporte previo a 11,7 por ciento. El crecimiento de los términos de intercambio continuaría en 2022 con una tasa de expansión de 3,3 por ciento (2,8 por ciento en el Reporte previo), principalmente por una reducción de los precios de importaciones (-2,4 por ciento).
- iii. La **cuenta corriente** de la balanza de pagos registró un déficit de 3,3 por ciento del PBI en el primer semestre de 2021. Este resultado respondió al incremento de las importaciones y al déficit de la renta de factores, en línea con la recuperación de la demanda interna, el encarecimiento de los fletes internacionales, así como por la contracción de los ingresos en viajes debido a la lenta recuperación del turismo receptivo. Con ello, se revisa a la baja la proyección de la cuenta corriente para 2021 y 2022: de un superávit de 0,2 por ciento a un déficit de 1,7 por ciento del PBI en 2021, y de un superávit de 1,8 por ciento a uno de 0,2 por ciento del producto en 2022.
- iv. La **actividad económica** registró una tasa de crecimiento interanual de 19,7 por ciento en el periodo de enero a julio de 2021, impulsada principalmente por el dinamismo del gasto privado y por una baja base comparativa (variación nula respecto al mismo periodo de 2019). Con ello, el PBI registraría un crecimiento de 11,9 por ciento, tasa mayor a la estimada en el Reporte previo (10,7 por ciento), explicado por un resultado mejor al esperado durante el primer semestre tras la mayor ejecución del gasto público y la inversión privada. La proyección para el horizonte 2021-2022 asume vacunación masiva de la población durante el segundo semestre de este año, un ambiente de estabilidad política y social, la recuperación de las expectativas empresariales, impulsos monetarios y fiscales, recuperación de la demanda externa y términos de intercambio altamente favorables. Asimismo, la proyección asume una tercera ola de contagios por COVID-19 sin impactos económicos significativos.

Bajo estas condiciones, la normalización de los hábitos de gasto y la recuperación del sector servicios tras la inmunización de la población impulsarían el empleo y la demanda interna. No obstante, estos impulsos serían parcialmente amortiguados por el efecto de la menor confianza empresarial registrada en los últimos meses, lo cual afectaría las decisiones de





inversión y, por consiguiente, los planes futuros de producción. La economía crecería 3,4 por ciento en 2022, tasa menor a la proyectada en el Reporte previo (4,5 por ciento). Se mantiene la proyección de que la actividad económica alcance de manera sostenida los niveles previos a la pandemia en el primer trimestre de 2022.

- v. El **déficit fiscal** acumulado en los últimos doce meses continuó su tendencia decreciente y se redujo de 8,9 a 5,0 por ciento entre diciembre de 2020 y agosto de 2021. La reducción del déficit fiscal continuaría durante el resto del año hasta alcanzar 4,0 por ciento del PBI en 2021, explicado principalmente por el crecimiento de los ingresos corrientes, a causa de un contexto internacional favorable, de la recuperación de la actividad económica y de la recaudación de ingresos extraordinarios. Esta disminución se vería reforzada por un crecimiento de los gastos no financieros más moderado respecto al aumento del PBI y la recuperación del resultado de empresas públicas. En 2022 continuaría el proceso de consolidación fiscal, con un déficit proyectado de 3,4 por ciento del PBI.

La **deuda bruta** del Sector Público No Financiero sería de 34,9 por ciento del PBI en 2021, para luego disminuir a 34,7 por ciento en 2022, en tanto que la **deuda neta** aumentaría a 24,3 por ciento del producto en 2021 y a 25,4 por ciento en 2022.

- vi. Entre abril de 2020 y julio de 2021 el BCRP mantuvo su **tasa de interés de referencia** en 0,25 por ciento, el nivel más bajo desde la implementación del régimen de Metas Explícitas de Inflación, junto con operaciones masivas de inyección de liquidez para ampliar el impulso monetario. El Directorio del BCRP acordó elevar la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos en agosto y en 50 puntos básicos en setiembre, alcanzando un nivel de 1,0 por ciento en el contexto de alzas recientes en las expectativas de inflación. Estas decisiones implican mantener una posición expansiva de la política monetaria, ya que la tasa de interés real de referencia se mantiene en niveles significativamente negativos (- 2,07 por ciento en setiembre).

El saldo de operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional se redujo de S/ 60,8 mil millones al cierre de junio a S/ 57,9 mil millones al 15 de setiembre. Este saldo es equivalente a 7,1 por ciento del PBI, de los cuales S/ 44,5 mil millones corresponden a repos de cartera de crédito con garantía estatal (programa Reactiva Perú). En términos comparativos, el saldo total de las operaciones de inyección de liquidez es 7,3 veces superior al saldo de estas operaciones durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 1,8 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

- vii. El **crédito al sector privado** se desaceleró desde una tasa de expansión de 9,3 por ciento en abril de 2021 a una tasa interanual de 3,9 por ciento en julio de 2021. Tras un importante incremento del ratio de crédito respecto al PBI en 2020, para el horizonte de proyección se prevé que la demanda de crédito del sector privado modere su crecimiento y se incremente a un ritmo menor que el PBI nominal: 3,0 por ciento tanto en 2021 como en 2022. Con ello, el ratio de crédito al sector privado respecto al PBI se ubicaría en 42 por ciento al final del horizonte de proyección.
- viii. La **inflación** interanual aumentó de 2,45 por ciento en mayo a 4,95 por ciento en agosto, por factores de oferta tales como el mayor precio internacional de los combustibles y granos, fletes de importación más altos y la depreciación del sol. En este contexto, las expectativas de inflación a 12 meses se elevaron de 2,43 por ciento a 3,07 por ciento

en el mismo periodo de tiempo. Los indicadores tendenciales de inflación se mantienen en el rango meta. Para lo que resta del año 2021 y el primer semestre de 2022 se proyecta que la inflación se ubique por encima del rango meta por efectos transitorios de oferta (aumento de precios de combustibles, algunos alimentos y tipo de cambio). Esta proyección considera que las expectativas de inflación disminuirían gradualmente hacia el rango meta en un contexto en que la brecha del producto se irá cerrando conforme la economía continúe su recuperación.

- ix. El balance de los **factores de riesgo de inflación** se revisa de neutral a uno con sesgo al alza. Los riesgos en la proyección consideran principalmente las siguientes contingencias: (i) un menor nivel de actividad local de no recuperarse la confianza empresarial y del consumidor o por una nueva ola de contagios de COVID-19 con alto impacto económico; y (ii) presiones al alza del tipo de cambio por aumento de las tasas de interés internacionales o demora en la normalización de la volatilidad reciente en los mercados financieros locales.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2019	2020	2021 ^{1/}		2022 ^{1/}	
			Rl Jun.21	Rl Set.21	Rl Jun.21	Rl Set.21
Var. % real						
1. Producto bruto interno	2,2	-11,0	10,7	11,9	4,5	3,4
2. Demanda interna	2,1	-9,4	10,3	12,5	4,0	3,0
a. Consumo privado	3,0	-8,7	8,5	9,2	4,8	4,0
b. Consumo público	2,2	7,2	7,0	9,0	1,0	1,5
c. Inversión privada fija	4,5	-16,5	15,5	24,5	2,5	0,0
d. Inversión pública	-1,5	-15,5	19,0	20,0	4,5	4,5
3. Exportaciones de bienes y servicios	1,6	-20,8	13,5	11,9	6,4	6,4
4. Importaciones de bienes y servicios	1,2	-15,6	11,8	14,5	4,4	4,9
5. Crecimiento del PBI Mundial	2,8	-3,3	5,9	5,8	4,2	4,4
Nota: Brecha del producto ^{2/} (%)	-0,7	-13,3	-11,0;-2,0	-9,0;-2,0	-9,0;0,0	-6,0;0,0
Var. %						
6. Inflación	1,9	2,0	3,0	4,9	2,0	2,6
7. Inflación esperada ^{3/}	2,3	1,5	2,5	3,7	2,3	2,8
8. Depreciación esperada ^{3/}	-0,3	7,4	-0,2	13,7	0,3	0,6
9. Términos de intercambio	-1,8	9,2	13,0	11,7	2,8	3,3
a. Precios de exportación	-3,4	3,7	26,3	27,2	1,0	0,9
b. Precios de importación	-1,7	-5,0	11,8	13,9	-1,7	-2,4
Var. %						
10. Circulante	4,7	37,3	10,0	12,5	3,0	3,0
11. Crédito al sector privado	6,9	11,8	3,0	3,0	3,0	3,0
% PBI						
12. Inversión bruta fija	22,7	21,1	21,8	23,2	21,2	22,3
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-0,9	0,8	0,2	-1,7	1,8	0,2
14. Balanza comercial	3,1	4,0	7,4	6,8	8,0	7,5
15. Financiamiento externo privado de largo plazo ^{4/}	1,7	-0,5	0,7	2,7	-1,4	-0,8
16. Ingresos corrientes del Gobierno General	19,7	17,8	19,3	20,1	20,1	20,0
17. Gastos no financieros del Gobierno General	20,0	24,7	22,3	22,6	21,7	21,9
18. Resultado económico del Sector Público No Financiero	-1,6	-8,9	-4,5	-4,0	-3,1	-3,4
19. Saldo de deuda pública total	26,8	34,7	34,4	34,9	34,4	34,7
20. Saldo de deuda pública neta	13,0	22,3	24,3	24,3	25,4	25,4

Rl: Reporte de Inflación.

1/ Proyección.

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

3/ Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras realizadas al momento de la publicación del respectivo Reporte de Inflación. Para 2019 y 2020 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 de activos externos de residentes (AFP), inversión extranjera de cartera neta y desembolsos netos de largo plazo del sector privado.

I. Sector externo

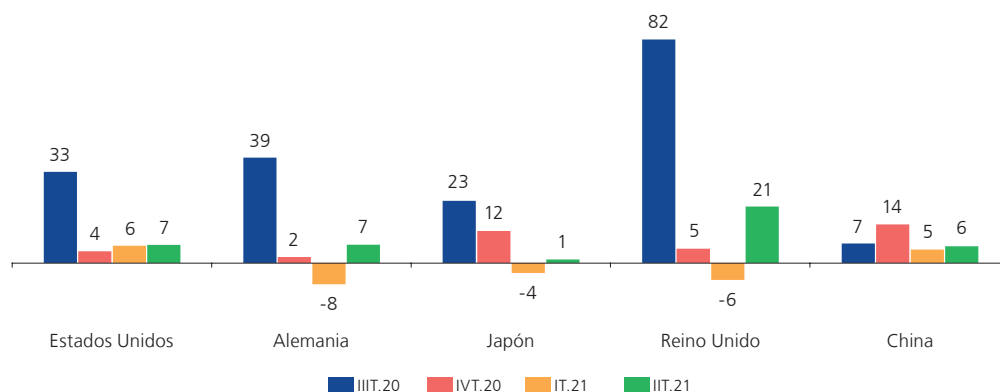
- Las proyecciones de crecimiento mundial para 2021 han sido revisadas ligeramente a la baja, de 5,9 a 5,8 por ciento. Si bien, en términos generales, la economía mantiene una recuperación importante, algunos indicadores recientes sugieren una recuperación algo más lenta ante el aumento de casos de COVID-19 y la persistencia de choques de oferta asociados principalmente a la cadena de suministros. A nivel de países, esta revisión se sustenta en un menor crecimiento de Estados Unidos y de las principales economías emergentes como China e India. Por el contrario, para 2022, la proyección se revisa al alza, de 4,2 a 4,4 por ciento teniendo en consideración el aumento, a partir de ese año, en el gasto en infraestructura de Estados Unidos.

Evolución reciente de la actividad económica global

- En el segundo trimestre la actividad económica continuó recuperándose. Sin embargo, algunos indicadores recientes sugieren un ritmo de avance más lento.

Durante el segundo trimestre la actividad económica en los países desarrollados se vio favorecida por políticas fiscal y monetaria expansivas, el levantamiento de restricciones a la movilidad y los avances en el proceso de vacunación, particularmente en las economías desarrolladas. Destacan la recuperación de Reino Unido, Eurozona y Japón, países cuya actividad se vio particularmente afectada por las restricciones reintroducidas a raíz del COVID-19 durante el primer trimestre. En el caso de Estados Unidos, la economía creció a una tasa similar a la del trimestre previo apoyada en el dinamismo del consumo de servicios; lo que se vio parcialmente contrarrestado por la evolución del sector construcción, donde se registran altos costos de materiales y problemas en la cadena de suministros.

Gráfico 1
PBI TRIMESTRAL: PRINCIPALES ECONOMÍAS
(Variación trimestral anualizada)

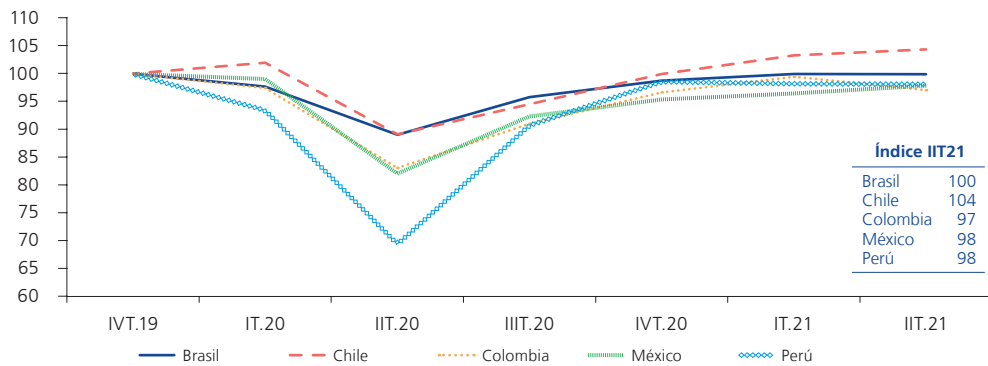


Fuente: Trading Economics.



Dentro de las **economías emergentes**, China creció en línea con las expectativas. Destaca el dinamismo del sector exportador ante la mayor demanda proveniente de las economías desarrolladas. Por el contrario, India registró una contracción por el impacto del aumento de casos de COVID-19. En el caso de América Latina, casi todos los países experimentaron tasas positivas asociadas a las medidas de reapertura y a un entorno de altos precios internacionales de las materias primas; en algunos casos, esta evolución favorable se vio limitada por choques de carácter idiosincrático.

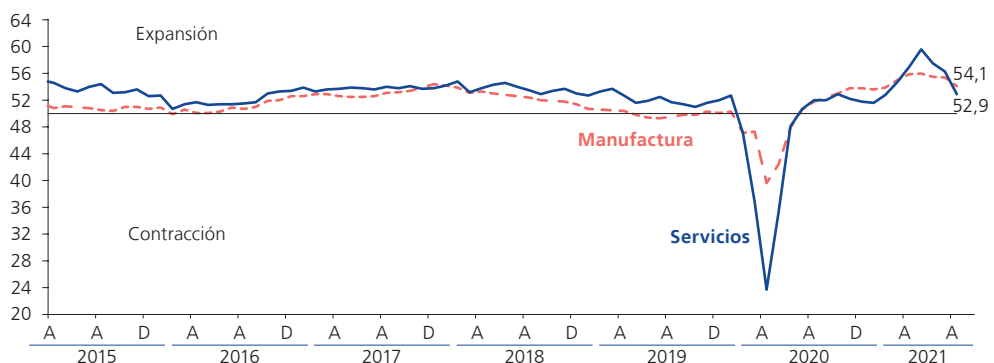
Gráfico 2
LATINOAMÉRICA: PBI TRIMESTRAL*
(Índice 100 = IVT.19)



* Series desestacionalizadas.
Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

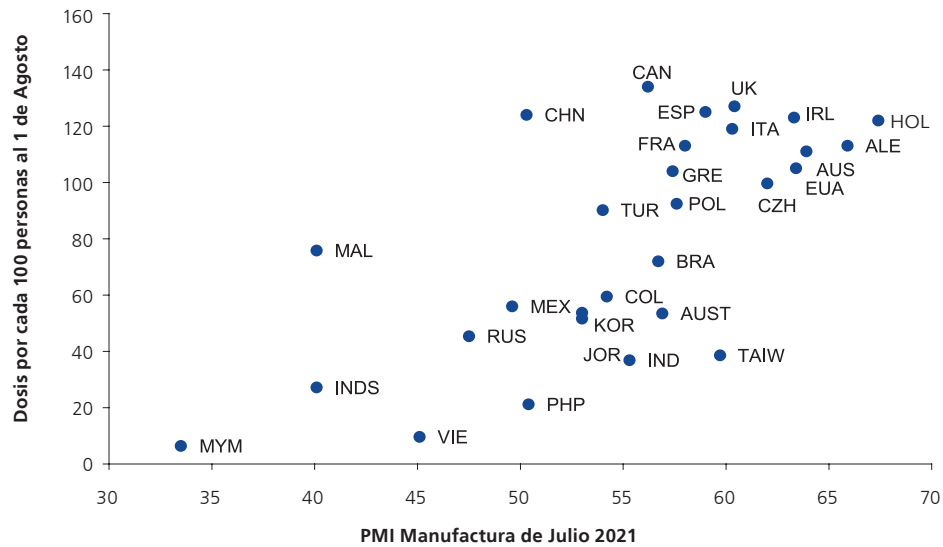
3. **En lo que va del tercer trimestre, la actividad económica mundial** ha mostrado un ritmo de recuperación más lento. Luego de alcanzar niveles máximos en julio, los indicadores de actividad global de bienes y servicios (índices PMI) han mostrado cierta desaceleración en agosto. Esta desaceleración se explica en parte por el aumento de casos de COVID-19 y su impacto sobre la actividad económica, en particular en aquellos países con menor grado de vacunación. Asimismo, persisten choques de oferta como problemas logísticos, aumento de precios de insumos, elevados costos de transporte y dificultades en la cadena de suministros.

Gráfico 3
PMI GLOBAL: MANUFACTURA Y SERVICIOS
Índice de difusión



Fuente: JP Morgan.

Gráfico 4
PMI MANUFACTURA Y DOSIS DE VACUNA
(Índice de difusión y dosis aplicadas por cada 100 personas)



Fuente: JP Morgan.

A nivel de las principales economías desarrolladas, estos indicadores se ubican en zona de expansión (por encima de 50), excepto para los casos de la actividad manufacturera de Japón. En los casos de Estados Unidos y Alemania, los índices de actividad correspondientes al sector servicios alcanzaron máximos históricos en julio.

Cuadro 1
ÍNDICE DE ACTIVIDAD GLOBAL DE JP MORGAN: PRINCIPALES ECONOMÍAS

	I. Servicios											
	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Ene.21	Feb.21	Mar.21	Abr.21	May.21	Jun.21	Jul.21	Ago.21
Global	36,8	48,1	52,0	51,8	51,6	52,8	54,7	57,0	59,6	57,5	56,3	52,9
EUA (ISM)	52,5	57,1	57,8	57,7	58,7	55,3	63,7	62,7	64,0	60,1	64,1	61,7
China (oficial)	52,3	54,4	55,9	55,7	52,4	51,4	56,3	54,9	55,2	53,5	53,3	47,5
Eurozona	26,4	48,3	48,0	46,4	45,4	45,7	49,6	50,5	55,2	58,3	59,8	59,0
Reino Unido	34,5	47,1	56,1	49,4	39,5	49,5	56,3	61,0	62,9	62,4	59,6	55,0
Japón	33,8	45,0	46,9	47,7	46,1	46,3	48,3	49,5	46,5	48,0	47,4	42,9
India	49,3	33,7	49,8	52,3	52,8	55,3	54,6	54,0	46,4	41,2	45,4	56,7

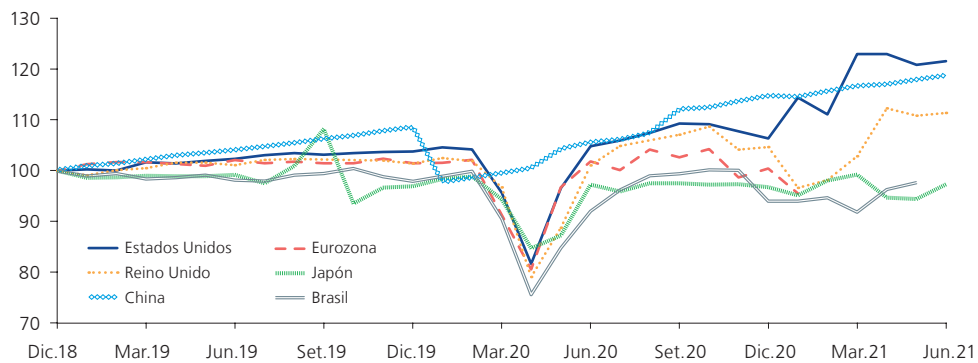
	II. Manufactura											
	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Ene.21	Feb.21	Mar.21	Abr.21	May.21	Jun.21	Jul.21	Ago.21
Global	47,3	47,9	52,4	53,8	53,6	53,9	55,0	55,9	56,0	55,5	55,4	54,1
EUA (ISM)	49,1	52,6	55,4	60,5	58,7	60,8	64,7	60,7	61,2	60,6	59,5	59,9
China (oficial)	52,0	50,9	51,5	51,9	51,3	50,6	51,9	51,1	51,0	50,9	50,4	50,1
Eurozona	44,5	47,4	53,7	55,2	54,8	57,9	62,5	62,9	63,1	63,4	62,8	61,4
Reino Unido	47,8	50,1	54,1	57,5	54,1	55,1	58,9	60,9	65,6	63,9	60,4	60,3
Japón	44,8	40,1	47,7	50,0	49,8	51,4	52,7	53,6	53,0	52,4	53,0	52,7
India	51,8	47,2	56,8	56,4	57,7	57,5	55,4	55,5	50,8	48,1	55,3	52,3

Fuente: JP Morgan.



Otros indicadores de frecuencia mensual, como ventas minoristas, también muestran un menor dinamismo, luego de la mejora sostenida hasta julio. Sin embargo, en la mayoría de los casos, con excepción de Japón, los niveles actuales son superiores a los observados antes de la pandemia. También los indicadores de confianza del consumidor mostraron un retroceso en agosto, en línea con el incremento de los casos por COVID-19 que deterioraron principalmente las expectativas sobre la situación futura de las familias.

Gráfico 5
VENTAS MINORISTAS
(Índice 100 = diciembre de 2018)



Fuente: Investing y Trading Economics.

En el caso de las economías emergentes, en lo que va del tercer trimestre, la actividad económica de China se ha visto afectada por problemas en la cadena de suministros, por factores climáticos (que afectaron la parte central del territorio) y por las medidas de confinamiento adoptadas en gran parte del país ante la aparición de nuevos casos de COVID-19. También se observa un menor dinamismo en el sector exportador, cuya expansión previa estuvo apoyada por las exportaciones de material médico y otros productos demandados durante la pandemia. En el tercer trimestre, el gobierno introdujo una serie de medidas regulatorias sobre varios sectores, en particular el sector tecnológico.

En América Latina, los indicadores de frecuencia mensual mostraron una evolución mejor a la prevista, pero el brote de la variante Delta del COVID-19 ha obligado a retomar algunas restricciones y ha tenido un impacto sobre la actividad económica reciente. También se registra un menor nivel de precios en los principales productos de exportación de la región—como cobre, petróleo, maíz y soya— respecto a los registrados en junio. Adicionalmente, varias economías con régimen de metas explícitas de inflación, a través del alza de tasas de interés, han comenzado a reducir el impulso monetario en un contexto de aumento en la inflación.

4. Siguiendo la tendencia reseñada en el anterior Reporte, **las presiones inflacionarias en el mundo continuaron al alza.**

Al igual que en los meses previos, la inflación mostró, en la mayoría de economías, una tendencia al alza. Esta evolución se explica tanto por factores de demanda como por

factores de oferta. Las presiones de demanda, en particular en las economías desarrolladas, se explican por el mayor gasto público y por el dinamismo del gasto privado impulsado por los avances en el proceso de vacunación, el exceso de ahorro privado generado durante la pandemia y la mejora en las condiciones financieras.

Por el lado de la oferta, han influido los altos precios internacionales del petróleo y de los alimentos y las restricciones de oferta asociadas a problemas en la cadena de suministros en diversas actividades, como en el caso de las industrias demandantes de semiconductores o en las actividades de construcción, entre otras. Otro factor es el bajo nivel de precios observados en el periodo base de comparación.

Cuadro 2
INDICADORES DE INFLACIÓN (%)

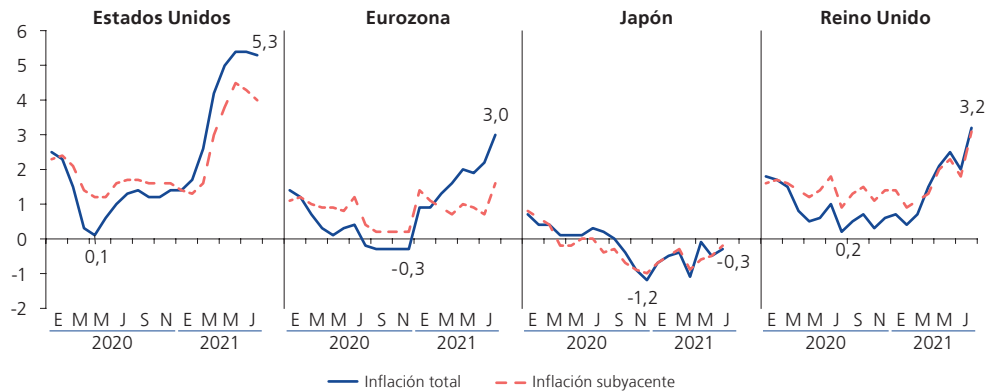
	TOTAL				SUBYACENTE				ALIMENTOS				ENERGÍA			
	Dic 2020	Jun. 2021	Jul. 2021	Ago. 2021	Dic 2020	Jun. 2021	Jul. 2021	Ago. 2021	Dic 2020	Jun. 2021	Jul. 2021	Ago. 2021	Dic 2020	Jun. 2021	Jul. 2021	Ago. 2021
DESARROLLADAS																
Estados Unidos	1,4	5,4	5,4	5,3	1,6	4,5	4,3	4,0	3,9	2,4	3,4	3,7	-7,0	24,5	23,8	25,0
Eurozona	-0,3	1,9	2,2	3,0	0,2	0,9	0,7	1,6	1,3	0,5	1,6	2,0	-6,9	12,6	14,3	15,4
Reino Unido	0,6	2,5	2,0	3,2	1,4	2,3	1,8	3,1	-1,4	-0,6	-0,6	--	-8,5	2,5	2,6	--
Japón	-1,2	0,2	-0,3	--	-1,0	0,2	-0,2	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Canadá	0,7	3,1	3,7	--	1,5	2,7	3,3	--	1,1	1,3	1,7	--	--	--	--	--
Noruega	1,4	2,9	3,0	3,4	3,0	1,4	1,1	1,0	2,8	-1,7	-2,8	-2,9	--	--	--	--
Australia	0,9	1,8	--	--	1,2	1,6	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Nueva Zelanda	1,9	3,3	--	--	1,4	3,3	3,3	--	2,9	2,8	--	--	--	--	--	--
EMERGENTES																
China	0,2	1,1	1,0	0,8	0,4	0,9	1,3	1,2	1,2	-1,3	-3,7	-4,1	--	--	--	--
India	4,6	6,3	5,6	5,3	--	--	--	--	3,4	5,2	4,0	3,1	3,0	12,7	12,4	13,0
Rusia	4,9	6,5	6,5	--	4,2	6,6	6,8	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Indonesia	1,7	1,3	1,5	--	1,6	1,5	1,4	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Tailandia	-0,3	1,3	0,5	0,0	0,2	0,5	0,1	0,1	1,4	0,3	-0,5	-1,5	-6,8	9,0	6,3	6,0
Malasia	-1,4	3,4	2,2	--	0,7	0,8	0,8	--	1,4	1,3	1,3	--	0,6	3,2	0,7	--
Hungría	2,7	5,3	4,6	4,9	4,0	3,8	3,5	3,6	4,4	2,4	2,4	3,0	0,9	1,5	6,7	7,1
Polonia	2,4	5,0	5,4	--	3,7	3,5	3,7	--	0,8	2,0	3,1	--	4,7	4,4	5,3	--
Brasil	4,5	8,4	9,0	9,7	2,8	4,7	5,4	6,1	14,1	12,6	13,3	14,0	--	--	--	--
Chile	3,0	3,8	4,5	4,8	2,6	3,1	3,6	3,8	7,6	4,6	5,0	4,9	-5,1	8,5	12,5	14,7
Colombia	1,6	3,6	4,0	4,4	1,9	3,4	3,6	3,9	4,8	8,5	9,8	11,5	-3,1	7,1	7,9	--
México	3,2	5,9	5,8	5,6	3,8	4,6	4,7	4,8	6,8	5,9	6,1	6,5	-2,5	17,1	14,4	10,1
Perú	2,0	3,3	3,8	5,0	1,8	1,9	2,1	2,4	2,2	3,7	4,2	6,1	2,1	13,0	16,5	20,5

Fuente: Trading Economics.

En el caso de Estados Unidos, la tasa de inflación en julio (5,4 por ciento) fue la mayor en 13 años (5,3 por ciento a agosto de 2021). De igual manera, en Alemania, la tasa de inflación aumentó de 2,3 por ciento en junio a 3,9 por ciento en agosto, la tasa más alta desde diciembre de 1993. Cabe mencionar la expiración de la reducción del impuesto a las ventas vigente entre julio y diciembre de 2020 en Alemania, que explicaría una parte de la mayor inflación. En el caso de Reino Unido, la inflación alcanzó en agosto el nivel máximo desde marzo de 2012 (3,2 por ciento); de acuerdo con el Banco de Inglaterra, la inflación alcanzaría un máximo de 4 por ciento en el segundo semestre de este año antes de converger hacia la meta de 2 por ciento.



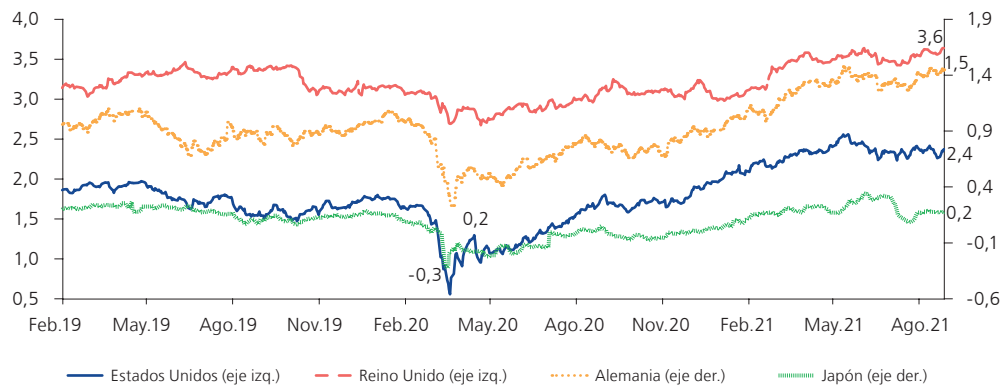
Gráfico 6
INFLACIÓN EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS 2020-2021
 (En %)



Fuente: Trading Economics.

A pesar de las tendencias al alza en los datos ejecutados, las expectativas de inflación se mantuvieron relativamente estables. La inflación *break even*, estimada a partir de la diferencia entre los rendimientos nominales y aquellos indexados a la inflación, mostró una reducción marginal en los casos de Estados Unidos y Japón y una ligera tendencia al alza en los casos de Alemania y Reino Unido.

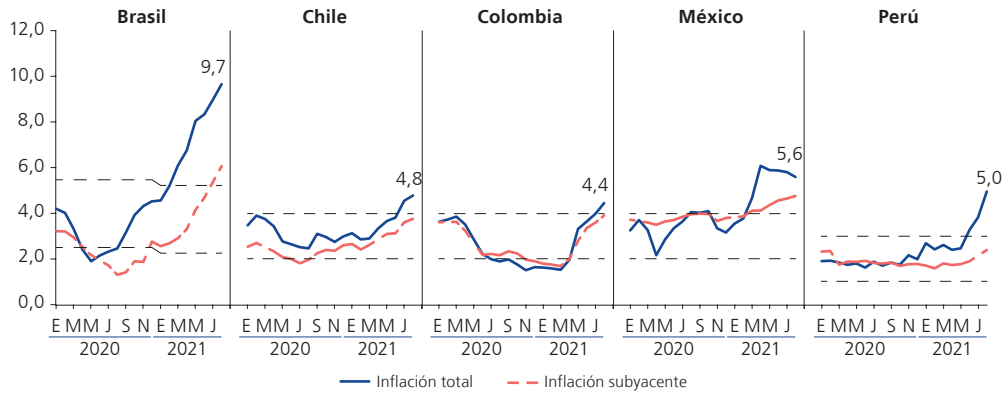
Gráfico 7
INFLACIÓN *BREAKEVEN* (10 AÑOS)



Fuente: Reuters.

En el caso de las economías emergentes, las presiones inflacionarias también se han acentuado. En el caso particular de América Latina, en Brasil, México—y recientemente Chile y Perú—la inflación se ha ubicado por encima del límite superior del rango meta. A las presiones señaladas anteriormente, se suma el impacto de la depreciación sobre el precio de los bienes transables. La inflación subyacente—que excluye los rubros de alimentos y energía—presenta en estas economías tasas crecientes, pero menores a la inflación total.

Gráfico 8
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA 2020-2021
(En %)

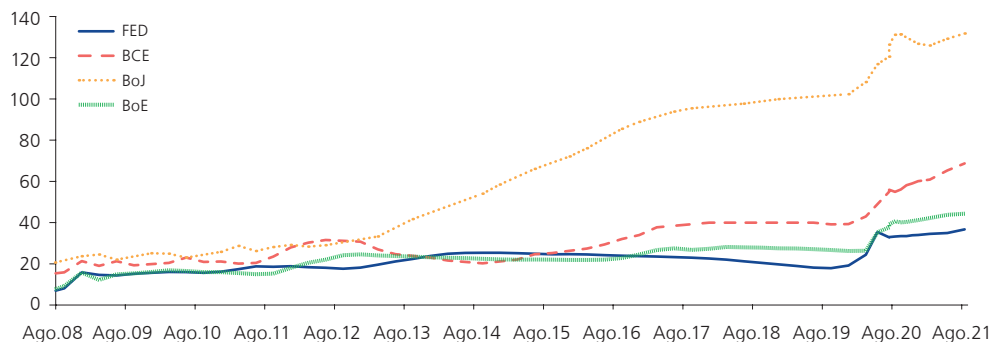


Fuente: Trading Economics.

- La recuperación económica y las presiones inflacionarias al alza han incrementado las expectativas de un **menor estímulo monetario** en algunas de las principales economías desarrolladas. En el caso de las economías emergentes, varios bancos centrales elevaron sus tasas de interés.

Desde el último Reporte, se han incrementado las expectativas sobre el inicio del retiro del estímulo monetario en Estados Unidos, dada la recuperación económica y las presiones inflacionarias al alza. Dicho proceso comenzaría con la reducción en el monto mensual de compra de activos (actualmente en US\$ 120 mil millones) que, de acuerdo con la expectativa del mercado, podría iniciarse en el cuarto trimestre de este año. Los anuncios de otros bancos centrales de las principales economías desarrolladas—como Eurozona y el Reino Unido—muestran que dicho tema también se ha debatido en las discusiones recientes sobre política monetaria.

Gráfico 9
BANCOS CENTRALES: ACTIVOS TOTALES
(Porcentaje PBI)



Fuente: Bancos centrales de cada país.





En las economías emergentes, entre julio y setiembre varios bancos centrales elevaron sus tasas de interés ante la persistencia de la tendencia al alza de la inflación. En algunos casos, como Brasil, Rusia, República Checa, Hungría y Ucrania, los bancos centrales continuaron con el ciclo de alzas iniciado en meses anteriores. En otros casos, como Corea, Chile, México y Perú, el aumento de la tasa de política fue el primero desde niveles mínimos adoptados a raíz de la pandemia. En la mayoría de los casos, con excepción de Brasil, Rusia, Turquía y Hungría, los niveles de las tasas de interés se mantienen por debajo de los observados antes de la pandemia.

Cuadro 3
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA
(En porcentajes)

	Tasas de interés				Variación con respecto a:		
	Dic. 19	Dic.20	Jun.21	Set.21	Jun.21	Dic.20	Dic. 19
Ucrania	13,50	6,00	7,50	8,50	100	250	-500
Brasil	4,50	2,00	4,25	5,25	100	325	75
Rusia	6,25	4,25	5,50	6,75	125	250	50
Islandia	3,00	0,75	1,00	1,25	25	50	-175
Turquía	12,00	17,00	19,00	19,00	0	200	700
Serbia	2,25	1,00	1,00	1,00	0	0	-125
Paquistán	13,25	7,00	7,00	7,00	0	0	-625
Sudáfrica	6,50	3,50	3,50	3,50	0	0	-300
Colombia	4,25	1,75	1,75	1,75	0	0	-250
Perú	2,25	0,25	0,25	1,00	75	75	-125
Filipinas	4,00	2,00	2,00	2,00	0	0	-200
República Checa	2,00	0,25	0,50	0,75	25	50	-125
Canadá	1,75	0,25	0,25	0,25	0	0	-150
Noruega	1,50	0,00	0,00	0,00	0	0	-150
Estados Unidos	1,75	0,25	0,25	0,25	0	0	-150
Polonia	1,50	0,10	0,10	0,10	0	0	-140
Chile	1,75	0,50	0,50	1,50	100	100	-25
Malasia	3,00	1,75	1,75	1,75	0	0	-125
India	5,15	4,00	4,00	4,00	0	0	-115
Corea del Sur	1,25	0,50	0,50	0,75	25	25	-50
Tailandia	1,25	0,50	0,50	0,50	0	0	-75
Nueva Zelanda	1,00	0,25	0,25	0,25	0	0	-75
Reino Unido	0,75	0,10	0,10	0,10	0	0	-65
Australia	0,75	0,10	0,10	0,10	0	0	-65
China	4,15	3,85	3,85	3,85	0	0	-30
México	7,25	4,25	4,25	4,50	25	25	-275
Indonesia	5,00	3,75	3,50	3,50	0	-25	-150
Rumanía	2,50	1,50	1,25	1,25	0	-25	-125
Hungría	0,90	0,60	0,90	1,50	60	90	60
Taiwán	1,38	1,13	1,13	1,13	0	0	-25
Israel	0,25	0,10	0,10	0,10	0	0	-15
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0	0
Japón	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0	0	0
Suecia	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0	0
Suiza	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	0	0	0

Fuente: Bancos centrales, Reuters y otros.

6. Respecto a la **política fiscal**, se espera que las nuevas medidas anunciadas por algunas economías desarrolladas tengan mayor impacto a partir de 2022.

En los últimos meses, algunas economías desarrolladas, como Estados Unidos y los países de la Unión Europea, avanzaron en la implementación de medidas de estímulo reseñadas en el Reporte de junio. En el caso de Estados Unidos, al cierre del presente Reporte, el Congreso aprobó un plan de medidas sociales por aproximadamente US\$ 3 billones y otro

paquete por aproximadamente US\$ 1 billón (del cual, cerca de la mitad correspondería a gasto en infraestructura). En el caso de la Unión Europea, se completó la aprobación de los planes de inversión individuales a los países integrantes de la Eurozona, que facilita el desembolso de recursos previstos en el Plan de Recuperación y Resiliencia (aprobado en julio de 2020) y que otorgaría préstamos y subvenciones por un monto de 750 mil millones de euros.

Perspectivas de la economía global

7. Se estima un **crecimiento mundial** de 5,8 por ciento para 2021, ligeramente por debajo de lo proyectado en el Reporte de junio. Por el contrario, la proyección para 2022 se ha revisado al alza, de 4,2 a 4,4 por ciento, en línea con la expectativa de un mayor gasto público y privado en las economías desarrolladas.

La ligera revisión a la baja para 2021 responde al menor crecimiento de Estados Unidos y de las principales economías emergentes (como China e India). En el primer caso, en línea con los indicadores recientes, se espera un menor dinamismo de la actividad inmobiliaria, respecto a lo contemplado en el Reporte previo, y un impulso fiscal más bajo ante la demora en las negociaciones en el Congreso. Dentro de las economías emergentes, se espera una desaceleración de China, en línea con los choques que afectaron la producción en el tercer trimestre y la desaceleración esperada en algunos sectores de exportación. En el caso de India, la revisión responde al impacto reciente del aumento de casos de COVID-19 sobre la actividad y a las expectativas de menores estímulos monetarios ante el aumento de la inflación.

Cuadro 4
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP*	2020	2021		2022	
			RI Jun.	RI Set.	RI Jun.	RI Set.
Economías desarrolladas	42,5	-4,7	5,4	5,4	3,9	4,1
De las cuales						
1. Estados Unidos	16,0	-3,5	6,7	6,5	4,2	4,4
2. Eurozona	12,0	-6,6	4,7	4,8	4,3	4,6
3. Japón	4,0	-4,8	3,0	3,0	2,5	2,7
4. Reino Unido	2,3	-9,9	6,0	6,6	4,9	5,2
5. Canadá	1,4	-5,4	6,1	6,1	4,1	4,2
6. Otros	6,8	-4,1	4,9	4,9	3,2	3,4
Economías en desarrollo	57,5	-2,2	6,2	6,1	4,5	4,5
De las cuales						
1. China	18,6	2,3	8,7	8,5	5,7	5,6
2. India	6,7	-8,0	10,5	9,5	6,5	6,5
3. Rusia	3,1	-3,1	3,4	3,5	2,7	2,7
4. América Latina y el Caribe	7,3	-6,9	4,3	5,4	2,8	2,7
Argentina	0,6	-9,9	5,1	5,8	2,2	2,2
Brasil	2,4	-4,1	3,5	5,0	2,1	2,1
Chile	0,4	-5,8	5,4	8,4	3,5	3,0
Colombia	0,6	-6,8	4,9	6,3	3,7	3,7
México	1,9	-8,2	4,5	5,6	3,3	3,0
Perú	0,3	-11,0	10,7	11,9	4,5	3,4
5. Otros	17,9	-4,0	4,9	4,9	4,5	4,5
África Subsahariana	3,1	-1,9	3,3	3,3	3,8	3,9
Economía Mundial	100,0	-3,3	5,9	5,8	4,2	4,4

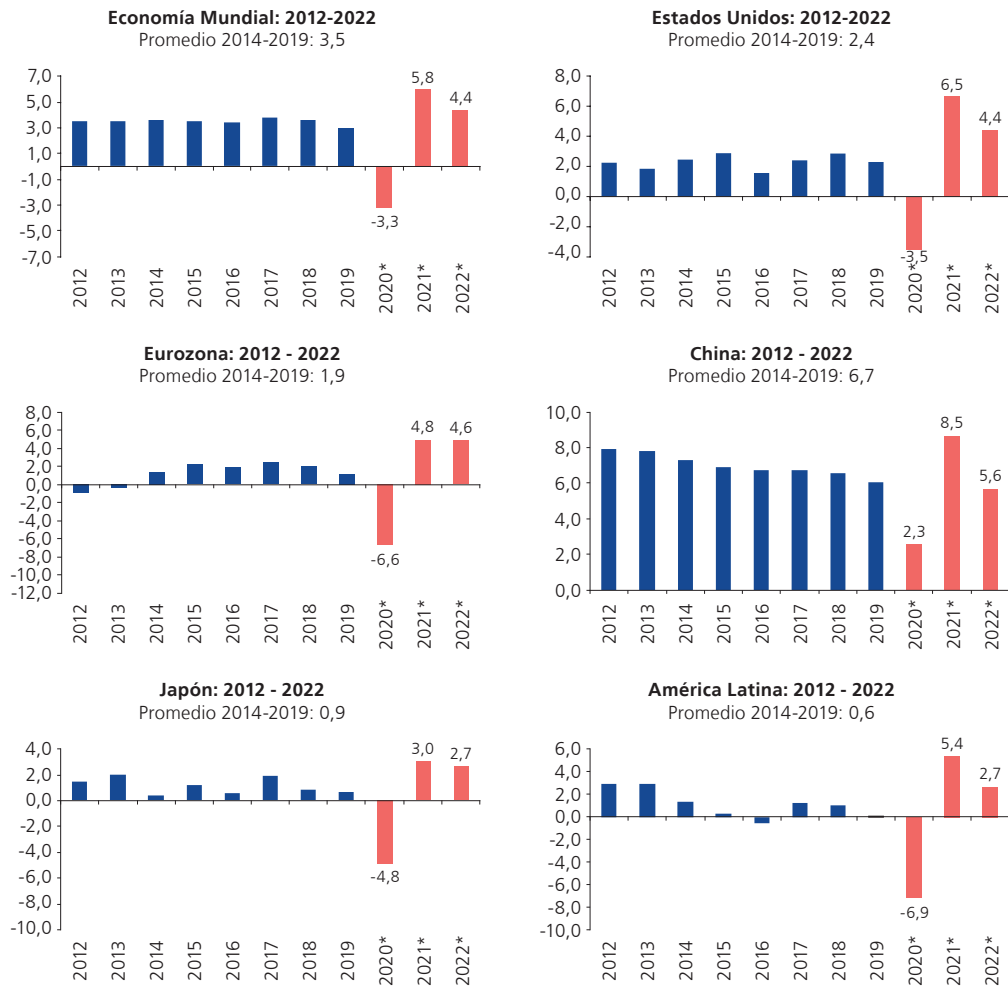
* Base 2020

Fuente: FMI, Consensus Forecast.



Por el contrario, algunos países desarrollados, en particular Reino Unido, crecerían por encima de lo previsto en el Reporte anterior ante el mejor desempeño observado tras el levantamiento de las restricciones sanitarias. En el caso de América Latina, los datos ejecutados del segundo y tercer trimestre, por encima de lo previsto, compensarían la revisión a la baja en los precios de los *commodities* y el impacto temporal del aumento de casos de COVID-19.

Gráfico 10
CRECIMIENTO DEL PBI
(Variación porcentual real)

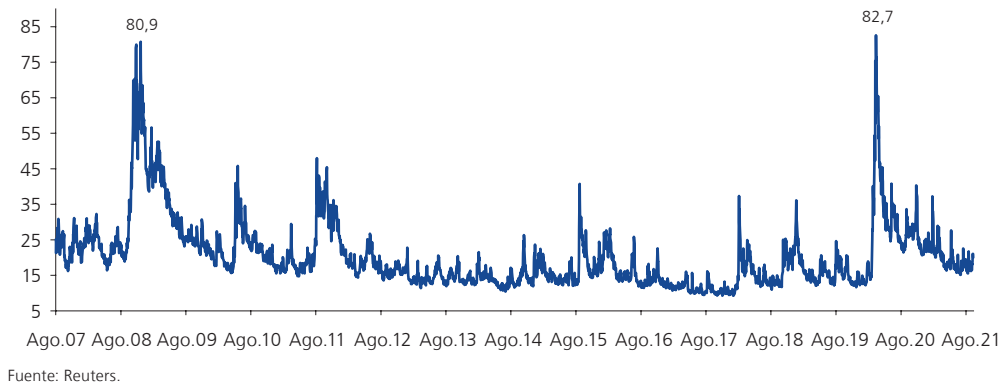


* Proyección.
Fuente: FMI y Consensus Forecast.

Mercados financieros internacionales

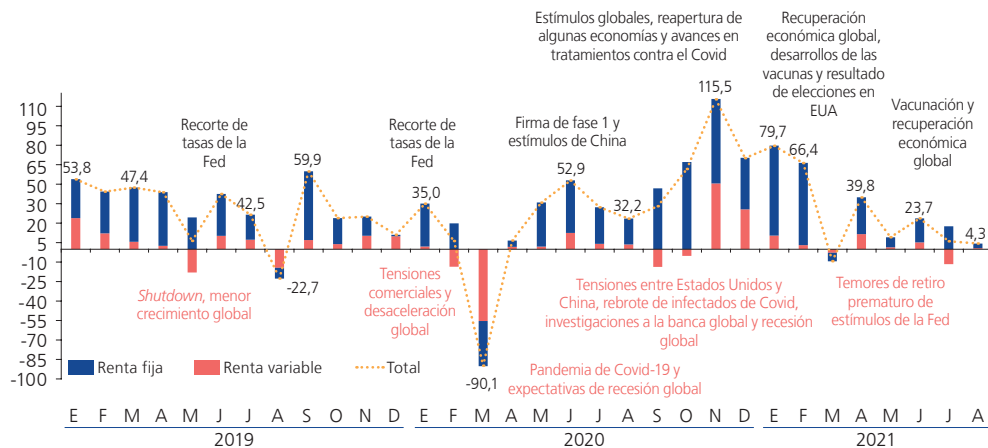
8. Durante julio y agosto, los **mercados financieros** se vieron favorecidos por la continuidad de la recuperación económica global, los avances en las campañas de vacunación, las negociaciones de mayores estímulos fiscales en Estados Unidos y los resultados financieros corporativos por encima de lo esperado. Ello se reflejó en un elevado apetito por riesgo que impulsó a las principales plazas bursátiles durante la mayor parte del periodo.

Gráfico 11
ÍNDICE VIX
(Volatilidad de la bolsa de EUA)



Sin embargo, varios factores limitaron esta tendencia. En el aspecto epidemiológico, el aumento de contagios de COVID-19 a nivel global, producto de la expansión de la variante delta, presionó a varios países a reinstaurar restricciones. En el ámbito monetario, se prevé que la Fed inicie el retiro de los estímulos antes de lo previsto en el anterior Reporte. Estos factores también influyeron en la menor entrada de capitales a las economías emergentes en los meses de julio y agosto.

Gráfico 12
FLUJOS DE CAPITALES DE NO RESIDENTES A MERCADOS EMERGENTES
(Miles de millones de US\$)

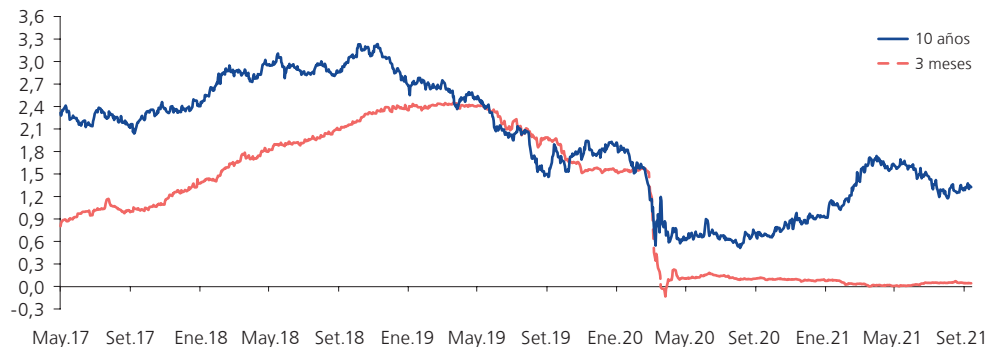


- En los **mercados de renta fija**, los rendimientos soberanos de largo plazo bajaron en Estados Unidos. Esta reducción se explicó por la evolución observada en julio, cuando la expansión de la variante delta elevó los temores de una desaceleración económica. Sin embargo, en agosto esta tendencia se limitó ante los avances en las negociaciones fiscales en el congreso estadounidense y ante los progresos en el proceso de vacunación. También presionó al alza la creciente expectativa de que la Fed inicie el recorte de compras de activos en los próximos meses. Asimismo, los rendimientos de corto plazo se redujeron ligeramente, reflejando el exceso de liquidez en los mercados de dinero.



En Europa, los rendimientos soberanos de largo plazo también cayeron en línea con las reimposiciones de medidas para controlar la pandemia en diversos países. Además, el Banco Central Europeo mantuvo inalterada su política monetaria a lo largo del periodo, aunque comenzó a tener un sesgo menos expansivo hacia finales de agosto.

Gráfico 13
RENDIMIENTOS DE LOS BONOS DE GOBIERNO DE ESTADOS UNIDOS
 (2017-2021)



Fuente: Reuters.

Respecto a las economías emergentes, la mayoría de los rendimientos en Asia siguió la tendencia global. Por el contrario, diversos rendimientos en América Latina se vieron presionados al alza por choques globales, como la corrección en los precios de *commodities* y las expectativas de una política monetaria más ajustada de la Fed, así como por choques idiosincráticos asociados a eventos políticos o sociales.

Cuadro 5
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS

	Dic.20	Jun.21	Ago.21*	Var. Ago/Jun. 2021 (pbs.)	Var. Acum. 2021 (pbs.)
Estados Unidos	0,92	1,47	1,31	-16	39
Alemania	-0,57	-0,21	-0,39	-18	19
Francia	-0,34	0,13	-0,03	-16	31
Italia	0,54	0,82	0,71	-11	17
España	0,04	0,41	0,34	-7	29
Grecia	0,62	0,82	0,76	-6	14
Gran Bretaña	0,19	0,72	0,71	0	52
Japón	0,02	0,05	0,02	-3	0
Brasil	6,90	9,09	10,50	141	361
Colombia	5,39	7,03	6,93	-11	154
Chile	2,65	4,75	4,91	15	226
México	5,53	6,97	6,97	0	144
Perú	3,51	5,35	6,08	74	257
Sudáfrica	8,74	9,25	9,10	-15	36
India	5,87	6,05	6,22	17	35
Turquía	12,54	17,00	16,74	-26	420
Rusia	5,92	7,20	6,98	-23	106
China	3,15	3,09	2,85	-25	-30
Corea del Sur	1,72	2,10	1,91	-18	19
Indonesia	5,86	6,57	6,05	-52	19
Tailandia	1,32	1,75	1,57	-18	26
Malasia	2,65	3,28	3,20	-8	55
Filipinas	2,94	3,75	3,91	16	98

*Elaborado al 31 de agosto del 2021
 Fuente: Reuters.

10. En los **mercados de renta variable**, la mayoría de las bolsas de las economías desarrolladas avanzaron y, en varios casos, alcanzaron nuevos máximos. Este movimiento de las bolsas estuvo fundamentado, especialmente, en la continua recuperación de la actividad global, el avance en el proceso de vacunación, los resultados corporativos del segundo trimestre por encima de lo previsto y el progreso en las negociaciones fiscales en Estados Unidos. En las economías emergentes, diversas plazas bursátiles también subieron acorde con la tendencia global, aunque algunas bolsas se vieron particularmente afectadas por choques idiosincráticos.

Cuadro 6
BOLSAS MUNDIALES

		Dic.20	Jun.21	Ago.21*	Var. Ago./Jun. 2021 (%)	Var. Acum. 2021 (%)
VIX**	S&P 500	22,75	15,83	16,48	0,7	-6,3
Estados Unidos	Dow Jones	28 538	34 935	34 748	-0,5	21,8
Estados Unidos	S&P 500	3 756	4 298	4 523	5,2	20,4
Alemania	DAX	13 719	15 531	15 835	2,0	15,4
Francia	CAC 40	5 551	6 508	6 680	2,6	20,3
Italia	FTSE MIB	22 233	25 102	26 009	3,6	17,0
España	IBEX 35	8 074	8 821	8 847	0,3	9,6
Grecia	ASE	809	885	923	4,3	14,1
Reino Unido	FTSE 100	6 461	7 037	7 120	1,2	10,2
Japón	Nikkei 225	27 444	28 792	28 090	-2,4	2,4
Brasil	Ibovespa	119 017	126 802	118 781	-6,3	-0,2
Colombia	COLCAP	1 438	1 249	1 320	5,7	-8,2
Chile	IPSA	4 177	4 331	4 492	3,7	7,5
México	IPC	44 067	50 290	53 305	6,0	21,0
Argentina	Merval	51 226	62 372	76 452	22,6	49,2
Perú	Ind. Gral.	20 822	18 851	17 654	-6,4	-15,2
Sudáfrica	JSE	59 409	66 249	67 428	1,8	13,5
India	Nifty 50	13 982	15 722	17 132	9,0	22,5
Turquía	XU100	1 477	1 356	1 472	8,5	-0,3
Rusia	RTS	1 387	1 654	1 684	1,8	21,4
China	Shangai C.	3 473	3 591	3 544	-1,3	2,0
Corea Del Sur	KOSPI	2 873	3 297	3 199	-3,0	11,3
Indonesia	JCI	5 979	5 985	6 150	2,8	2,9
Tailandia	SET	1 449	1 588	1 639	3,2	13,1
Malasia	KLCI	1 627	1 533	1 601	4,5	-1,6
Filipinas	Psei	7 140	6 902	6 855	-0,7	-4,0

* Elaborado al 31 de agosto del 2021.

**Los datos y las variaciones están expresados en puntos
Fuente: Reuters.

11. Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar se apreció de forma casi generalizada ante la expectativa de que la Fed inicie la reducción de las compras de activos para los próximos meses. Se destaca la apreciación del dólar frente al euro y a la libra. Por el contrario, el dólar se depreció frente al yen por la evolución observada durante la segunda quincena de agosto, en un contexto de mayor incertidumbre global.

En cuanto a las economías emergentes, la mayoría de las monedas se depreció. Las mayores presiones depreciatorias se observaron en agosto, en un entorno de corrección en los precios de los *commodities*, menor entrada de capitales y choques idiosincráticos.



Cuadro 7
TIPOS DE CAMBIO

		Dic.20	Jun.21	Ago.21*	Var. Ago/Jun. 2021(%)**	Var. Acum. 2021(%)**
Indice dólar DXY***	US Dollar Index	89,94	92,44	92,63	0,2	3,0
Euro	Euro	1,221	1,186	1,181	-0,4	-3,3
Reino Unido	Libra	1,367	1,383	1,375	-0,5	0,6
Japón	Yen	103,24	111,10	110,02	-1,0	6,6
Brasil	Real	5,194	4,969	5,149	3,6	-0,9
Colombia	Peso	3415	3747	3767	0,5	10,3
Chile	Peso	710	732	773	5,6	8,9
México	Peso	19,87	19,93	20,06	0,7	1,0
Argentina	Peso	84,08	95,70	97,74	2,1	16,2
Perú	Sol	3,620	3,867	4,089	5,7	13,0
Sudáfrica	Rand	14,69	14,27	14,51	1,7	-1,2
India	Rupia	73,04	74,36	72,95	-1,9	-0,1
Turquía	Lira	7,43	8,70	8,30	-4,6	11,7
Rusia	Rublo	73,79	72,98	73,12	0,2	-0,9
China	Yuan (onshore)	6,525	6,457	6,460	0,1	-1,0
Corea Del Sur	Won	1084	1130	1159	2,5	6,8
Indonesia	Rupia	14040	14495	14265	-1,6	1,6
Tailandia	Bath	30,04	32,02	32,22	0,6	7,3
Malasia	Ringgit	4,020	4,150	4,155	0,1	3,4
Filipinas	Peso	48,01	48,84	49,63	1,6	3,4

* Elaborado al 31 de agosto del 2021.

** 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.

Fuente: Reuters.

Precios de los *commodities*

12. Tras un alza significativa en el primer semestre, las cotizaciones de la mayoría de *commodities* se redujeron ligeramente por la difusión de indicadores económicos que sugieren un menor dinamismo en la recuperación económica y por las medidas de China para estabilizar los precios de las principales materias primas. A pesar de esta corrección, la mayoría de dichos precios permanecen significativamente por encima de lo observado a fines de 2020.

Cobre

13. En agosto, la cotización promedio del cobre fue de US\$/lb. 4,24, menor en 3 por ciento a la cotización de junio. Sin embargo, el precio del cobre se ubica 21 por ciento por encima del registrado en diciembre de 2020.

El precio promedio del cobre disminuyó en los últimos dos meses afectado por las perspectivas de una desaceleración en China, por las diversas señales de la Fed sobre la reducción del estímulo a fin de año y por el impacto del aumento de casos de COVID-19 en los principales países consumidores de cobre.

Por el lado de la oferta, influyó el aumento de la producción de refinados en China y las perspectivas de recuperación de la producción de la mina Grasberg en Indonesia. Asimismo, desde julio, China realizó tres ventas de parte de sus reservas estratégicas de cobre (el 5 y 6 de julio subastó 20 mil toneladas, el 29 julio subastó 30 mil toneladas y el 1 setiembre subastó 30 mil toneladas). Las presiones a la baja en los precios, derivados de esta mayor oferta, se vieron limitadas por la menor actividad de algunos puertos de

China (en particular del puerto de Ningbo-Zhoushan, por donde ingresa la mayor parte de las importaciones de cobre reciclado) y por bloqueos en algunas de las principales zonas productoras.

Cuadro 8
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2017	2018	2019	2020 ^{2/}	2021 ^{2/}	2022 ^{2/}	Var.% 2021/2020	Var.% 2022/2021
Producción Minera Global	20 067	20 579	20 571	20 575	21 321	22 100	3,6%	3,7%
Producción Global de Refinados (Primaria y Secundaria)	23 557	24 075	24 028	24 454	25 167	25 937	2,9%	3,1%
Utilización Global de Refinados	23 705	24 484	24 429	24 987	25 088	25 829	0,4%	3,0%
Balance de Refinados 1/	-148	-409	-388	-532	79	109	--	--

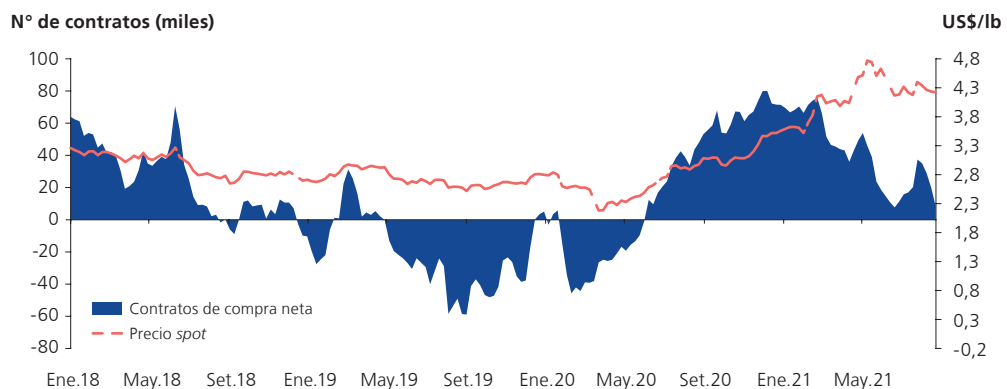
1/ El balance de refinados es calculado como la resta entre la producción global de refinados (oferta) y la utilización de los mismos (demanda).

2/ Reporte del ICSG de agosto de 2021 y la proyección de ICSG de mayo de 2021.

Fuente: ICSG.

Otro factor que ha contribuido a la corrección reciente del precio del cobre es la menor demanda no comercial. Las posiciones no comerciales netas de cobre se han reducido desde los máximos que alcanzó a fines de febrero, aunque aún se mantienen en una posición de compra neta.

Gráfico 14
COBRE: CONTRATOS NO COMERCIALES

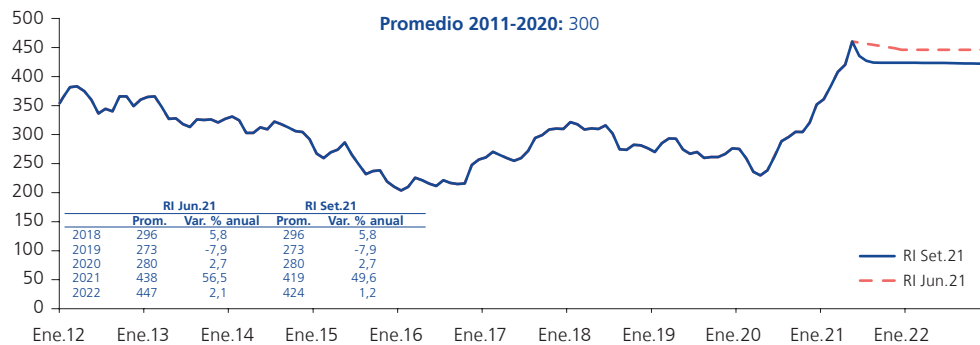


Nota: Las Posiciones Netas Especulativas de Cobre de la Comisión de Comercio de Futuros de *Commodities (Commodity Futures Trading Commission)* constituyen un informe semanal que refleja la diferencia entre el volumen total de las posiciones de cobre largas (o de compra) y cortas (o de ventas) existentes en el mercado y abiertas por operadores no comerciales (especulativos). El informe solo incluye los mercados de futuros de los Estados Unidos (Bolsas de Chicago y Nueva York).
Fuente: Comex.

En este sentido, se ha revisado a la baja la proyección del precio del cobre respecto a la estimación del Reporte de Inflación de junio. Se estima una ligera moderación en la demanda, en línea con los desarrollos recientes en China y en algunas economías desarrolladas, y un importante aumento en la oferta de concentrados en el horizonte de proyección. Al igual que en el Reporte anterior, permanecen como factores de incertidumbre la demanda proveniente de la industria de autos eléctricos, las políticas chinas respecto al consumo de cobre reciclado y el impacto de la pandemia de COVID-19 sobre la actividad económica global



Gráfico 15
COBRE: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
 (ctv. US\$/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

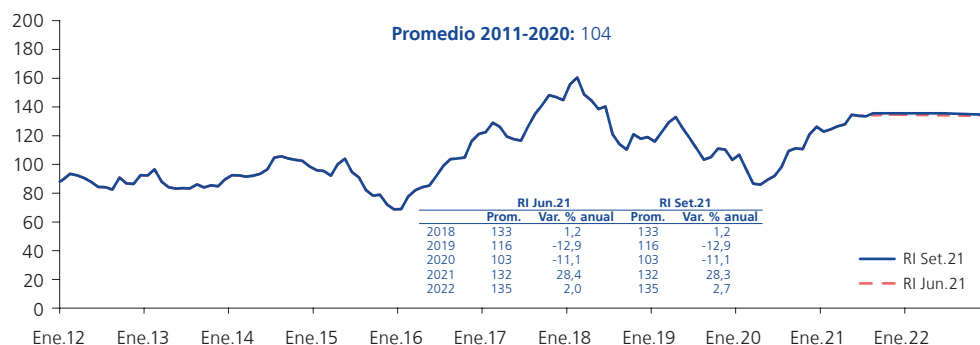
Zinc

14. La cotización internacional promedio del zinc alcanzó a US\$/lb. 1,36 en agosto de 2021, la cotización más alta desde junio de 2018 y mayor en 1 por ciento a la registrada en junio de este año. Con ello, en lo que va del año acumula un aumento de 7 por ciento.

El zinc alcanzó niveles máximos en tres años apoyado por choques en la oferta: escasez de concentrado, restricciones medioambientales y, recientemente, las inundaciones en China y Alemania que afectaron la actividad de refinación. Por el lado de la demanda, destaca aquella proveniente de la industria del acero galvanizado.

Consistente con estos desarrollos, se prevé que el precio promedio de zinc se mantenga en niveles similares a los previstos en el Reporte de junio. La mayor demanda que provendría de un mayor gasto de infraestructura en las principales economías desarrolladas —y que favorecería la demanda de zinc para la industria de galvanizado— se compensaría con el aumento de la oferta de mina. En el mediano plazo, la demanda asociada a proyectos de energía verde y renovable, permanece como un potencial factor al alza en los precios.

Gráfico 16
ZINC: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
 (ctv. US\$/lb.)



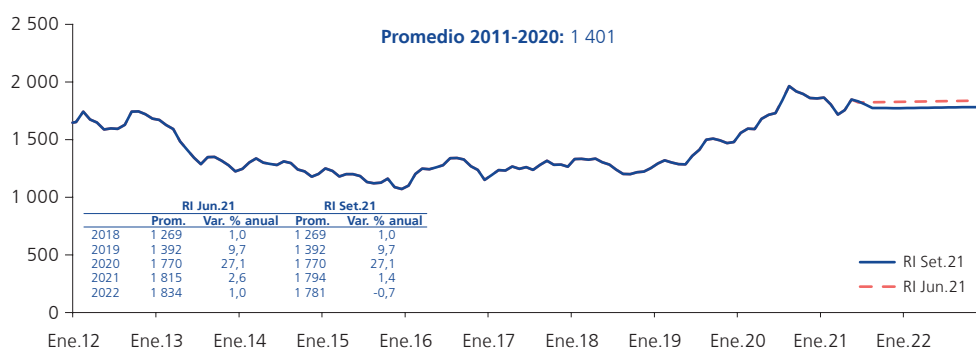
Fuente: Reuters y BCRP.

Oro

15. En los últimos dos meses, la cotización promedio del oro fue de US\$/oz.tr. 1785, registrando una disminución de 3 por ciento respecto a junio, con lo que acumula en el año una caída de 4 por ciento.

La cotización del oro se redujo en los últimos dos meses por la apreciación del dólar. Esta evolución ha influido en la demanda por oro que se ha reflejado en las menores compras de inversionistas a través de los ETF (*Exchanged Traded Fund*). Sin embargo, la caída fue limitada por el aumento de la aversión al riesgo producto del aumento de los casos de COVID-19, por el incremento sostenido de la inflación a nivel global y por las compras de oro por parte de los bancos centrales de economías emergentes en lo que va del año. En línea con estos desarrollos, se revisa a la baja la proyección del precio del oro respecto al Reporte de junio.

Gráfico 17
ORO: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/oz.tr.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Petróleo

16. En agosto de 2021, la cotización promedio del **petróleo** WTI disminuyó 5 por ciento respecto a junio de 2021, alcanzando un promedio mensual de US\$/br. 68. La disminución de los últimos meses revierte solo parcialmente la tendencia al alza observada en el año (con un incremento acumulado de 44 por ciento).

La cotización del petróleo disminuyó por las crecientes preocupaciones respecto al impacto del nuevo brote de COVID-19 sobre la actividad económica y, en particular, sobre las actividades de transporte. También influyó el acuerdo de los miembros de la OPEP+ de normalizar parcialmente la producción. Dicho acuerdo contempla incrementos mensuales de producción de 400 mil barriles diarios entre agosto y diciembre de 2021; con ello, retornaría al mercado un total de 2 millones de barriles diarios, equivalente a aproximadamente el 34 por ciento del recorte que todavía está en vigencia para hacer frente a la menor demanda por la pandemia (aproximadamente 5,8 millones de barriles diarios).

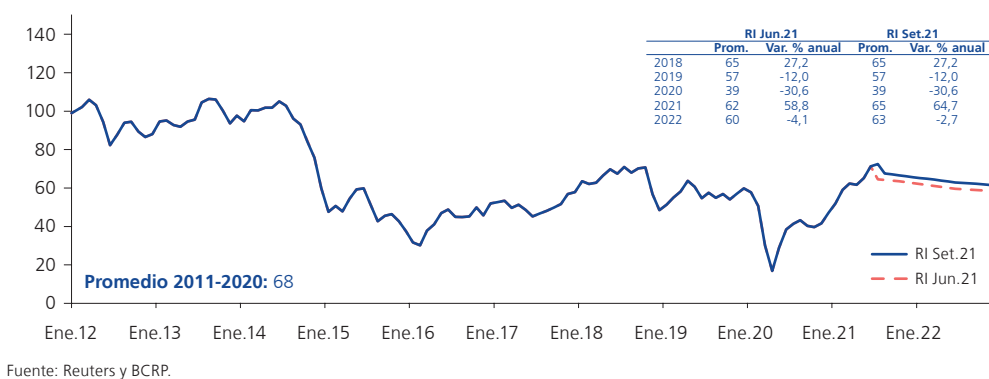
Para el horizonte de proyección se espera que los precios corrijan ligeramente a la baja, aunque permanecerían en un nivel levemente superior a lo contemplado en el Reporte



de junio. El acuerdo de la OPEP+, al restituir solo parcialmente los niveles normales de producción, dificulta que cualquier desaceleración de la demanda se refleje en caídas significativas en los precios. La baja respuesta de la producción del petróleo de esquisto en Estados Unidos, a pesar de los altos precios, es otro factor que da soporte a la cotización.

Los principales factores de incertidumbre se asocian al desarrollo futuro del COVID-19, a los acuerdos que adopte la OPEP para 2022 y a las negociaciones entre Estados Unidos e Irán, que podría significar el regreso de las exportaciones de dicho país.

Gráfico 18
PETRÓLEO WTI: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
 (US\$/bl)



Alimentos

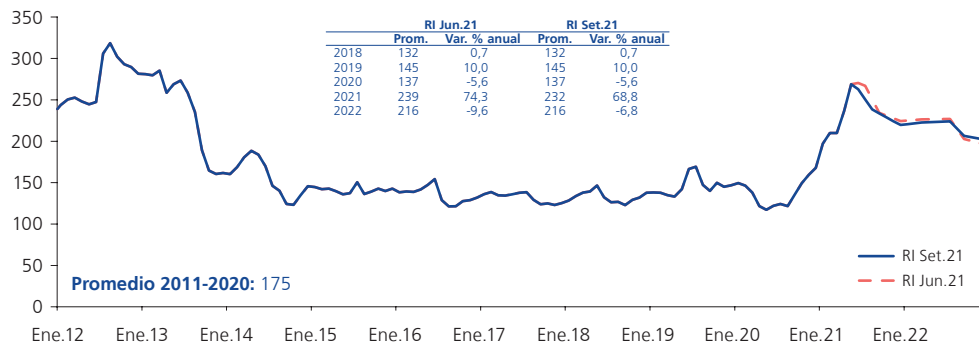
17. Luego de alcanzar un máximo en 10 años, los precios mundiales de los alimentos se corrigieron ligeramente a la baja en junio y julio. Influyó en esta corrección la normalización de la oferta, la desaceleración de la demanda china, la apreciación del dólar y los cambios hacia un menor uso del maíz para el etanol. Sin embargo, de concretarse un Fenómeno La Niña para la siguiente campaña, los precios podrían estar presionados al alza por el impacto sobre las siembras de los principales países productores (Estados Unidos, Argentina y Brasil).

- (a) El precio del **maíz** se redujo 11 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando una cotización promedio mensual de US\$/TM 235 en agosto. Sin embargo, la cotización del maíz acumuló un incremento de 40 por ciento desde diciembre de 2020.

La caída de la cotización del maíz en los últimos dos meses se asoció al ingreso estacional de la nueva cosecha de Brasil, a la liquidación de los inventarios en Estados Unidos (en previsión de la nueva cosecha) y a las compras, por debajo de lo esperado, por parte de China. También influyó la recomendación de la Agencia de protección ambiental de Estados Unidos (EPA) para reducir los mandatos federales de mezcla de biocombustibles para 2021 a niveles incluso por debajo de los de 2020.

En línea con estos desarrollos, se revisa ligeramente a la baja el precio promedio del maíz para 2021 y 2022, aunque éste se mantendría por encima de los niveles alcanzados en los últimos años. Cabe señalar que el mercado se mantendrá ajustado: luego de cuatro caídas sucesivas, los inventarios a fines de la temporada se encuentran en su nivel más bajo en seis temporadas.

Gráfico 19
MAÍZ: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/TM)



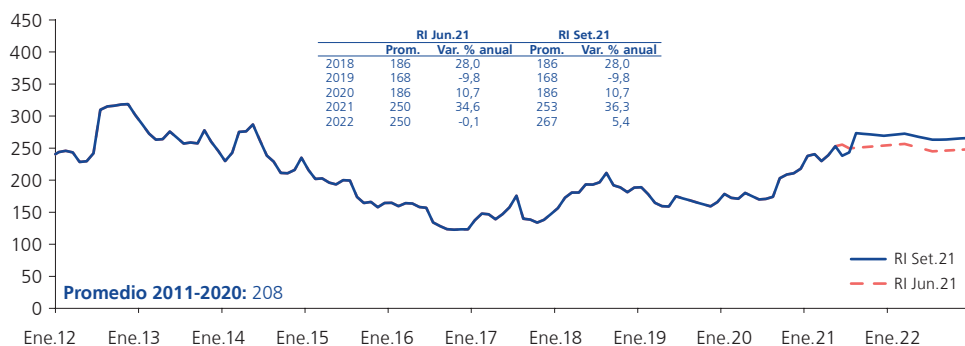
Fuente: Reuters y BCRP.

- (b) Desde el último Reporte, la cotización del **trigo** aumentó 15 por ciento, alcanzando en agosto de 2021 un promedio mensual de US\$/TM 273. Con ello, la cotización del trigo acumuló un incremento de 25 por ciento respecto a diciembre de 2020.

El aumento de la demanda, en línea con la recuperación económica global, ha estado acompañado por una serie de restricciones en la oferta. Así, el precio del trigo aumentó en los últimos dos meses impulsado por el clima adverso que afectó a los cultivos del hemisferio norte (América del Norte, Europa y Rusia) y por la baja producción en Estados Unidos, donde el área sembrada es la más baja en 100 años.

El precio del trigo continuaría presionado por inventarios ajustados y por altos precios de los granos sustitutos (como maíz y soya) usados como alimento para el ganado. En línea con ello, se revisa al alza la proyección del precio del trigo, respecto al Reporte de Inflación previo. Un factor de incertidumbre particular del trigo radica en la futura política de impuestos a las exportaciones de este grano por parte de Rusia (el cuarto mayor productor a nivel global y el segundo mayor exportador).

Gráfico 20
TRIGO: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.



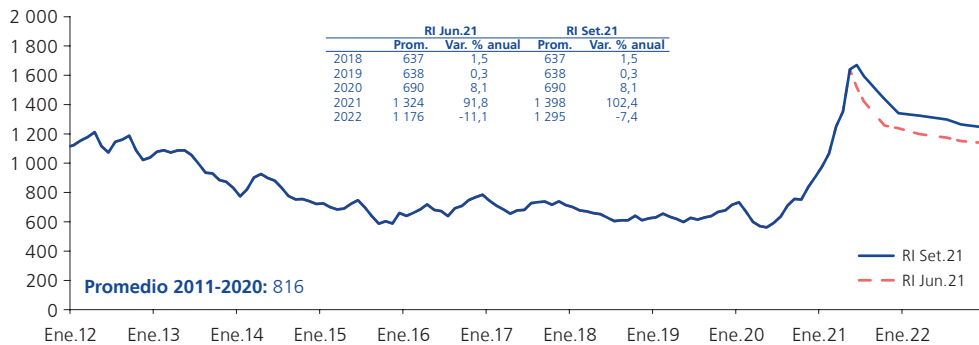


- (c) En agosto, la cotización promedio del **aceite de soya** fue US\$/TM 1535,8 por ciento inferior respecto a junio de 2021. Sin embargo, el precio del aceite de soya acumula un incremento de 70 por ciento respecto a diciembre de 2020.

Luego de alcanzar niveles récord en el primer semestre, la cotización del aceite de soya disminuyó por la caída del precio del petróleo y por la expectativa de que la Agencia de Protección Ambiental de Estados Unidos (EPA) recomiende una reducción en el uso de biodiesel por parte de las refinerías de petróleo.

Sin embargo, la cotización todavía registra niveles elevados por el aumento en la capacidad de producción de biodiesel registrada en Estados Unidos en lo que va del año y por la rápida recuperación económica en Asia (en particular de China, India y Bangladesh). Además, la escasez de otros aceites vegetales ha impulsado la sustitución de una pequeña parte de estos aceites por aceite de soya. Considerando estos desarrollos recientes, se proyecta que los precios se coticen por encima de la estimación del Reporte anterior.

Gráfico 21
ACEITE DE SOYA: ENERO 2012 - DICIEMBRE 2022
(US\$/TM)

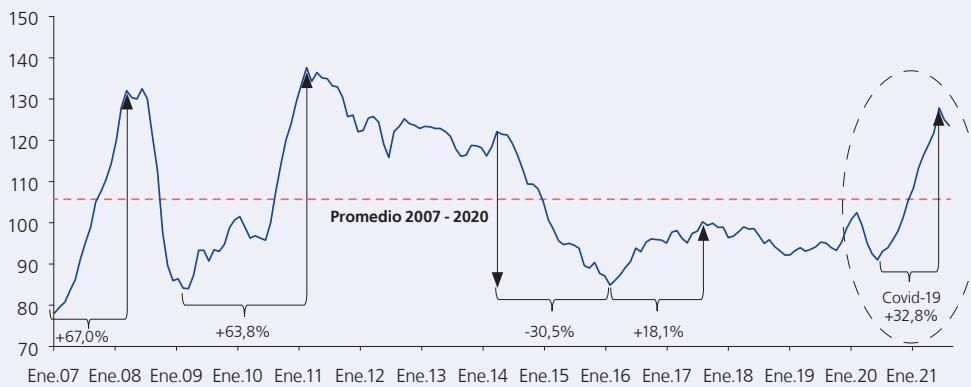


Fuente: Reuters y BCRP.

Recuadro 1
EPISODIOS DE ALZA EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS ALIMENTOS

Luego de la caída originada a raíz de la pandemia, el precio internacional de los alimentos registró un aumento sostenido entre junio de 2020 y mayo de 2021. Una evolución similar no se registraba en los últimos 10 años. El gráfico muestra cómo, por ejemplo, en el periodo 2009-2011 el índice agregado de alimentos de la FAO subió en forma igualmente acelerada hasta alcanzar, en enero de 2011, un récord histórico.

ÍNDICE DE PRECIOS NOMINALES DE ALIMENTOS DE LA FAO*
(Base 2014 - 2016 = 100)



A nivel de productos, se observa que las alzas recientes también han sido significativas. En el caso del maíz, el alza es ligeramente menor a la observada en el episodio de 2010-2011 y, en el caso del aceite de soya, el aumento observado en los últimos meses ha sido mayor que en otros episodios de alza y ha llevado a que la cotización alcance un récord histórico de US\$/TM 1 674.

EPISODIOS DE ALZA DE PRECIOS INTERNACIONALES DE MAÍZ, TRIGO Y ACEITE DE SOYA 2005-2021



	2007-2008	2010-2011	2016-2017	2020-2021
Maíz				
Duración	11 meses	10 meses	21 meses	11 meses
Alza	116,5%	128,9%	20,5%	121,5%
Trigo				
Duración	12 meses	11 meses	24 meses	11 meses
Alza	125,0%	114,1%	69,5%	55,7%
Aceite de soya				
Duración	22 meses	11 meses	5 meses	13 meses
Alza	173,1%	62,9%	26,3%	196,1%

El cuadro siguiente resume los determinantes que normalmente influyen en el aumento de los precios de los alimentos e identifica tres episodios previos de alza: 2007-2008, 2009-2011 y 2016-2017. El





presente ciclo de alza tiene elementos comunes a estos episodios como el alza significativa en el precio de petróleo. El aumento del precio del petróleo eleva la demanda por combustibles sustitutos como el etanol o el biodiesel (que utilizan maíz y aceite de soya, respectivamente). Asimismo, los choques de oferta también han sido importantes en el periodo actual como en episodios anteriores. Aparte de las condiciones climáticas desfavorables que ocasionaron la reducción de la oferta, la pandemia del COVID-19 afectó además el normal desenvolvimiento de la cadena logística y redujo la disponibilidad de mano de obra en las actividades de siembra y cosecha.

DETERMINANTES DEL ALZA EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS ALIMENTOS

	2007-2008	2009-2011	2016-2017	2020-2021
Bajos niveles iniciales de precio	√√√	√√√	√√√	√√
Choque de oferta	√√√	√√√	√	√√
Aumento de la demanda	√√√	√√	√√	√√
Bajo nivel de inventarios iniciales	√√√	√√√	√	√√
Aumento de precio del petróleo	√√√	√√√	√√	√√
Depreciación del dólar	√√√	√√	√√	√√√
Aumento de las posiciones no comerciales	√√√	√√√	√	√√√

Nota: √ = factor leve, √√ = factor moderado, √√√ = factor importante.

También se observa que, en este y en otros episodios, la demanda se ha visto impulsada por la depreciación del dólar y el aumento de las posiciones no comerciales. En el actual episodio, la posición expansiva de la Fed ha sido mayor y ha llevado a una depreciación significativa del dólar, en particular frente al yuan. Entre mayo de 2020 y mayo de 2021, el yuan se apreció 9,5 por ciento, lo que incrementó la demanda de China, principal consumidor de alimentos y de otras materias primas. Asimismo, la expansión de la liquidez global ha impulsado significativamente las posiciones no comerciales; si bien este aumento en las posiciones no comerciales también estuvo presente en el periodo 2007-2008 y 2016-2017, destaca en el presente episodio el incremento a niveles récord en las posiciones no comerciales del trigo.

Existen también algunas diferencias importantes en el presente episodio. La dinámica de la crisis del COVID-19 llevó a una caída abrupta en el consumo y en el comercio. Con el avance del proceso de vacunación, la apertura en las economías desarrolladas y la rápida recuperación de la demanda china, la expansión de la demanda ha sido mayor que en otros episodios generando presiones al alza. A estas presiones al alza se suma los elevados costos de transportes desde países productores de granos (como Estados Unidos y Argentina) hacia los países consumidores como China (Ver Recuadro 4: Incremento de costos de transporte marítimo global).

La corrección a la baja de los últimos dos meses podría significar una pausa, e incluso una corrección, en esta tendencia al alza. La probable normalización de algunos choques de la oferta (el ingreso de la nueva cosecha de maíz en Estados Unidos y de trigo en el hemisferio norte aliviaría parcialmente los inventarios ajustados) apoyarían esta tendencia. Presiones a la baja se darían, además, a través de un retiro anticipado del estímulo monetario de la Fed que apreciaría al dólar y reduciría la demanda de inversionistas no comerciales. Sin embargo, la probabilidad de un Fenómeno La Niña –cuya ocurrencia corresponde al Pacífico Central– en la siguiente campaña se ha incrementado, lo que, de concretarse, presionaría al alza los precios dado el impacto sobre las siembras de trigo en Estados Unidos y maíz y soya en Argentina y Brasil. Un factor de incertidumbre, ausente en los otros episodios, es la evolución de la demanda de China por granos en el contexto de las tensiones comerciales con Estados Unidos.

Recuadro 2

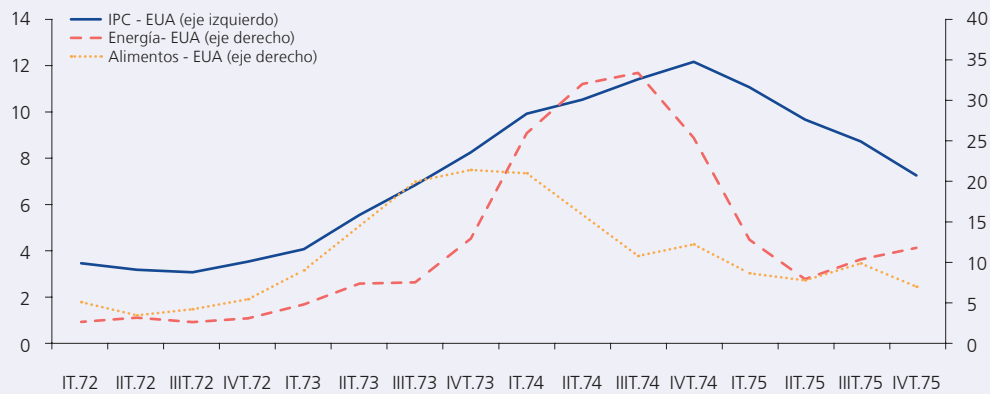
EL EPISODIO DE ALTA INFLACIÓN GLOBAL DURANTE LOS AÑOS SETENTA

En los años setenta, luego de décadas de baja inflación, las economías desarrolladas experimentaron altas tasas de inflación debido al manejo macroeconómico y la significativa elevación del precio del petróleo. El presente recuadro describe la tendencia de la inflación durante esta década, en particular en Estados Unidos, las respuestas de política monetaria, el impacto de éstas sobre alguna de las principales variables macroeconómicas y algunas de las lecciones para el diseño posterior de la política monetaria.

El primer episodio de alta inflación en Estados Unidos: 1973-1974

En el caso particular de Estados Unidos, luego de registrar tasas de inflación promedio menores a 3 por ciento en la década de los sesenta, la inflación subió sostenidamente y llegó a 12 por ciento a fines de 1974. Entre febrero de 1974 y abril de 1975, excedió permanentemente el umbral de 10 por ciento (nivel no visto desde los años 40).

ESTADOS UNIDOS: EPISODIO DE INFLACIÓN DE 1973-1974
(Variación % interanual)



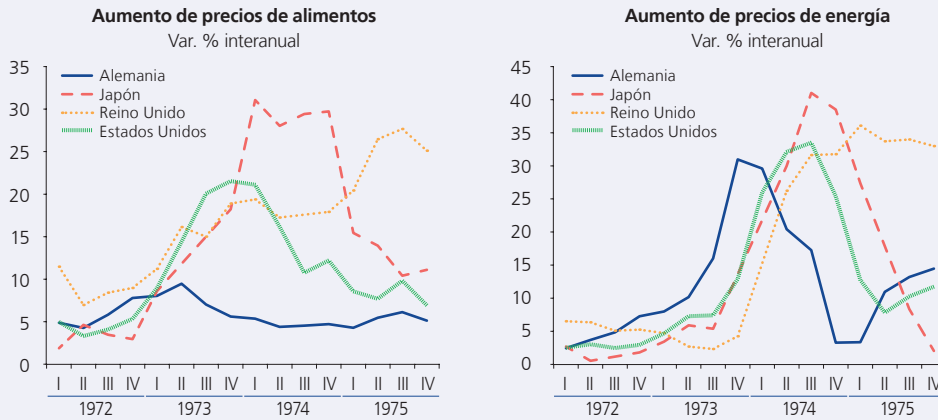
Fuente: OECD.

Según Vansteenkiste (2009)¹, las causas de la aceleración de la inflación se encuentran en una combinación de errores de política, choques globales y factores estructurales. Parte de las presiones inflacionarias fueron consecuencia del manejo macroeconómico como la política fiscal expansiva (asociada al elevado gasto bélico), así como también influyó la depreciación del dólar frente a las principales divisas (a raíz del abandono de la convertibilidad del dólar y el colapso de los acuerdos de Bretton Woods). En agosto de 1971 el presidente Richard Nixon anunció el congelamiento de los precios y salarios para reducir la inflación (Abrams y Butkiewicz 2017)². Sowell (2014)³ explica que esta política fue “contraproducente” debido a que los precios artificialmente bajos ocasionaron una menor oferta a la vez que la demanda se incrementó originando escasez de diversos productos. De acuerdo con Williamson (2012)⁴ luego de 1979 ningún gobierno ha intentado controles directos sobre salarios o precios.

1 Vansteenkiste, Isabel. 2009. “What triggers prolonged inflation regimes? A historical analysis.”
 2 Abrams, Burton A. y James L. Butkiewicz. 2017. “The political economy of wage and price controls: evidence from the Nixon tapes.” Public Choice 170, 67-78
 3 Sowell, Thomas. 2014. Basic economics. Hachette UK.
 4 Williamson, Adrian. 2012. “Farewell to prices and incomes policies: Conservative economic policy-making, 1974-79.” Working Paper, Department of Economic and Social History at the University of Cambridge.



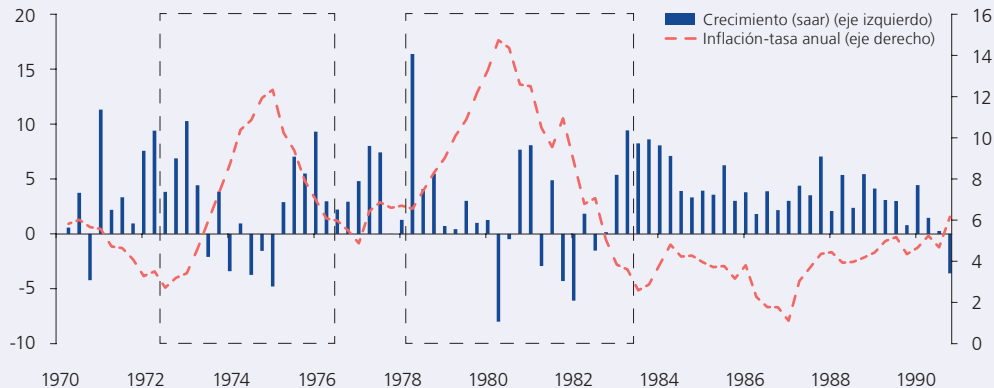
Sin embargo, conviene destacar la presencia de dos choques externos importantes: el alza en el precio de los alimentos y el incremento en el precio del petróleo como consecuencia del embargo de los países exportadores a raíz del conflicto árabe-israelí. Al respecto, Blanchard y Gali (2007)⁵ señalan que el precio del petróleo es una fuente importante de fluctuaciones económicas, aunque su efecto sobre la economía ha disminuido en el tiempo debido a factores tales como menores rigideces salariales, mayor compromiso de los bancos centrales por mantener una baja inflación, y menor participación de petróleo en la economía.



Fuente: OECD.

En el contexto de alza de precios y desaceleración económica, la Fed adoptó inicialmente una postura acomodaticia, para luego ajustar la tasa de política de 5 por ciento a inicios de 1973 a 12 por ciento hacia fines de 1974. Esta respuesta fue más tardía y menos restrictiva que la aplicada por otros países desarrollados, como Alemania, donde el Bundesbank endureció significativamente la política monetaria desde finales de 1972. Aunque la inflación en Estados Unidos se redujo, se mantuvo por encima de 5 por ciento, aproximadamente el doble de la tasa que había prevalecido durante las dos décadas anteriores.

EUA: INFLACIÓN Y CRECIMIENTO 1970-1990
(Variaciones porcentuales)



Fuente: FRED.

5 Blanchard, Olivier J., and Jordi Gali. 2007. "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?."

Autores como Goodfriend (2007)⁶ señalan que esta política de *go-stop*⁷, junto con la creencia en la curva de Phillips de largo plazo, inclinó a los bancos centrales, como la Fed, a realizar políticas más acomodaticias en búsqueda de unas bajas tasas de desempleo. En el mismo sentido, Bryan (2013)⁸, señala que la Fed buscó explotar el *trade-off* de la curva de Phillips buscando menores tasas de desempleo a costa de mayor inflación. Además, durante los 70s', la disminución de la productividad hizo que la Fed sobreestimara el producto potencial no inflacionario (Orphanides, 2003)⁹ lo que también favoreció una política monetaria más acomodaticia.

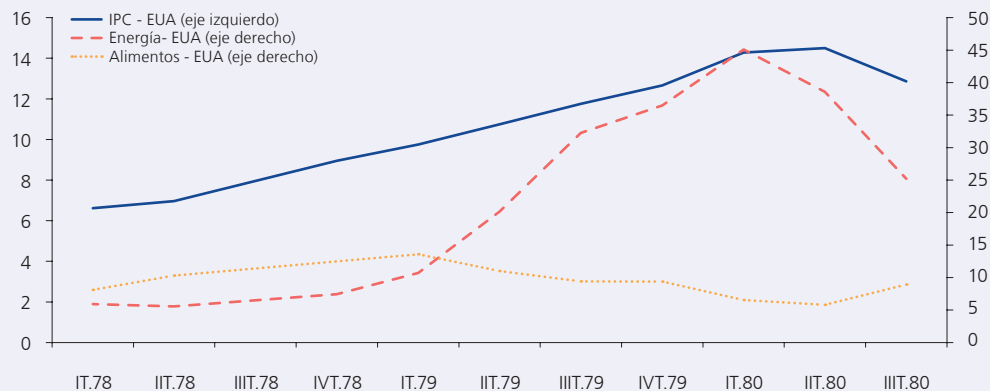
El segundo episodio en Estados Unidos: 1978-79

Tras la elevación de tasas y la desaceleración económica, la inflación se redujo en la segunda mitad de la década, pero a niveles mayores que los que prevalecían en los primeros años de la década del setenta. Muchos procesos de negociación salarial y acuerdos contractuales, mostraban, en esos años, distintos grados de indexación.

A partir de 1979, la inflación volvió a retomar la tendencia al alza impulsada por un nuevo choque de alimentos (resultado de las condiciones climáticas desfavorables) y por una nueva alza en el precio de petróleo, esta vez a raíz de la caída del régimen de Irán y el conflicto entre este país e Irak. Blinder (2009)¹⁰ señala además al alza de las tasas de interés hipotecarias como otro factor importante.

ESTADOS UNIDOS: EPISODIO DE INFLACIÓN DE 1978-1980

(Variación % interanual)



Fuente: OECD.

Frente a este rebrote de la inflación, la acción de la Fed difirió de la respuesta acomodaticia del episodio previo. Bajo la presidencia de Paul Volcker, la Fed desarrolló una estrategia orientada a reforzar su compromiso con una reducción de la inflación y a anclar las expectativas. Para ello, señaló que estaba dispuesto a dejar subir las tasas de corto plazo drásticamente para disminuir la inflación. Luego de dejar

6 Goodfriend, Marvin. 2007. "How the world achieved consensus on monetary policy." *Journal of Economic Perspectives* 21.4: 47-68.
 7 En la fase go los bancos centrales estimulan la economía hasta que se generen preocupaciones por la inflación, luego inicia la fase stop donde el banco central es contractivo para buscar bajar la inflación a la vez que la tasa de desempleo aumenta con rezagos (Goodfriend, 2007).
 8 Bryan, Michael. 2013. "The great inflation." *Federal Reserve History* 22.
 9 Orphanides, Athanasios. 2003. "The quest for prosperity without inflation." *Journal of monetary Economics* 50.3 (2003): 633-663.
 10 Blinder, Alan y Rud, Jeremy. 2013. *The Supply- Shock Explanation of the Great Stagflation Revisited*, National Bureau of Economic Research.





subir la tasa de política hasta en 3 puntos porcentuales durante 1979 y mantenerla estable por unos meses, la Fed permitió una nueva alza de hasta 3 pp (de 14 a 17 por ciento en 1980). Un alza adicional, que ubicó la tasa en 19 por ciento, se realizó a comienzos de 1981. Clarida, Galí y Gertler (2000)¹¹, mediante la estimación de la función de reacción de la tasa de interés de la Fed (reglas de Taylor), encuentran que la respuesta de la tasa de interés a incrementos en la inflación esperada fue mayor en este periodo que en el episodio 1974-1975.

La respuesta de política monetaria tuvo un impacto sobre los precios (la inflación disminuyó de 12,9 por ciento a inicios de 1981 a menos de 3 por ciento en 1983), sobre la actividad económica (el PBI se contrajo en 4,3 y 6,1 por ciento en el primer y segundo trimestre de 1982) y sobre el desempleo (que subió sostenidamente desde el segundo semestre de 1981 y alcanzó un máximo de 10,8 por ciento a fines de 1982). Significó, además, un alza en las tasas de interés internacionales que influyó en la crisis de la deuda en países de América Latina. Con esta acción, la Fed contribuyó a anclar las expectativas de inflación y a reforzar su credibilidad, a pesar de que las expectativas de inflación mantuvieron una marcada volatilidad durante los años ochenta.

TASAS DE INFLACIÓN EUA
(Promedio de la década)*

Década	Inflación promedio	Desviación estándar
1950-1959	2,2	2,2
1960-1969	2,5	1,7
1970-1979	7,4	3,4
1980-1989	5,1	3,2
1991-1999	3,0	1,3

* Calculado a partir de las inflaciones anuales fin de periodo.

La experiencia en otros países desarrollados

Los episodios de alta inflación no fueron exclusivos de Estados Unidos, otros países desarrollados como Reino Unido, Japón y, en menor medida, en Alemania también los presentaron. En estos países, al igual que en Estados Unidos, la inflación empezó a aumentar en la segunda mitad de 1972. En el Reino Unido, la inflación aumentó de 5,8 por ciento en julio de 1972 a 26,9 por ciento hacia agosto de 1975, alcanzando un segundo pico de 21,9 por ciento en mayo 1980. En Japón, la inflación pasó de 5,0 a 24,8 por ciento en febrero de 1974, mientras que en su segundo pico en setiembre de 1980 fue de solo 8,7 por ciento. En comparación con Estados Unidos y el Reino Unido, Japón logró alcanzar niveles de inflación de un dígito mucho antes, en octubre de 1975. En Alemania, aunque la inflación aumentó, esta nunca pasó los dos dígitos.

Como en Estados Unidos, la alta inflación se asoció a aumentos en el precio del petróleo. Nelson y Nikolov (2004)¹² atribuyen este aumento significativo de la inflación: (1) a subestimación del exceso de demanda (estimaciones demasiadas optimistas de la productividad potencial) y (2) a que las autoridades económicas atribuían la inflación a factores no monetarios y proponían el uso de medidas no monetarias para su control (control de precios y salarios), y por lo tanto hubo una demora en reconocer la importancia de la política monetaria para controlar la inflación. En general, el control de la

11 Richard Clarida, Jordi Galí, Mark Gertler (2000), Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory, The Quarterly Journal of Economics, Volume 115, Issue 1, February 2000, Pages 147–180.

12 Nelson, Edward y Klain Nikolov. 2004. "Monetary Policy and Stagflation in the UK." Journal of Money, Credit, and Banking. 36(3), 293-318.

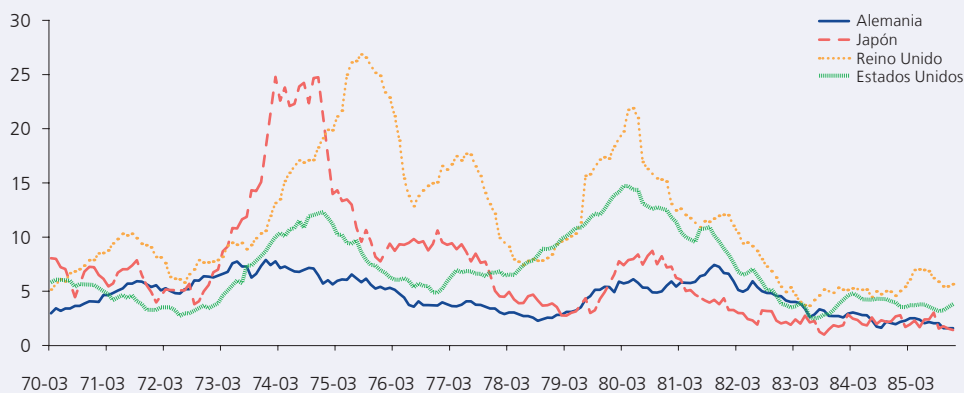
inflación se logró debido a la aceptación de que la inflación fue un fenómeno monetario y al abandono de estas posturas no monetarias (Nelson 2007)¹³.

En el Reino Unido, la alta inflación estuvo también relacionada al alza de los salarios otorgada por el gobierno del partido Laboralista. Las autoridades implementaron controles de precios con el objetivo de reducir la inflación afectando los precios de algunos productos o los costos de producción, durante 1966-1967 y 1972-1974, (Nelson y Nikolov 2004). La política monetaria respondió más fuertemente a la inflación después de 1979, en comparación a los 70s. Esto, en parte, debido al abandono de una postura de que la inflación fue un fenómeno no monetario (Nelson 2004)¹⁴.

En Japón, desde julio de 1978 se anunció la proyección de crecimiento de la oferta de dinero (M2) y certificados de depósitos (CD). Esta proyección fungió de indicador de la intención de política monetaria del Banco de Japón. El crecimiento de M2+CD se redujo de 22,7 por ciento en 1973 a valores cercanos a 11 por ciento en 1978. Asimismo, se eliminaron las restricciones en las tasas de interés de los depósitos y de la emisión de bonos, que estaban dadas por la tasa de descuento oficial más un margen de 0,25 por ciento. Esta flexibilidad favoreció la transmisión de la política monetaria (Yoshio 1981)¹⁵.

Asimismo, en Alemania la transición a un sistema de tipo de cambio flexible en marzo de 1973 dio mayor control al Bundesbank sobre las condiciones monetarias domésticas. En diciembre de 1974, el Bundesbank fue el pionero en el pre-anuncio de metas de crecimiento anual de dinero (Issing 2005)¹⁶. Beyer y otros (2009)¹⁷ encuentran evidencia que en comparación con Estados Unidos y el Reino Unido la regla de política monetaria del Bundesbank mostró una fuerte respuesta a las desviaciones de la inflación con respecto a su meta. Es así que, una rápida respuesta y una política monetaria más restrictiva le permitió al Reino Unido una mejor gestión de la inflación.

INFLACIÓN EN PAÍSES DESARROLLADOS (Variaciones porcentuales interanuales)



Fuente: FMI.

- 13 Nelson, Edward. 2007. "The Great Inflation and Early Disinflation in Japan and Germany." *International Journal of Central Banking* 3(4), 23-76.
- 14 Nelson, Edward. 2004. "The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?" *The Federal Reserve Bank of St. Louis Working Papers* 2004-001.
- 15 Yoshio, Suzuki. 1981. "Why Is the Performance of the Japanese Economy So Much Better?" *The Journal of Japanese Studies* 7 (2), 403-413.
- 16 Issing, Otmar. 2005. "Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. March/April, Part 2, 329-336.
- 17 Beyer, Andreas, Vítor Gaspar, Chirstina Gerberding y Otmar Issing. 2009. "Opting Out of The Great Inflation: German Monetary Policy After The Break Down of Bretton Woods." *ECB Working Papers* N° 1020.





Lecciones de Política Monetaria

Esta época brindó importantes lecciones para el diseño de la política monetaria. Con estas experiencias se reconoció el rol de las expectativas y su necesaria incorporación en los modelos macroeconómicos, así como la importancia para los bancos centrales de mantener la credibilidad y de realizar políticas consistentes en el tiempo, es decir, políticas que no sacrifiquen la prosperidad de largo plazo por ganancias de corto plazo (Goodfriend, 2007). Además, se entendió que si los bancos centrales no responden oportunamente a incrementos de expectativas de inflación (principio de Taylor), va a ser más difícil controlar la inflación en el futuro. Asimismo, si para contener la inflación se optan por políticas no monetarias como el control de precios/salarios esto puede generar distorsiones serias en la economía.

II. Balanza de pagos

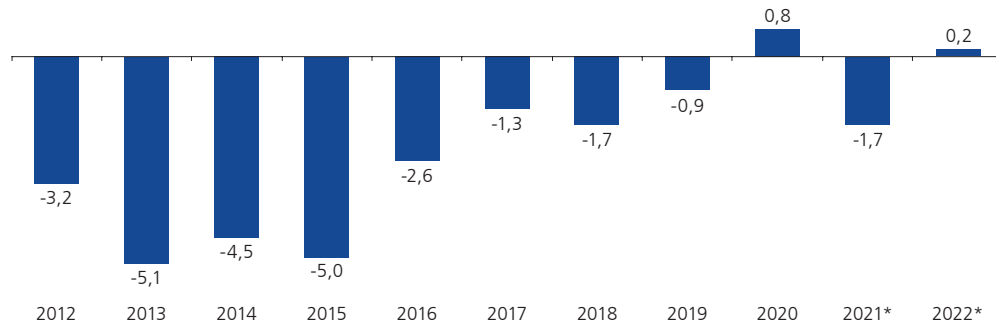
Cuenta corriente

18. El déficit de la **cuenta corriente** de la balanza de pagos fue 3,3 por ciento del PBI en el primer semestre de 2021 (US\$ 3 589 millones), resultado mayor en 2,9 puntos porcentuales del producto al de igual periodo de 2020 y en 1,0 por ciento al de 2019. Esta evolución respondió al incremento de las importaciones y el déficit de la renta de factores, en línea con la recuperación de la demanda interna, el encarecimiento de los fletes internacionales, así como por la contracción de los ingresos en viajes debido a la lenta recuperación del turismo receptivo. Por otro lado, la balanza comercial mostró un alto superávit, con un avance significativo del valor de las exportaciones, reflejo de los altos precios de los *commodities* exportados y el mayor volumen embarcado de productos agropecuarios y pesqueros. Por último, las transferencias corrientes mantuvieron la tendencia positiva debido a la reanudación de actividades en los principales países de los que provienen las remesas, ante la recuperación de la actividad mundial.

Bajo el escenario internacional favorable antes descrito, se proyecta que el **resultado de la cuenta corriente** registre un déficit de 1,7 por ciento del PBI en 2021 y un superávit de 0,2 por ciento del PBI en 2022 (superávit de 0,2 y 1,8 por ciento del producto, respectivamente, en el Reporte previo). La revisión a la baja de 2021 se explica por el mayor déficit de la renta de factores, dada la mejor evolución observada en el año de las utilidades de empresas de inversión directa extranjera (IDE), y las importaciones de bienes y servicios, impulsadas por los precios de importación más altos y la revisión al alza en el dinamismo de la demanda interna. Asimismo, impactaría en la cuenta de servicios el incremento de los costos de fletes internacionales. En un escenario de continuidad de la recuperación económica global, la balanza comercial continuaría superavitaria, aunque en un monto menor en relación al proyectado en el Reporte de junio. La corrección a la baja del superávit de la cuenta corriente en 2022 se sustenta en las mayores compras al exterior y la ampliación del déficit proyectado por renta de factores y servicios, respecto al Reporte previo.



Gráfico 22
CUENTA CORRIENTE: 2012-2022
 (Porcentaje del PBI)



* Proyección.

19. La **cuenta financiera** ascendió a 3,5 por ciento del PBI (US\$ 3 893 millones) en el primer semestre de 2021, menor en 0,5 y 3,2 puntos porcentuales del producto al de igual periodo de 2020 y 2019, respectivamente. La reducción respecto a 2020 se explica principalmente por el flujo de capitales de corto plazo negativo, asociado a la venta de activos locales y externos y al incremento de la demanda de moneda extranjera, en un clima de incertidumbre política.

La proyección de la cuenta financiera en 2021 incorpora mayor financiamiento del sector público, un incremento más alto de la IDE en el país por mayores utilidades privadas y una menor liquidación de la inversión de cartera en activos locales. Por otro lado, hacia el cuarto trimestre del año, se esperaría una menor venta de activos externos por parte de las AFP para cubrir los retiros aprobados de sus afiliados, con un reinicio de sus inversiones en el exterior.

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

	2019	2020	2021*			2022*	
			I Sem.	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-2 154	1 583	-3 589	410	-3 806	4 441	420
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>-3,3</i>	<i>0,2</i>	<i>-1,7</i>	<i>1,8</i>	<i>0,2</i>
1. Balanza comercial	7 118	8 228	5 534	16 630	14 969	19 741	17 635
a. Exportaciones	48 224	42 941	28 126	60 254	60 658	64 143	64 346
<i>De las cuales:</i>							
i) Tradicionales	34 258	29 937	20 842	44 346	44 486	46 857	46 716
ii) No Tradicionales	13 812	12 883	7 194	15 795	15 981	17 006	17 312
b. Importaciones	-41 106	-34 713	-22 592	-43 625	-45 689	-44 401	-46 712
2. Servicios	-3 152	-4 170	-2 795	-5 040	-5 834	-4 632	-5 240
3. Renta de factores	-9 838	-6 546	-8 220	-14 761	-16 775	-14 422	-15 998
4. Transferencias corrientes	3 718	4 071	1 892	3 582	3 833	3 754	4 023
Del cual: Remesas del exterior	3 326	2 939	1 693	3 227	3 455	3 388	3 627
II. CUENTA FINANCIERA 1/	10 348	4 808	774	-1 117	2 058	-1 879	1 005
1. Sector privado	5 949	-5 010	-4 257	-8 302	-8 379	-3 759	-1 876
a. Largo plazo	4 039	-1 096	8 788	1 566	5 892	-3 359	-1 876
b. Corto plazo 1/	1 910	-3 914	-13 045	-9 868	-14 271	-401	0
2. Sector público 2/	4 399	9 818	5 031	7 185	10 437	1 880	2 882
III. VARIACIÓN DE RIN	8 195	6 391	-2 815	-707	-1 748	2 562	1 425

1/ Incluye errores y omisiones netos, y efecto valuación de Reservas Internacionales Netas (RIN).

2/ Incluye inversión de portafolio en bonos soberanos por no residentes.

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

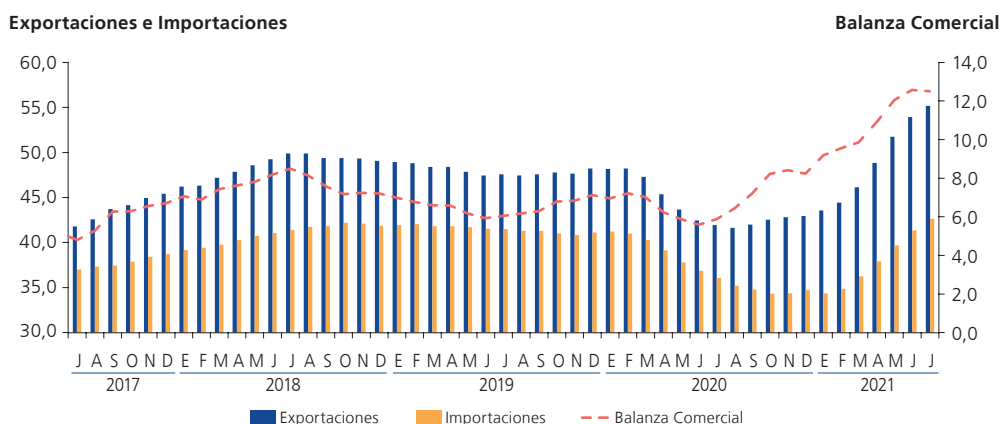
Por su parte, para **2022** se proyecta un mayor ritmo de inversión de cartera en el exterior, con el retorno de compras de activos por parte de las AFP y la continuidad en las inversiones de los fondos mutuos; en una coyuntura internacional de normalización luego de mitigado el impacto del COVID-19 en la economía mundial, con una menor incertidumbre y un incremento gradual de las tasas de interés de largo plazo.

20. El superávit de la **balanza comercial** alcanzó US\$ 5 534 millones en el primer semestre de 2021, monto superior en US\$ 4 354 millones al registrado en el mismo periodo de 2020 (US\$ 1 180 millones) y mayor en US\$ 2 815 millones a similar semestre de 2019 (US\$ 2 719 millones). El avance corresponde al aumento de las exportaciones desde US\$ 17 142 millones en el primer semestre de 2020 a US\$ 28 126 millones en el periodo de análisis, principalmente como resultado de las cotizaciones más altas de metales industriales (cobre y zinc). Asimismo, influyó positivamente el mayor volumen exportado de productos agropecuarios y pesqueros, asociado a la mayor captura de anchoveta en la primera temporada de pesca de 2021, así como a la tendencia ascendente del embarque de frutas, reflejo del incremento de la demanda mundial.

Con esta evolución se proyecta que la balanza comercial alcanzaría un superávit de US\$ 14 969 millones en **2021**, menor en US\$ 1 661 millones al del Reporte previo. Esta corrección se explica principalmente por el incremento del valor de las importaciones, asociado a un valor registrado en el primer semestre del año por encima de lo previsto. Para **2022**, se espera un superávit comercial de US\$ 17 635 millones, monto menor en US\$ 2 107 millones al proyectado en el Reporte previo, reflejo del mayor crecimiento de las importaciones respecto al de los embarques exportados.

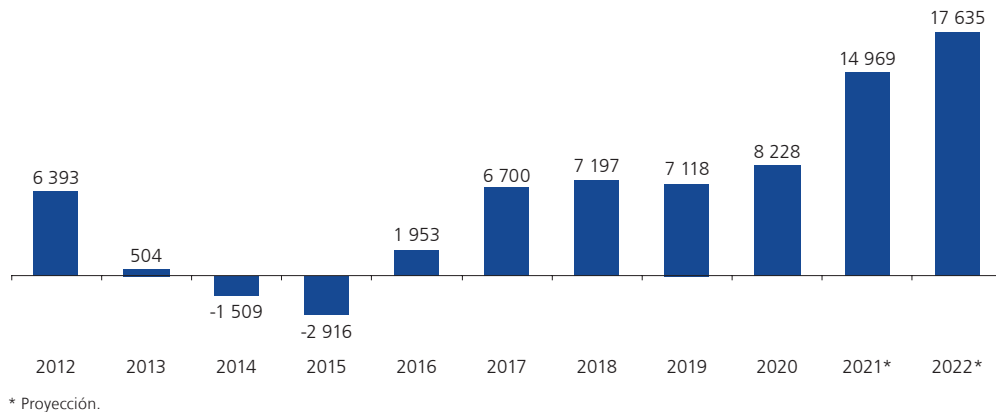
La proyección de los volúmenes exportados en 2021 y 2022 refleja el desempeño favorable de la producción primaria ante los mayores flujos comerciales a nivel internacional, en línea con la reactivación del comercio exterior de los principales socios comerciales y un mejor control de la pandemia. Por su parte, la recuperación del valor de las importaciones de 2021 se explicaría principalmente por los volúmenes registrados en el primer semestre del año por encima de lo previsto, en línea con el mayor crecimiento de la demanda interna, y por los más altos precios de importación de alimentos, petróleo e insumos industriales. Hacia 2022 las mayores importaciones se registrarían en los rubros de principales alimentos, insumos industriales y bienes de consumo no duradero.

Gráfico 23
BALANZA COMERCIAL, EXPORTACIONES E IMPORTACIONES
(Acumulado últimos doce meses - Miles de millones de US\$)



Los precios promedio de exportación estarían sustentados en las altas cotizaciones de *commodities* industriales aunque con una tendencia a moderarse, mientras que los de importación se reducirían en el horizonte de proyección reflejo de la estabilización del precio del petróleo y la demanda de otras fuentes de energía renovable.

Gráfico 24
BALANZA COMERCIAL
(Millones de US\$)



21. Las **exportaciones** ascendieron a US\$ 28 126 millones en el primer semestre de 2021, lo que representó un incremento de US\$ 10 984 millones (64,1 por ciento) con respecto al resultado alcanzado en el mismo periodo de 2020. Esto se explica por las mayores exportaciones de productos tradicionales (74,5 por ciento), destacando la harina de pescado y el cobre; y, en menor magnitud, por las no tradicionales (40,2 por ciento), como agropecuarios, químicos, pesqueros, textiles y siderometalúrgicos.

Para **2021**, el valor de las exportaciones se revisa al alza y estaría sustentado por los mayores precios de productos tradicionales mineros. Este factor se explica por la aceleración en el ritmo de expansión de la actividad manufacturera mundial, que ha generado un súper ciclo de metales industriales, asociado a un conjunto de acciones orientadas a un crecimiento ambientalmente sostenible de transición energética mundial y descarbonización de actividades económicas, que favorecerían la producción de bienes e infraestructura con tecnología de energía limpia y renovable. En el mismo sentido, la proyección de los volúmenes embarcados contribuiría positivamente, destacando el envío de los productos no tradicionales.

En **2022** se esperaría un crecimiento en el embarque de productos no tradicionales y volúmenes exportados de productos tradicionales, similar al considerado en el Reporte de junio, en un escenario de recuperación de la oferta minera local y la normalización del comercio exterior con un masivo proceso mundial de vacunación contra el COVID-19.

22. Las **importaciones** sumaron US\$ 22 592 millones en el primer semestre de 2021, lo que representó un incremento de US\$ 6 630 millones (41,5 por ciento) con respecto a igual periodo de 2020. Este resultado se explica por la aceleración de la demanda local, estimulada por el crecimiento de la inversión pública y privada, así como por la recuperación del precio del petróleo, insumos industriales y alimentos.

Para 2022 se prevé un mayor crecimiento de los volúmenes de importación y una normalización de los precios internacionales respecto al año previo. La caída prevista de los precios promedio de importación estaría sustentada principalmente en la estabilización del precio del petróleo, así como de los alimentos.

Cuadro 10
BALANZA COMERCIAL
(Variaciones porcentuales reales)

	2020	2021*				2022*	
		1er Sem.21 respecto a: 1er Sem.20	1er Sem.19	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
1. Valor:							
Exportaciones	-11,0	64,1	22,8	42,1	41,3	6,5	6,1
<i>Productos tradicionales</i>	-12,6	74,5	27,6	50,8	48,6	5,7	5,0
<i>Productos no tradicionales</i>	-6,7	40,2	10,8	22,6	24,0	7,7	8,3
Importaciones	-15,6	41,5	11,9	25,9	31,6	1,8	2,2
2. Volumen:							
Exportaciones	-14,1	22,1	-5,9	12,4	11,0	5,4	5,2
<i>Productos tradicionales</i>	-18,5	19,1	-11,0	11,6	9,4	5,9	5,8
<i>Productos no tradicionales</i>	-1,7	30,8	8,8	15,2	15,6	5,0	5,0
Importaciones	-11,1	26,0	5,6	12,6	15,5	3,6	4,7
3. Precio:							
Exportaciones	3,7	34,4	30,4	26,3	27,2	1,0	0,9
<i>Productos tradicionales</i>	7,2	46,5	43,4	35,1	35,8	-0,2	-0,8
<i>Productos no tradicionales</i>	-5,1	7,1	1,8	6,4	7,3	2,5	3,1
Importaciones	-5,0	12,4	5,9	11,8	13,9	-1,7	-2,4

* Proyección.

Términos de intercambio

23. Los términos de intercambio se incrementaron en 19,5 por ciento en el primer semestre de 2021, impulsados por los valores máximos que alcanzó la cotización del cobre tras el progresivo avance del proceso de vacunación global y la continuación de la recuperación de la economía global.

Para 2021 se registraría una expansión de 11,7 por ciento en los términos de intercambio, menor a la proyectada en el Reporte de junio (13,0 por ciento). Esta revisión corresponde al mayor incremento proyectado del precio promedio de importación, sustentado en las cotizaciones más altas de petróleo y de alimentos como trigo y aceite de soya. Ello compensaría la revisión al alza en los precios de exportación. Asimismo, la proyección actual incorpora una ligera corrección a la baja respecto al precio promedio del cobre previsto en el Reporte previo, de US\$/lb 4,4 a US\$/lb 4,2, pero que mantiene las ganancias acumuladas observadas en el periodo, sustentando la tendencia positiva.

El ritmo de crecimiento anual de los términos de intercambio se moderaría en 2022 con una tasa de expansión de 3,3 por ciento, superior a la proyectada en el Reporte de junio. El ciclo favorable de los *commodities* mantiene las perspectivas positivas de la cotización del cobre y una tendencia alcista en el resto de metales industriales, aunque con una contracción en el precio de exportación del oro. Se incorpora una caída en el precio del petróleo y maíz en 2022, respecto al promedio del año previo. Con esta evolución, se acumularían tres años consecutivos de incremento en los términos de intercambio.



Gráfico 25
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
 (Variación porcentual acumulada 12 meses)

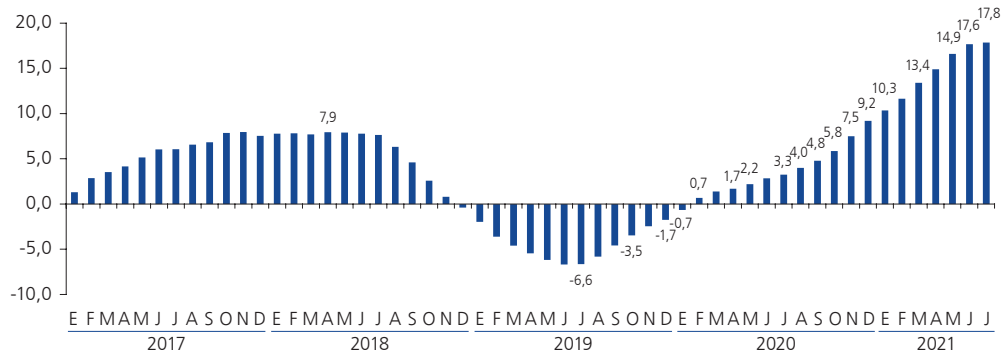
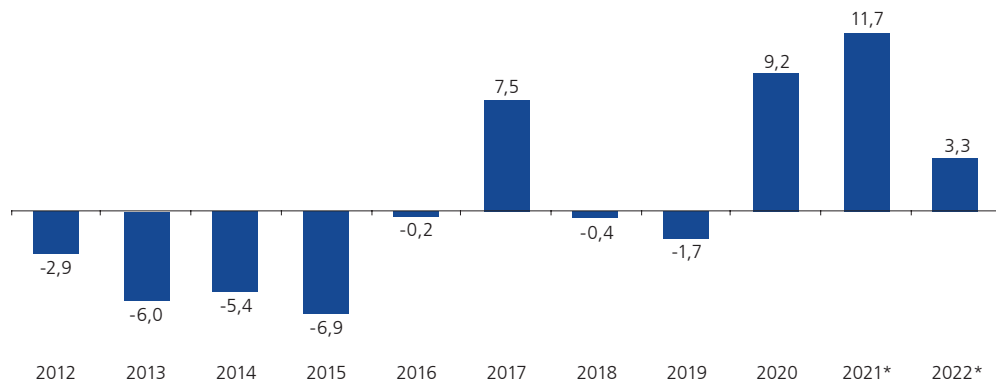


Gráfico 26
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2012-2022
 (Variación porcentual promedio anual)



* Proyección.

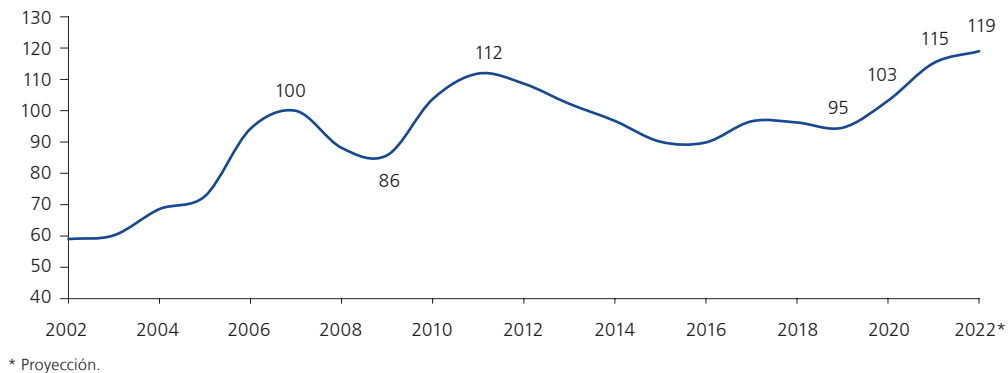
Cuadro 11
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2020-2022

	2020	2021*			2022*	
		1er Sem.21	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
Términos de intercambio						
Var % anual (promedio)	9,2	19,5	13,0	11,7	2,8	3,3
Precios de Exportaciones						
Var % anual (promedio)	3,7	34,4	26,3	27,2	1,0	0,9
Cobre (ctv US\$ por libra)	280	412	438	419	447	424
Zinc (ctv US\$ por libra)	103	128	132	132	135	135
Plomo (ctv US\$ por libra)	83	94	97	100	100	102
Oro (US\$ por onza)	1770	1806	1815	1794	1834	1781
Precios de Importaciones						
Var % anual (promedio)	-5,0	12,4	11,8	13,9	-1,7	-2,4
Petróleo (US\$ por barril)	39	62	62	65	60	63
Trigo (US\$ por TM)	186	240	250	253	250	267
Maíz (US\$ por TM)	137	231	239	232	216	216

* Proyección.

Incorporando la proyección actual, el nivel de los términos de intercambio entre 2020 y 2022 sería el mayor en por lo menos los últimos 20 años, superando el alcanzado en 2011.

Gráfico 27
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2002-2022
(Índice 100 = 2007)



Financiamiento externo

24. El **financiamiento externo de largo plazo del sector privado** sumó US\$ 8 788 millones en el primer semestre de 2021, monto mayor en US\$ 9 597 millones al obtenido en igual periodo de 2020 y superior en US\$ 7 300 millones al registrado en similar semestre de 2019. Este resultado se explica por la mayor venta de activos de cartera externa, principalmente de las AFP para atender los retiros autorizados y de fondos mutuos. Por su parte, el flujo de **capitales de corto plazo** fue negativo en US\$ 13 045 millones en el primer semestre del año.

La proyección para **2021** considera una revisión al alza del financiamiento externo de largo plazo del sector privado, asociado al incremento de la inversión directa extranjera en el país (IDE) y a la reducción de la inversión de cartera en el exterior –con tendencia a regularizarse al cierre del periodo. Adicionalmente, contribuiría la mayor inversión extranjera de cartera en el país. La cuenta financiera de corto plazo, por su parte, reflejaría un flujo negativo de capitales en las cuentas del sector no financiero, asociado a los mayores depósitos en el exterior de las familias y empresas no financieras en un contexto de incertidumbre.

La IDE de 2021 mostraría una tendencia positiva como la principal fuente de financiamiento, impulsada principalmente por el incremento en la reinversión de utilidades, en línea con la evolución de los precios de exportación y la aceleración en la recuperación de la actividad local. La reducción de la inversión de cartera en el exterior se explica por la venta de activos financieros por parte de las AFP observada en lo que va del año, dados sus requerimientos de liquidez para atender los retiros de sus afiliados. Se estima que el reinicio de la inversión en activos externos de las AFP y fondos mutuos sea hacia finales del año, con mejores rendimientos de los activos externos producto de la recuperación del crecimiento mundial y del avance de la vacunación. Por su parte, la recuperación de la inversión extranjera de cartera en el país incorpora un menor ritmo de salidas de capitales de renta variable -reflejo de la corrección de los precios de las acciones- y menor ritmo





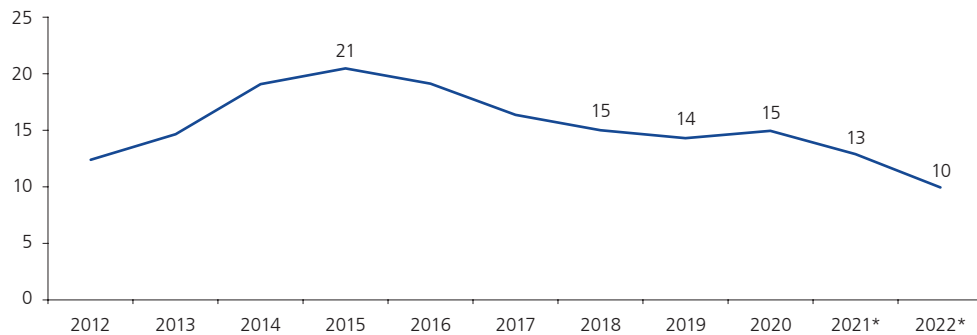
de entrada de capitales de renta fija, en un contexto en donde la inestabilidad política se reduciría gradualmente. Asimismo, se esperaría similar ritmo de amortizaciones, en una coyuntura de mayor preferencia por financiamiento local.

Cuadro 12
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO
(Millones de US\$)

	2020	2021*			2022*	
		I Sem.	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
SECTOR PRIVADO (A + B)	-5 010	-4 257	-8 302	-8 379	-3 759	-1 876
Porcentaje del PBI	-2,4	-3,9	-3,7	-3,8	-1,5	-0,8
A. LARGO PLAZO	-1 096	8 788	1 566	5 892	-3 359	-1 876
1. ACTIVOS	175	5 613	907	2 012	-3 727	-3 194
2. PASIVOS	-1 270	3 174	659	3 881	368	1 317
Inversión directa extranjera en el país	1 382	3 931	5 236	6 631	4 162	5 111
Préstamos de Largo Plazo	-3 367	-1 383	-2 613	-3 151	-4 318	-4 317
Inversión de cartera	715	626	-1 964	401	523	523
B. CORTO PLAZO 1/	-3 914	-13 045	-9 868	-14 271	-401	0

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

Gráfico 28
**SALDO DE DEUDA EXTERNA PRIVADA
DE MEDIANO Y LARGO PLAZO: 2012 - 2022**
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

La proyección para **2022** asume una corrección al alza en el financiamiento externo de largo plazo del sector privado, en comparación a lo previsto en el Reporte de junio. Ello se sustentaría en la mayor reinversión, en línea con las utilidades proyectadas para dicho año. El escenario de proyección asume la recuperación de la inversión de cartera en el exterior por parte de las AFP y un progresivo incremento de la inversión de cartera en el país por parte de los no residentes, así como un flujo nulo de capitales de corto plazo. Todo ello se daría bajo un escenario de estabilidad macroeconómica, política y social, con mayor control de la pandemia tras el avance de la vacunación local.

25. La **cuenta financiera pública** fue positiva en US\$ 5 031 millones en el primer semestre de 2021, mayor en US\$ 970 millones respecto a similar periodo de 2020 y menor en US\$ 710 millones al observado en 2019. En el primer semestre del año destaca la

emisión, a inicios de marzo, de bonos globales en dólares a 10, 20 y 30 años por un total de US\$ 4 000 millones y la emisión de bonos globales en euros a 10 años por € 850 millones (equivalentes a US\$ 1 022 millones). Asimismo, se registró mayores créditos con organismos internacionales, lo que supuso un desembolso de US\$ 400 millones en junio, producto de un crédito concertado con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) en marzo. Por último, Petroperú colocó US\$ 1 000 millones a inicios de febrero de 2021 mediante la reapertura del bono con vencimiento en 2047, con la finalidad de financiar el proyecto de modernización de la refinería de Talara. Todo ello compensó las ventas de bonos soberanos de no residentes por US\$ 1 905 millones.

La cuenta financiera pública de 2021 ha sido revisada al alza por los desembolsos de libre disponibilidad observados en el segundo trimestre del año, así como los proyectados hacia el cierre del periodo. Por su parte, se prevé una reducción en la venta de bonos soberanos adquiridos por no residentes hacia el tercer y cuarto trimestre del año. Al cierre del horizonte de proyección, aumentaría la cuenta financiera pública respecto al Reporte previo, asociado a los mayores desembolsos de libre disponibilidad, en un escenario en donde se iría reduciendo la incertidumbre global y local, luego de controlados los efectos negativos en la economía del COVID-19 con un proceso de vacunación masivo.

Cuadro 13
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO
(Millones de US\$)

	2020	2021*			2022*	
		I Sem.	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
I. Desembolsos^{1/}	9 977	6 571	8 137	10 759	710	2 210
II. Amortización	-935	-210	-560	-507	-1 165	-1 189
III. Activos externos netos	-288	94	-86	102	-140	-140
IV. Otras operaciones con títulos de deuda (IV = a - b)	1 064	-1 424	-306	84	2 475	2 000
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	1 565	-1 905	-580	-502	2 475	2 000
b. Bonos globales adquiridos por residentes	501	-480	-273	-586	0	0
V. TOTAL (V = I+II+III+IV)	9 818	5 031	7 185	10 437	1 880	2 882

1/ Incluye bonos.

* Proyección.

26. 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. Adicionalmente a los niveles de respaldo elevados gracias a la acumulación preventiva de reservas internacionales, Perú cuenta con una línea de crédito automática de libre disponibilidad (FCL) del FMI por aproximadamente US\$ 11,4 mil millones para hacer frente a eventuales contingencias.

Cuadro 14
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2017	2018	2019	2020*	2021*	2022*
Reservas Internacionales como porcentaje de:						
a. PBI	29,7	26,7	29,6	36,4	32,9	31,5
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	414	343	498	540	430	438
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	351	281	431	610	351	449

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

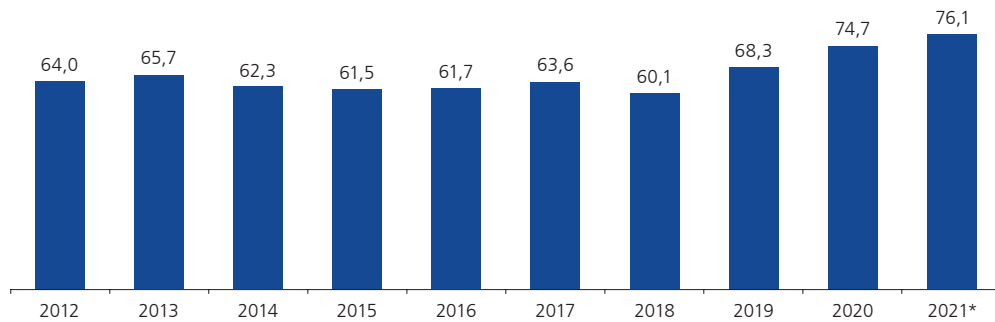
* Proyección.





27. Al 10 de setiembre, las **Reservas Internacionales Netas (RIN)** han aumentado en US\$ 1 407 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en US\$ 76 114 millones. Este resultado se explica en parte por el incremento en US\$ 1 940 millones de los depósitos del sistema financiero en el BCRP. Por otra parte, el 23 de agosto se registró ingresos por asignaciones de Derechos Especiales de Giro (DEG) que ascendieron a US\$ 1 815,5 millones, lo que se refleja en un aumento del nivel de Reservas Internacionales.

Gráfico 29
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2012 - 2021
(Miles de millones de US\$)



* Al 10 de setiembre.

Recuadro 3

IMPORTACIONES DE ALIMENTOS, ACUERDOS COMERCIALES Y PRECIOS DE ALIMENTOS

En este Recuadro se describen las importaciones de alimentos y el rol de los acuerdos comerciales en el nivel de los precios de estos alimentos en el país.

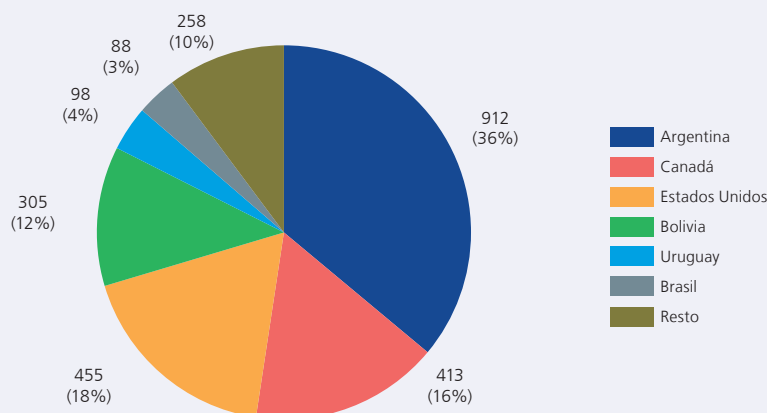
Entre los principales alimentos que importa el Perú destacan la soya, el maíz, el trigo, el arroz, el azúcar y los productos lácteos. En 2020, el valor FOB importado de estos productos fue US\$ 2 529 millones, equivalente al 7,3 por ciento de las importaciones totales de bienes (y 46,5 por ciento de las importaciones de bienes de consumo no duradero). Los principales países de origen de estos alimentos son Argentina (principalmente maíz, soya y trigo), Canadá (trigo) y Estados Unidos (soya, maíz, productos lácteos y trigo).

Las importaciones de alimentos y los acuerdos comerciales

El 99 por ciento de estas importaciones de alimentos proviene de países con los cuales el Perú tiene acuerdos comerciales vigentes (US\$ 2 498 millones). Por ejemplo, en el caso de la soya, los principales países de origen son Bolivia (33 por ciento), Argentina (33 por ciento) y Estados Unidos (25 por ciento). En maíz, el 81 por ciento de las importaciones proviene de Argentina. En trigo, el 80 por ciento de las importaciones tuvo como origen Canadá. Por su parte, los principales países de origen de las importaciones de arroz son Uruguay y Brasil (97 por ciento entre ambos).

IMPORTACIONES DE PRINCIPALES ALIMENTOS EN 2020, SEGÚN PAÍS DE ORIGEN

(Valor FOB en millones de US\$; estructura porcentual nominal entre paréntesis)



Fuente: SUNAT.

La tasa arancelaria ad-valorem para estos productos es de 0 por ciento¹⁸, teniendo en cuenta los países de origen de las importaciones. Por consiguiente, los montos pagados por aranceles en la importación de estos productos fueron nulos en 2020, lo cual reduce el nivel de precios con el cual estos productos son internados en el país. Asimismo casi todas las importaciones de estos alimentos provienen de países con los cuales Perú tiene acuerdos comerciales. Bajo los acuerdos comerciales bilaterales, nuestras exportaciones no están sujetas a los aranceles del país de destino al igual que las importaciones de bienes provenientes de dichos países tampoco están sujetos a nuestros aranceles.

18 Excepto para 3 partidas relacionadas al maíz que cuentan con un arancel de 6 por ciento. Estas 3 partidas son: 1108.12.00.00 (almidón de maíz), 1108.13.00.00 (fécula de papa) y 3505.10.00.00 (dextrina y demás almidones y féculas modificadas).



**PORCENTAJE DE ARANCEL LIBERADO POR PAÍS DE ORIGEN DE PRINCIPALES ALIMENTOS***

(%)

	Aceite de soya	Frijol de soya	Torta de soya	Arroz	Azúcar ^{1/}	Maíz	Trigo
Argentina	100	100	100	100	100	100	100
Canadá	100	100	100	56	100	100	100
Estados Unidos	100	100	100	100	100	100	100
Bolivia	100	100	100	100	100	100	100
Uruguay	100	100	100	100	100	100	100
Brasil	100	100	100	100	100	100	100
Paraguay ^{2/}	100	100	100	100	100	100	100
Colombia	100	100	100	100	100	100	100

Representa el porcentaje liberado respecto al arancel base establecido en los acuerdos comerciales con dichos países. Algunos de estos países y productos están sujetos al Sistema de Franjas de Precios.

* Considera las principales partidas arancelarias importadas de dichos productos.

^{1/} Acuerdo con Mercosur no especifica azúcar (partida 1701999000), impuesto ad valorem actual es 0%.

^{2/} El aceite de soya es considerado por Paraguay como producto patrimonio histórico, por lo que tenía un tratamiento especial de desgravación, el cual culminó en 2012.

Fuentes: SUNAT, Sistema de Información sobre Comercio Exterior (SICE) - Organización de Los Estados Americanos.

En el caso particular de las importaciones de maíz amarillo duro, arroz, azúcar y leche, Perú utiliza un sistema de franja de precios (SFP), que aplica derechos variables adicionales (cuando el precio de referencia de importación internacional está por debajo del precio piso de la franja) o rebajas al arancel ad-valorem (cuando el precio de referencia internacional supera el precio techo de la franja).¹⁹ A julio de 2021, dados los niveles de precios internacionales relativamente altos, no hay aplicación de derechos adicionales para maíz, azúcar y leche (sí para arroz desde dicho mes, con derechos equivalentes aproximadamente al 2 por ciento del precio de referencia).

El comercio con otros países permite a los consumidores peruanos beneficiarse de menores precios respecto a lo que costaría producirlo localmente y, de igual forma, permite al mundo consumir productos peruanos a menores precios. De esta manera, las compras de alimentos provenientes del exterior complementan a la oferta de origen nacional considerando las ventajas comparativas en la producción de cada cultivo. De acuerdo al Ministerio de Desarrollo Agrario y Riego, en el caso de la soya, casi toda la oferta proviene del exterior. Asimismo, alrededor del 90 por ciento del consumo de trigo se satisface con producción de origen importado. En el caso del maíz amarillo duro, la participación de productos de origen local en el consumo nacional representa alrededor del 25 por ciento.

El incremento de los precios internacionales de los alimentos a nivel global afecta a los precios internos de productos importantes dentro de la canasta básica. Por ejemplo, uno de los productos que está sujeto al SFP es el maíz, insumo principal para la producción de carne de pollo, cuya cotización internacional se incrementó en 49,5 por ciento entre enero y julio de 2021. Se estima que ello habría generado un incremento acumulado de 12,7 por ciento en el precio del pollo durante 2021, incluso en la ausencia de la aplicación de derechos adicionales.

19 El derecho o rebaja arancelaria se calcula como la diferencia simple entre el precio piso y el precio de referencia (derecho arancelario), o entre el precio de referencia y el precio techo (rebaja arancelaria). Para asegurar que se cumpla con los acuerdos internacionales, la suma de los "Derechos variables adicionales" más los derechos Ad-valorem CIF de importación están limitados. Por ejemplo, el monto total de los derechos no podrá exceder el 20 por ciento del valor CIF de la mercancía que se importa bajo el SFP hasta el 31 de diciembre de 2021 y de 15 por ciento desde el 1 de enero de 2022. Cabe resaltar que el SFP no se aplica a todos los países. Por ejemplo, los países pertenecientes a la Comunidad Andina de Naciones – CAN (Bolivia, Colombia y Ecuador) no están sujetos a la aplicación del SFP y Estados Unidos cuenta con preferencias en la aplicación del SFP.

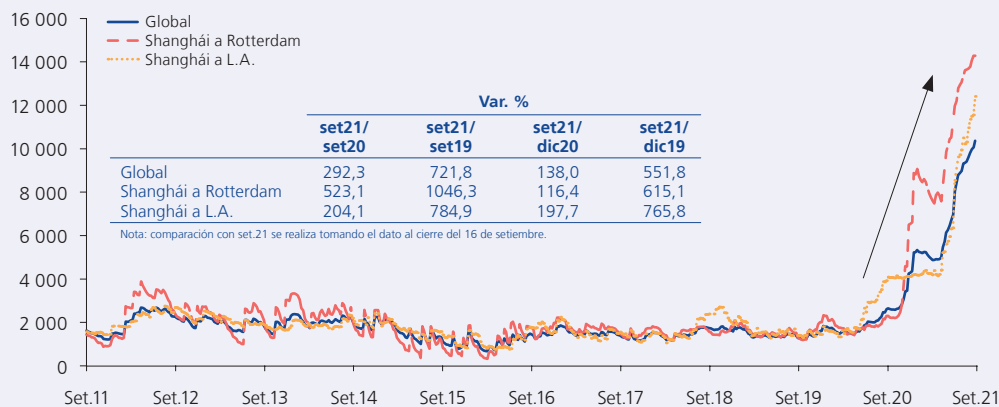
Recuadro 4 INCREMENTO DE COSTOS DE TRANSPORTE MARÍTIMO GLOBAL

La pandemia global generó una serie de dificultades en el transporte marítimo que se reflejaron, entre otros factores, en el aumento de costo de fletes. Lo que se suponía sería un choque de corto plazo, ha persistido e incluso se ha acentuado en los últimos meses. El presente Recuadro explica los desequilibrios existentes en el transporte marítimo de mercancías, los factores (coyunturales y estructurales) que los originan y las perspectivas de corto y mediano plazo.

Elevación de costos de transportes

Los costos de transporte marítimo han mostrado una sostenida y marcada tendencia al alza a nivel global. Así, por ejemplo, la tarifa promedio de transporte marítimo de un contenedor de 40 pies ha alcanzado los US\$ 10 000 en setiembre de 2021, casi 7 veces el valor registrado en setiembre de 2019 (2,9 veces respecto a 2020). El aumento de los costos se intensifica en aquellas rutas cuyo punto de origen es China: en lo que va del año, la tarifa de transporte se ha más que duplicado en los viajes con destino a Europa y América del Norte. De acuerdo con el Drewry's World Container Index, el costo de transporte en las rutas que parten de Shanghái a Rotterdam alcanzaron los US\$ 14 294 a mediados de setiembre de 2021 (aumento de 116,4 por ciento en el año), mientras que aquellas con destino a Los Ángeles registraron tarifas de US\$ 12 424 (aumento de 197,7 por ciento en el año).

DREWRY'S CONTAINER INDEX*
(US\$ por contenedor de 40 pies)



* Datos al 16 de setiembre.
Fuente: Drewry.

Asimismo, el *Baltic Dry Index*²⁰ subió a un pico de más de 11 años debido al aumento de la demanda de todos los tamaños de embarcaciones. A la segunda semana de setiembre, ha más que duplicado su valor registrado en 2019 y 2020, mientras que en lo que va del año registra un aumento de 209,9 por ciento.

20 El Baltic Dry Index es un índice de los fletes marítimos de carga a granel seca de hasta 20 rutas clave marítimas en régimen de fletamento de todo el mundo, administrado por el Baltic Exchange de Londres.



BALTIC DRY INDEX*

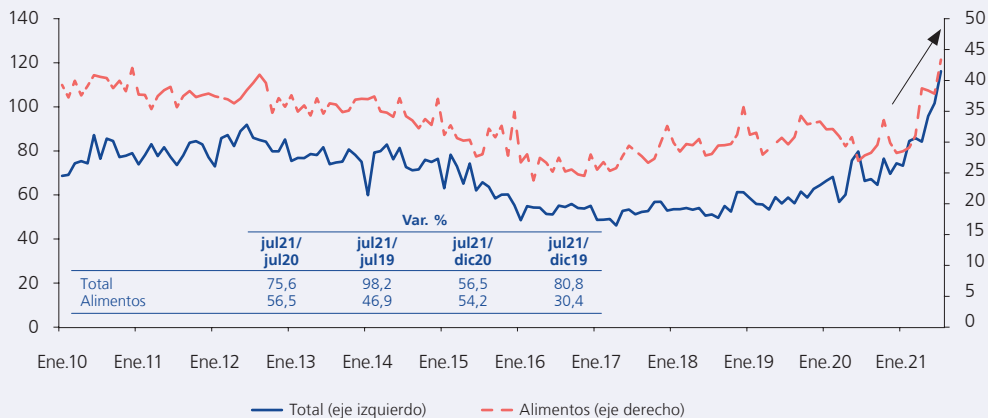


* Datos al 15 de setiembre.
Fuente: Trading Economics.

En lo referente a las importaciones de Perú, se observa también un aumento en los costos de envío: para julio del presente año, el flete ascendió a US\$ 116 por TM importada, lo que representa un aumento de 98,2 y 75,6 por ciento frente a igual mes de 2019 y 2020, respectivamente. Esta tendencia al alza también se observa en los fletes de importaciones de alimentos, que registran un aumento de 54,2 por ciento en lo que va del año, lo que impacta finalmente en los precios de venta local.

IMPORTACIONES

Flete por volumen (US\$/TM)



Junto con el alza en los costos, se viene registrando una serie de cuellos de botella que se reflejan en:

- a. **El aumento en los retrasos de los buques:** la tardanza promedio global de los buques en retraso en junio de este año se mantiene alta entre 6 y 7 días; mientras que, en junio de 2019, la tardanza promedio era de 4 días²¹.

21 Sea-Intelligence <https://www.sea-intelligence.com/press-room/84-schedule-reliability-continues-to-be-low-in-june-2021>

- b. El aumento en el tiempo que tarda en llegar una mercancía a su destino:** por ejemplo, la demora en llegar un contenedor de Beijing a Chicago se ha elevado aproximadamente de 30 días a más de 70 días²².
- c. El deterioro en el indicador de “confiabilidad global en la programación de los puertos”,** que se ha ubicado en un 40 por ciento (entre marzo y junio), muy por debajo de los niveles de 80 por ciento que tenía antes de la pandemia (en junio de 2019).

Los factores detrás de esta tendencia

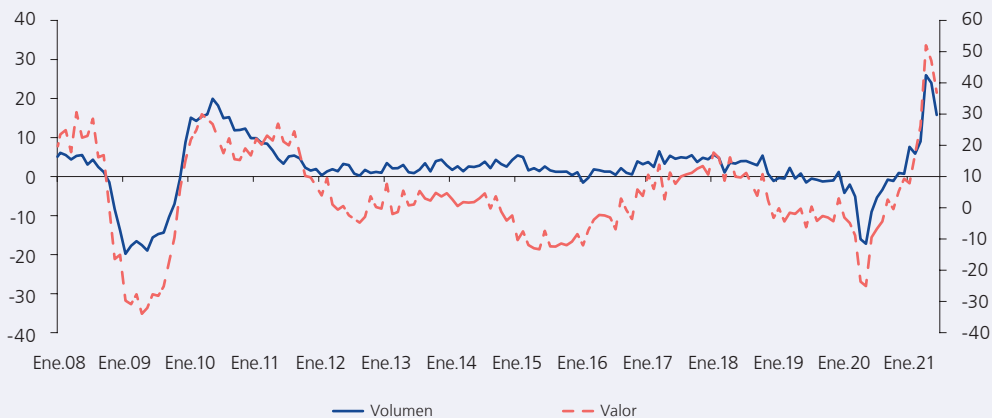
Existe una serie de factores que explican esta tendencia al alza en los costos de transporte. Algunos se vinculan directamente a la pandemia, mientras que otros reflejarían problemas estructurales que estaban presentes antes de la crisis del COVID-19.

- a. Rápida recuperación del comercio global** luego de la contracción significativa producto de las medidas de contención de la crisis sanitaria.

Con el inicio de la pandemia muchos países cerraron sus puertos como medida de contención a la propagación del COVID-19. En el caso de China, que alberga siete de los diez puertos de contenedores más grandes del mundo²³, el cierre se extendió por dos meses. Según el reporte de resultados del primer trimestre de 2021 de Maersk²⁴, la capacidad ociosa de la flota de la empresa aumentó a 9,4 por ciento a fines del primer trimestre, el nivel más alto en 10 años. Estas medidas fueron reflejo de una contracción importante en el comercio global.

Sin embargo, con la reapertura de las economías, el comercio global se reactivó y creció a tasas incluso mayores para atender pedidos postergados y cubrir una demanda que se recuperó aceleradamente. A este factor se suma un cambio en el patrón de consumo, desde servicios (restaurantes, cines, viajes y conciertos) a bienes (ropa, computadoras, muebles, parrillas caseras, sistemas de entretenimiento y otros) mayormente importados desde Asia.

EXPORTACIONES MUNDIALES: VOLUMEN Y VALOR
(Variación % últimos doce meses)



Fuente: OMC, World Trade Monitor y estadísticas de comercio de los países.

22 Wall Street Journal, 4 de Agosto de 2021. Where Did All the Shipping Containers Go?
 23 <https://www.rferl.org/a/29637065.html>
 24 <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/f14141bb-a831-40e8-8825-512eac8a819f>





b. Choques de corto plazo que afectaron la operatividad de los puertos: el retorno de la demanda coincidió con una serie de eventos que restringieron fuertemente la oferta de transporte marítimo:

- (i) Nuevos cierres de puertos a raíz de los rebrotes del COVID-19. El enfoque de “tolerancia cero” hacia el nuevo brote del virus de los últimos meses ha paralizado los puertos base de Ningbo, Xiamen y Shenzhen. Según James Baker, editor de contenedores para Lloyd’s List, el número de barcos fondeados en la región cercana a la terminal de Yantian llegó a cuadruplicarse. El tiempo de espera para que un buque atraque en Shenzhen ha pasado de 0,5 días a 16 días²⁵ y en el puerto de Ningbo las descargas de los barcos disminuyeron un 70 por ciento. Estos eventos afectan también al resto de puertos debido a una menor disponibilidad de contenedores y al menor flujo de barcos.
- (ii) Factores climáticos. Las tormentas en Texas y el bloqueo del canal de alcantarillado durante casi una semana en el primer trimestre de 2021 paralizó parcialmente el puerto de Houston²⁶. Asimismo, como consecuencia de una tormenta de arena, el barco portacontenedores “Ever Given” encalló en el canal de Suez bloqueándolo por completo durante 6 días.

c. Inadecuado desarrollo de la logística y la infraestructura portuaria. En los últimos 25 años, la capacidad de transporte de un barco contenedor se ha multiplicado por cuatro; según FT²⁷, los barcos más grandes tienen hoy en día una capacidad para transportar 24 mil contenedores de 20 pies, lo suficiente para cubrir una superficie de 145 kilómetros. El aumento constante del tamaño de estos barcos gigantes no ha estado acompañado de una mejora equivalente en los puertos y ello ha generado un debate sobre si la infraestructura actual puede ser suficiente para atender dichos barcos en forma eficiente y en un tiempo oportuno.

El caso reciente del barco *Ever Given*, señalado anteriormente, es una muestra de esta falta de adecuación. Asimismo, según la empresa de logística Kuehne+Nagel, actualmente hay 353 portacontenedores estancados en los puertos del mundo, más del doble que a principios de año. Según IHS Markit, en América del Norte, el tiempo promedio de espera de los buques portacontenedores fue 33 horas en mayo, en comparación con solo 8 horas en 2019. Hay también casos graves: en los puertos de Los Ángeles y Long Beach, una veintena de barcos pueden pasar hasta 12 días antes de descargar sus contenedores.

d. Escasez de contenedores. La disponibilidad de contenedores en varias partes del mundo ha sido afectada porque grandes volúmenes de éstos se encuentran en lugares donde su uso no es requerido. Ello, a su vez, es reflejo de los fuertes desbalances existentes en el comercio mundial.

Por ejemplo, el déficit comercial norteamericano ha alcanzado los US\$ 429 mil millones en el primer semestre del año, nivel récord y muy superior a los registros en similar periodo de 2019 y 2020 (US\$ 299 mil millones y US\$ 293 mil millones, respectivamente). Ello explica el elevado ratio entre contenedores llenos a la entrada versus a la salida en los principales puertos norteamericanos (Los Ángeles y Nueva York), lo que implica que miles de contenedores queden vacíos en Estados Unidos y que los exportadores chinos enfrenten largas esperas para conseguir contenedores para nuevos envíos. Paradójicamente, existen grandes inventarios de contenedores

25 Shehrina Kamal de Everstream Analytics

26 <https://porthouston.com/port-houston-weather-historic-winter-storm/>

27 FT, 28 de marzo de 2021, Too big to sail? The debate over huge container ships.

por seguridad en los puertos de Estados Unidos y Europa. Asimismo, la congestión en las redes logísticas implica que los contenedores se queden atrapados en lugares donde no se les necesita.

Esta escasez de contenedores se agudiza porque los mayores pagos por parte de exportadores chinos por la disponibilidad de contenedores hace que los buques retornen a Asia lo más pronto posible, muchas veces sin carga. Se estima que las líneas navieras están moviendo más de 30 mil contenedores vacíos en dirección a Asia cada semana.

- e. **Escasez de nuevos buques portacontenedores.** Según FT, la oferta ajustada de buques plantea una amenaza potencial importante debido a que, a pesar de un aumento reciente en los pedidos de nuevos buques, es probable que la disponibilidad de estos barcos portacontenedores siga siendo ajustada en los próximos cinco años. Además, el número de astilleros a nivel mundial se había reducido en dos tercios desde 2007 a unos 115. Estos pocos astilleros que aún están en funcionamiento han recibido una avalancha de pedidos, por lo que el ingreso de nueva capacidad se retrasaría.
- f. **Congestión en las redes de transporte fuera del puerto.** La congestión en las redes ferroviarias y escasez de camiones, de conductores y de los trabajadores del almacén ha dificultado el rápido desembarque, descarga y vaciado de los contenedores.
- g. **Cambios en la estructura de mercado:** A raíz de múltiples fusiones y adquisiciones²⁸ más del 85 por ciento de la capacidad mundial de la flota marítima está concentrada en tan solo 10 empresas, las cuales representaron poco menos del 7 por ciento del total de líneas navieras en el mundo en agosto de 2021. Las ganancias sin precedentes registradas por estas empresas desde el inicio de la pandemia sugieren que existen incentivos para proveer una oferta limitada para obtener unas tarifas más elevadas. Asimismo, estas principales empresas transportistas han formado tres alianzas (la Alianza 2M, la Alianza Oceánica y la Alianza), lo que ha concentrado aún más el mercado y ha reducido la flexibilidad para bajar tarifas.

Perspectivas

Se estima que las tarifas aplicadas al transporte marítimo disminuyan en tanto desaparezcan algunos factores de carácter temporal (como las medidas adoptadas para enfrentar la pandemia y otros problemas operativos de los puertos) y en tanto los volúmenes de comercio mundial se normalicen. Otro factor que aliviaría las presiones sobre las tarifas es la mayor producción de contenedores que se prevé para China. Sin embargo, es muy probable que algunos factores estructurales—entre ellos los vinculados a la infraestructura portuaria, escasez de buques de carga y a otras limitaciones logísticas—limiten esta reducción y determinen que las tarifas se ubiquen por encima de los niveles previos a la pandemia.

28 <https://alphaliner.axsmarine.com/PublicTop100/>



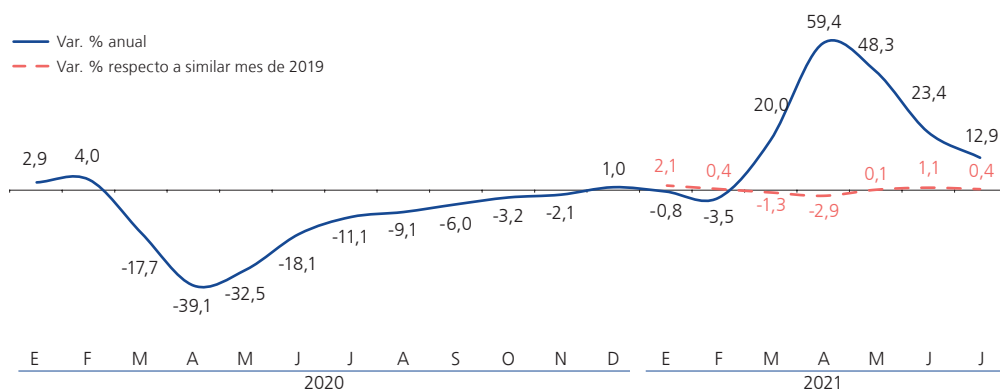
III. Actividad económica

PBI sectorial

28. La actividad económica entre enero y julio de 2021 se ubicó en un nivel similar al del mismo periodo de 2019 y registró un incremento interanual de 19,7 por ciento, principalmente por una baja base comparativa, el avance local y global del proceso de vacunación y la flexibilización de las medidas sanitarias.

Luego de la recuperación del PBI mensual a finales de 2020, la dinámica mensual durante 2021, en comparación a 2019, refleja la cuarentena focalizada de febrero, así como el efecto de la incertidumbre política en las expectativas de los agentes. A julio de 2021, la actividad económica se encuentra 0,4 por ciento por encima del nivel alcanzado en el mismo mes de 2019, aunque aún existen sectores rezagados en su recuperación, especialmente aquellos con mayor grado de interacción física como servicios y comercio.

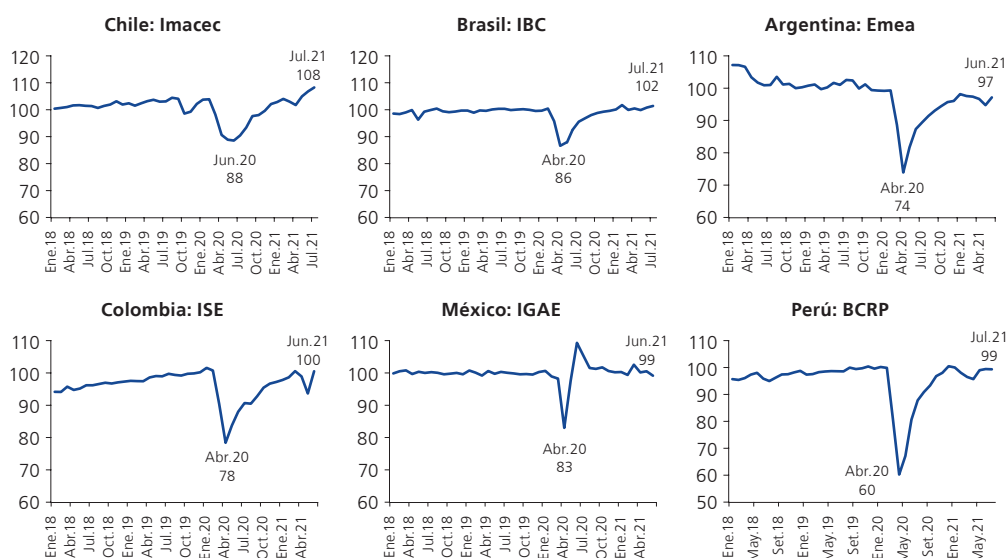
Gráfico 30
PBI REAL



29. En comparación con otros países de la región, el índice desestacionalizado del PBI alcanzó su nivel previo a la crisis (febrero de 2020) en diciembre de 2020 y junio de 2021. No

obstante, en julio descendió ligeramente y se ubicó 1,0 por ciento por debajo de su nivel previo a la pandemia. Con este resultado, Perú se ubica en una posición intermedia respecto a las principales economías de la región, luego de haber experimentado la recuperación relativa más rápida en diciembre de 2020. En términos trimestrales, el PBI del segundo trimestre de 2021 se posicionó 0,6 por ciento por debajo del resultado de 2019, siendo superado en la región por Chile y Brasil. Respecto a la mayoría de las principales economías desarrolladas de Europa, Perú muestra un ritmo relativo de recuperación mayor.

Gráfico 31
ÍNDICES DESESTACIONALIZADOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA EN LA REGIÓN
 (Base 100 = IVT.19)



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de cada país.

Cuadro 15
PBI REAL
 Variación % respecto al mismo trimestre de 2019*

	2020				2021	
	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre	1er Trimestre	2do Trimestre
Alemania	-1,9	-11,3	-3,7	-2,9	-4,9	-3,0
Francia	-5,4	-18,6	-3,6	-4,3	-4,0	-3,4
Italia	-5,8	-18,2	-5,2	-6,5	-6,5	-4,0
España	-4,3	-21,6	-8,6	-8,9	-8,3	-6,1
Países Bajos	-0,2	-9,2	-2,6	-2,9	-2,6	-0,4
Reino Unido	-2,2	-21,4	-8,5	-7,3	-8,2	-4,0
Estados Unidos	0,6	-9,1	-2,9	-2,3	1,1	2,0
Argentina**	-5,2	-19,0	-10,1	-4,3	-2,8	-3,7
Brasil	-0,3	-10,9	-3,9	-1,1	0,7	0,1
Chile	0,2	-14,2	-9,0	0,0	0,7	1,3
Colombia	0,7	-15,8	-8,5	-3,6	1,8	-1,0
México	-1,3	-18,7	-8,7	-4,5	-4,9	-2,8
Perú	-3,9	-29,9	-8,8	-1,4	0,4	-0,6

* Las variaciones de 2021 respecto a 2019 son cálculos propios a partir de las variaciones interanuales a un decimal.

** Los datos del segundo trimestre de 2021 son estimados a partir de índices mensuales de actividad.

Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística de cada país.



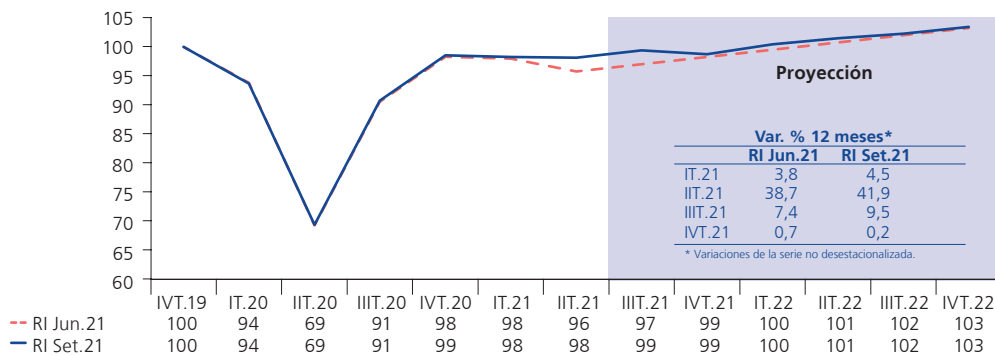
30. La proyección de crecimiento del presente Reporte supone preservar un marco macroeconómico estable a lo largo del horizonte de proyección. La estabilidad macroeconómica contempla el crecimiento sostenido de la actividad económica en un entorno de estabilidad monetaria y de sostenibilidad fiscal y externa.

Un entorno económico favorable y con reglas estables mejora la confianza de los agentes económicos, fomentando el consumo y la inversión. La evidencia para nuestro país muestra que existe una relación directa entre los indicadores de confianza y las tasas de crecimiento del producto y de la inversión privada. Por ejemplo, se estima que por cada incremento de 1 por ciento en el componente cíclico del índice de confianza empresarial, la inversión privada se incrementaría en alrededor de 0,6 por ciento en un año.²⁹ Por ende, las acciones de política económica que transmitan mayor seguridad y predictibilidad sobre el escenario futuro de la economía y un clima de estabilidad macroeconómica, contribuirán positivamente al crecimiento de la inversión.

El crecimiento económico favorece el aumento del empleo, la mejora de los ingresos laborales y la reducción de la pobreza, más aún si es complementado con políticas públicas eficientes de seguridad social. Al respecto, entre los años 2004 y 2019, la tasa de pobreza monetaria se redujo en 38,5 puntos porcentuales, en un periodo en el cual el PBI por habitante aumentó 4,0 por ciento como promedio anual en un contexto de estabilidad macroeconómica. La fuerte caída del PBI en 2020 tuvo entre sus consecuencias un aumento de la pobreza de 9,9 puntos porcentuales. Sin embargo, una pronta recuperación de la actividad económica en 2021 y 2022 contribuirían a la reducción de la tasa de pobreza en este periodo.

31. En el primer semestre del año se observó un crecimiento interanual de 20,9 por ciento, impulsado por la recuperación de sectores no primarios, como servicios, comercio y construcción, y por una baja base comparativa. No obstante, durante el segundo semestre se espera una moderación del dinamismo de la economía (4,6 por ciento interanual), explicado por un menor efecto estadístico y por menores niveles de confianza empresarial. Asimismo, se asume una tercera ola de contagios por COVID-19 que no implicaría un impacto económico significativo. Pese a ello, la economía registraría un crecimiento de 11,9 por ciento en 2021, tasa mayor a la considerada en el Reporte previo (10,7 por ciento), explicado por un resultado mayor al esperado al mes de julio y de los indicadores adelantados de agosto. Asimismo, se espera que la actividad en los siguientes trimestres sea impulsada por la aceleración del proceso de vacunación en lo que resta de 2021 y los altos precios de los metales exportados.

Gráfico 32
PROYECCIÓN DEL PBI, 2019-2022
 (Índice desestacionalizado, IVT.19 = 100)

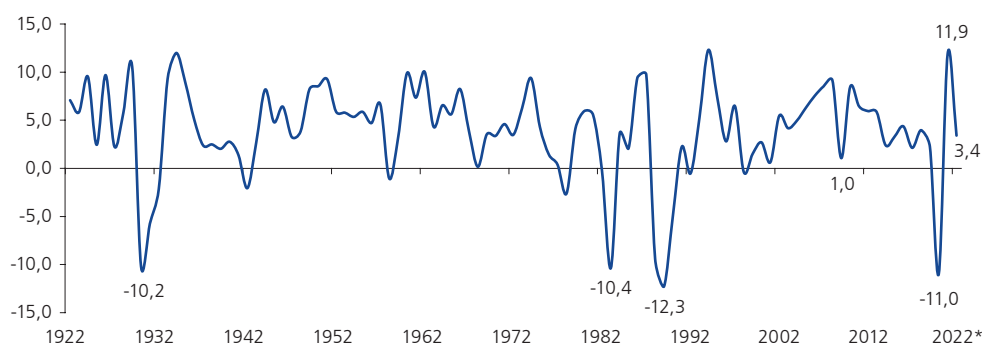


29 Ver Recuadro 1 del Reporte de Inflación de Diciembre de 2016.

32. En el horizonte de proyección la economía alcanzaría un crecimiento de 3,4 por ciento en 2022. El proceso de vacunación masiva en la segunda mitad de 2021 permitiría que la actividad económica continúe recuperándose el próximo año, a través de la normalización gradual de los hábitos de gasto y el levantamiento de las restricciones sanitarias que se mantienen a la fecha, lo que impulsaría la actividad de los sectores no primarios y la recuperación del mercado laboral.

La normalización de la actividad local y global, junto al de los hábitos de consumo, sería parcialmente amortiguada por el efecto de la menor confianza de los agentes sobre el futuro de la economía. La menor confianza empresarial afectaría las decisiones de inversión y, por consiguiente, los planes futuros de producción. Ello explica la revisión a la baja en el crecimiento de 2022, respecto al estimado en el Reporte de Inflación previo (4,5 por ciento). Con el ritmo de recuperación considerado en el actual Reporte, el PBI alcanzaría los niveles previos a la pandemia durante el primer trimestre de 2022, aunque se prevé que las actividades relacionadas al turismo y restaurantes alcancen sus niveles previos a la crisis en 2023.

Gráfico 33
PBI TOTAL, 1922-2022
(Variación % anual)



* Proyección.

Cuadro 16
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2020	2021*			2022*		
		1er Sem.21 respecto a: 1er Sem.20	1er Sem.19	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
PBI primario	-7,7	11,4	-2,3	7,4	6,2	5,7	5,9
Agropecuario	1,4	-0,1	2,8	2,0	2,0	3,0	2,7
Pesca	4,2	27,3	7,9	7,2	5,4	4,7	4,4
Minería metálica	-13,8	21,3	-5,9	11,4	10,8	6,9	6,9
Hidrocarburos	-11,0	-7,3	-15,4	4,0	-3,8	9,0	13,4
Manufactura	-2,0	16,2	5,7	6,7	5,6	5,1	4,9
PBI no primario	-12,0	24,0	0,6	11,7	13,6	4,2	2,7
Manufactura	-16,4	45,4	3,6	18,1	21,1	2,0	1,4
Electricidad y agua	-6,1	12,9	0,9	7,5	7,7	2,3	1,7
Construcción	-13,9	100,2	17,9	17,4	30,6	3,0	0,0
Comercio	-16,0	33,4	-3,4	18,0	17,8	3,3	1,4
Servicios	-10,3	14,1	-1,0	8,9	9,9	4,9	3,6
Producto Bruto Interno	-11,0	20,9	-0,1	10,7	11,9	4,5	3,4

RI: Reporte de Inflación.

*Últimas dos columnas corresponden a la proyección anual del RI previo y el actual.



- a) Al segundo trimestre de 2021 el **sector agropecuario** acumuló un crecimiento de 2,8 respecto a similar periodo de 2019. Sin embargo, registró una caída de 0,1 por ciento interanual por retrasos en las siembras (papa, arroz y maíz duro) debido a deficiencias hídricas en 2020, y retrasos en las cosechas (café y palta). Dicho desfase se corrigió a nivel mensual a partir de junio. Así, a julio 2021 el sector acumuló un crecimiento de 1,3 por ciento por la mayor producción tanto agrícola como pecuaria (1,6 y 0,8 por ciento respectivamente).

Para el tercer trimestre el crecimiento se ajustó al alza de 4,8 a 5,6 por ciento, por la recuperación de las siembras retrasadas, la normalización de las cosechas y la mayor producción de arándanos.

Para el **2021**, la proyección del sector agropecuario se mantiene en 2,0 por ciento, sustentada en el continuo dinamismo de la agroexportación (uva, arándano y palta), y por la recuperación de las siembras de papa, arroz y maíz amarillo duro con mejores condiciones hídricas en 2021, y la mayor producción de la carne de ave por efecto base del escenario pandemia.

Para **2022** se ajustó la proyección a la baja, de 3,0 a 2,7 por ciento ante una recuperación más gradual de demanda.

- b) El sector **pesca** creció 3,7 por ciento en el segundo trimestre de 2021 respecto a similar periodo de 2019 -explicado principalmente por la mayor captura de anchoveta debido a la mayor biomasa - y 21,2 por ciento interanual por una mayor captura de anchoveta destinada al consumo industrial. En 2020, la primera temporada inició el 13 de mayo, y en 2021 el 23 de abril; lo que permitió que se registren mayores capturas en el segundo trimestre de 2021 por el mayor número de días permitidos. Con ello, el sector acumuló un crecimiento de 7,9 por ciento en el primer semestre de 2021 respecto al mismo periodo de 2019 (27,3 por ciento interanual).

Gráfico 34
EXTRACCIÓN DE ANCHOVETA PARA CONSUMO INDUSTRIAL ZONA NORTE-CENTRO
(Miles de toneladas)



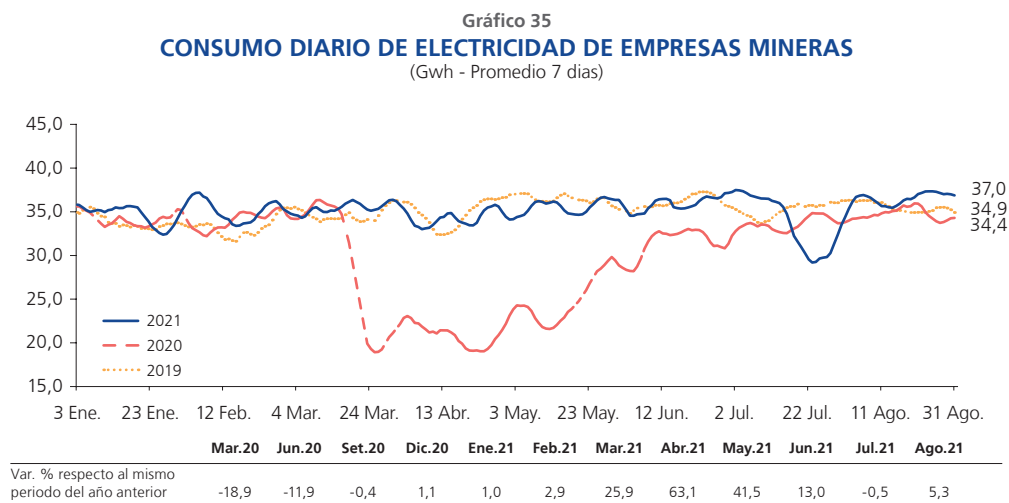
El 13 de agosto de 2021 se dio por concluida la primera temporada de anchoveta de la Zona Norte-Centro, debido al inicio de desove, según lo señalado por IMARPE³⁰.

En la primera temporada se capturó el 98 por ciento de la cuota (alrededor de 2,46 millones TM). Al inicio de la temporada se detectó una biomasa de 9,9 millones de TM y un porcentaje de juveniles de 77 por ciento en número de individuos y del 47 por ciento en unidades de peso.

Para **2021** se espera un crecimiento de 5,4 por ciento en la producción pesquera. De igual manera, se proyecta que en **2022** el sector crezca 4,4 por ciento, tasa consistente con condiciones climáticas normales.

- c) El sector **minería metálica** en el segundo trimestre de 2021 se redujo 7,7 por ciento respecto a similar periodo de 2019 debido, principalmente, a la menor producción de cobre (-9,5 por ciento) y oro (-28,2 por ciento). En este periodo la producción de la gran y mediana minería se vio afectada debido a las menores leyes, limitaciones en las capacidades operativas para evitar el contagio de COVID-19 y a conflictos con las comunidades. Asimismo, la producción de oro se vio influenciada por el menor registro de la minería artesanal. Pese a ello, el sector registró un crecimiento de 46,6 por ciento interanual, por un efecto base respecto al año previo. De esta manera, durante el primer semestre de 2021 el sector acumuló una caída de 5,9 por ciento respecto al mismo periodo de 2019 (crecimiento de 21,3 por ciento interanual).

Durante los primeros meses del tercer trimestre de 2021, el consumo de electricidad de las empresas mineras continuó su recuperación de manera gradual.



Para **2021** se espera que el sector crezca 10,8 por ciento explicado por la mayor producción de la gran y mediana minería y de la entrada en operación de Mina Justa (la empresa registra producción desde el mes de julio) y la ampliación de Toromocho. Para **2022**, la producción del sector minería metálica se incrementaría 6,9 por ciento por la mayor producción de Toromocho, Mina Justa, Las Bambas (Chalcobamba) y Constanca (Pampacancha), además de la entrada en operación del proyecto de Quellaveco.

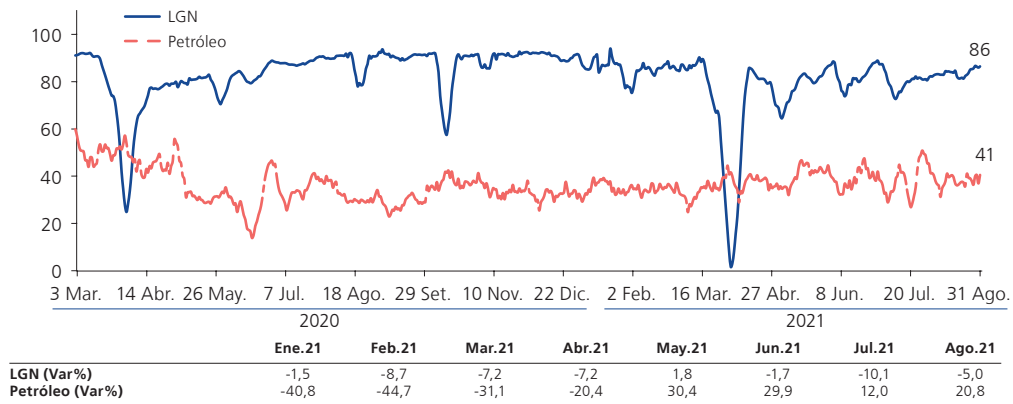
- d) La actividad del sector **hidrocarburos** del segundo trimestre de 2021 registró una caída de 15,3 por ciento respecto a similar periodo de 2019 por la menor producción



de petróleo (-27,4 por ciento) por la paralización en la extracción de los lotes de la selva (192 y 8) ante la finalización de contratos. Asimismo, la producción de gas natural y líquidos de gas natural se redujo en 18,3 y 4,5 por ciento, respectivamente, debido a diversos mantenimientos realizados y a una falla en la Planta Melchorita que afectó la producción de los lotes 56 y 57. No obstante, el sector creció 3,3 por ciento interanual, explicado por el efecto base del año previo, cuando se registró una menor demanda interna de gas natural y una menor producción de petróleo por la paralización del Oleoducto norperuano para evitar la propagación del COVID-19. Durante los primeros seis meses del año el sector se redujo 15,4 por ciento respecto al mismo periodo de 2019 (-7,3 por ciento interanual).

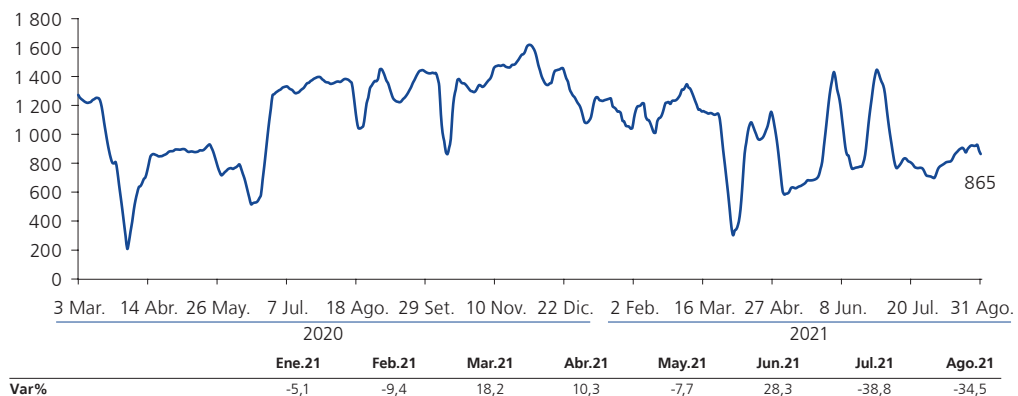
De igual manera, en lo que va del tercer trimestre (julio y agosto) la extracción del sector se vio afectada por la menor producción de petróleo, gas natural y líquidos de gas natural. Los lotes 192 y 8 continúan paralizados, mientras que la extracción de gas natural y líquidos de gas natural cayó por una falla registrada en la Planta Melchorita entre el 5 de julio y el 24 de agosto, en donde la producción del lote 57 fue nula. Luego de reanudar operaciones por 2 días, el 27 de agosto la planta volvió a paralizar sus actividades.

Gráfico 36
PRODUCCIÓN DE HIDROCARBUROS LÍQUIDOS
(Miles de barriles diarios, promedio móvil 7 días)



* Calculado con respecto al promedio mensual del mes.

Gráfico 37
PRODUCCIÓN DE GAS NATURAL
(Millones de pies cúbicos diarios, promedio móvil 7 días)



* Calculado con respecto al promedio mensual del mes.

Para **2021** se espera una caída de 3,8 por ciento. La corrección de la proyección respecto al Reporte previo se debe a los eventos mencionados anteriormente.

Para **2022** se proyecta que el sector crezca 13,4 por ciento debido a una normalización en la producción de gas natural y líquidos de gas natural, así como mayor extracción de petróleo esperada de los lotes ubicados en Loreto.

- e) La actividad del subsector **manufactura primaria** presentó una caída de 0,3 por ciento en el segundo trimestre de 2021 respecto a similar periodo de 2019. Esta caída se debió a la menor refinación de metales (-2,8 por ciento) y de petróleo (-34,3 por ciento). Sin embargo, el sector registró un incremento de 17,6 por ciento interanual, como resultado del efecto base del año previo. Con ello, se acumula un crecimiento del subsector de 5,7 entre enero y junio de 2021 respecto al primer semestre de 2019 (16,2 por ciento interanual). Mientras que para el tercer trimestre del año se proyecta una caída de 6,2 por ciento respecto a 2020, debido a la menor producción esperada de harina, conservas y congelados de pescado.

En consecuencia, se reduce la proyección de crecimiento del subsector de 6,7 por ciento a 5,6 por ciento en **2021**, explicado por una menor perspectiva de la producción conservas y congelados de pescado y de refinación de petróleo. Se espera un crecimiento de 4,9 por ciento en **2022**.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** aumentó 91,1 por ciento en el segundo trimestre de 2021, impulsado por el efecto base de 2020. Respecto a 2019, el subsector creció 4,1 por ciento. Este incremento en la actividad se debió a la mayor producción de bienes de consumo masivo (10,9 por ciento) y orientados a la inversión (5,0 por ciento). Dentro de los primeros destacaron las variaciones positivas de muebles, bebidas alcohólicas y productos farmacéuticos; mientras que dentro de los segundos destacó el crecimiento en la elaboración de productos metálicos y cemento. En el tercer trimestre se espera una recuperación de la producción respecto a 2020 (9,7 por ciento), pero una caída respecto a 2019 (-0,1 por ciento)

La recuperación de la manufactura no primaria proseguiría en **2021**, con un incremento de 21,1 por ciento, aunque aún no se restablecerían los niveles previos a la pandemia. Se proyecta un crecimiento de 1,4 por ciento en **2022**.

- g) La actividad del **sector construcción** en el segundo trimestre de 2021 aumentó 12,1 por ciento respecto al mismo periodo de 2019 debido principalmente a la autoconstrucción y a la continuación de obras públicas y privadas. En términos interanuales, se observó un crecimiento de 230,9 por ciento explicado por el efecto base del año previo debido a la suspensión de actividades en similar periodo de 2020. Durante este periodo, la actividad del sector construcción en su conjunto se reflejó en el consumo interno de cemento, el cual aumentó 15,8 por ciento respecto a los niveles de 2019 y 217,1 por ciento respecto a lo alcanzado en 2020.

Para **2021**, se prevé que el sector construcción crecería 30,6 por ciento, impulsado por una mayor inversión pública y privada. Para **2022** se prevé que la actividad del sector construcción se mantenga inalterada (0,0 por ciento).





- h) La actividad del sector **comercio** en el segundo trimestre de 2021 se redujo 1,1 por ciento respecto al mismo periodo de 2019 por la menor actividad del comercio minorista tras las restricciones en los aforos como medida para evitar la propagación del COVID-19. En términos interanuales el sector se incrementó en 85,9 por ciento por la paralización del sector en el mismo periodo del año previo. Con ello, se registró una caída de 3,4 por ciento durante el primer semestre de 2021 respecto al mismo periodo de 2019 (crecimiento de 33,4 por ciento interanual).

Para **2021** se proyecta que el sector crezca 17,8 por ciento por una mayor demanda interna respecto al año previo. De igual manera, se prevé que en **2022** la actividad del sector se incremente 1,4 por ciento.

- i) El sector **servicios** se redujo 1,1 por ciento en el segundo trimestre de 2021 respecto a similar periodo de 2019, debido al menor dinamismo en las ramas de (i) alojamiento y restaurantes (-45,6 por ciento), actividades más afectadas debido a la paralización del sector turismo y al alto grado de interacción entre personas que requiere el sector, (ii) transporte y almacenamiento (-15,8 por ciento), y (iii) servicios prestados a empresas (-7,7 por ciento). En términos interanuales se observó un crecimiento de 31,4 por ciento en el mismo periodo. Así, durante el primer semestre de 2021 la actividad del sector cayó 1,0 por ciento respecto a los primeros seis meses de 2019 (crecimiento de 14,1 interanual).

Para **2021**, se prevé que el sector crezca 9,9 por ciento impulsado por el mayor dinamismo registrado durante el primer semestre, sin embargo, el alto grado de interacción personal que gran parte del sector requiere dificultaría su recuperación al ritmo del resto de sectores. Esta proyección toma en cuenta un impacto de la pandemia más prolongado sobre las ramas ligadas al turismo, como transporte, restaurantes y alojamiento, respecto a los demás subsectores. Para **2022** se proyecta un crecimiento de 3,6 por ciento.

PBI gasto

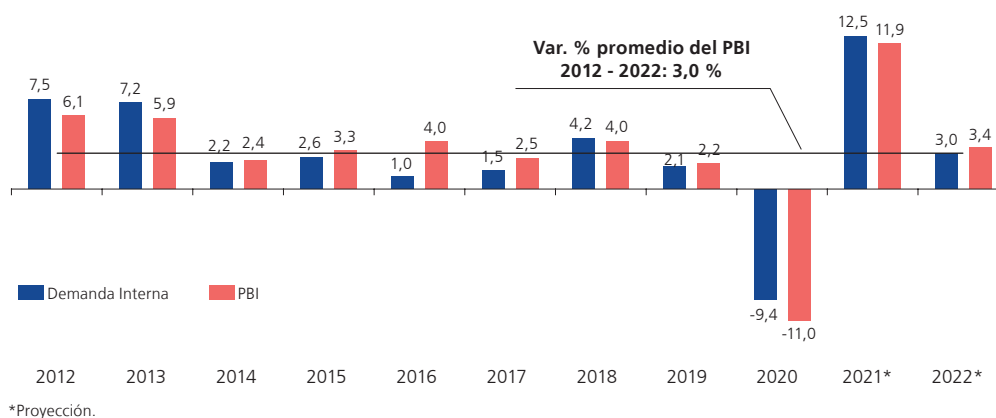
33. El avance del proceso de vacunación, especialmente en mayo y junio, así como la reducción de los contagios y de la mortalidad de la pandemia, permitieron la flexibilización de las medidas de contención sanitaria. No obstante, esto fue amortiguado por el deterioro de las expectativas de los agentes económicos, lo cual desaceleró la recuperación del gasto privado. Asimismo, el dinamismo de la demanda interna fue contrarrestado por la contribución negativa de las exportaciones de servicios –entre las que destaca el turismo receptivo– las cuales aún se mantienen distantes de sus niveles previos a la crisis.

Para el horizonte de proyección se espera que la actividad retorne a su senda de recuperación progresiva, apoyado en las políticas fiscales y monetarias expansivas, la recuperación de la demanda externa y de los términos de intercambio, y un contexto de estabilidad social y política. Esta proyección asume un aceleramiento del proceso de vacunación de la población objetivo durante el segundo semestre de 2021, y una tercera ola de COVID-19 sin un impacto económico significativo.

Se espera un ritmo de recuperación de la actividad económica de 11,9 por ciento para 2021, tasa mayor a la prevista en el Reporte anterior (10,7 por ciento). Esto se debe a

un resultado mayor al esperado durante el primer semestre, dada la ejecución más alta del gasto público y de la inversión privada, y a la evolución prevista del consumo privado para la segunda mitad del año. Sin embargo, esto sería parcialmente compensado por la desaceleración de la actividad tras el deterioro de la confianza empresarial, lo cual se espera que se mantenga durante la segunda mitad del año y el próximo. Así, se revisa el crecimiento de 2022 a la baja, de 4,5 a 3,4 por ciento.

Gráfico 38
DEMANDA INTERNA Y PBI: 2012 - 2022
(Variaciones porcentuales reales)



Cuadro 17
DEMANDA INTERNA Y PBI
(Variaciones porcentuales reales)

	2020	2021*		2022*			
		1er Sem.21 respecto a: 1er Sem.20	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21	
Demanda interna	-9,4	21,5	3,2	10,3	12,5	4,0	3,0
Consumo privado	-8,7	14,0	0,1	8,5	9,2	4,8	4,0
Consumo público	7,2	19,5	17,9	7,0	9,0	1,0	1,5
Inversión privada	-16,5	80,2	14,8	15,5	24,5	2,5	0,0
Inversión pública	-15,5	94,1	17,2	19,0	20,0	4,5	4,5
Var. de inventarios (contribución)	-0,5	-4,5	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	-20,8	18,5	-13,0	13,5	11,9	6,4	6,4
Importaciones	-15,6	20,8	-1,2	11,8	14,5	4,4	4,9
Producto Bruto Interno	-11,0	20,9	-0,1	10,7	11,9	4,5	3,4
Nota:							
Gasto público	0,8	32,4	17,7	9,9	11,6	1,9	2,2
Demanda interna sin inventarios	-8,7	26,2	5,3	10,0	12,2	3,9	2,9

RI: Reporte de Inflación.

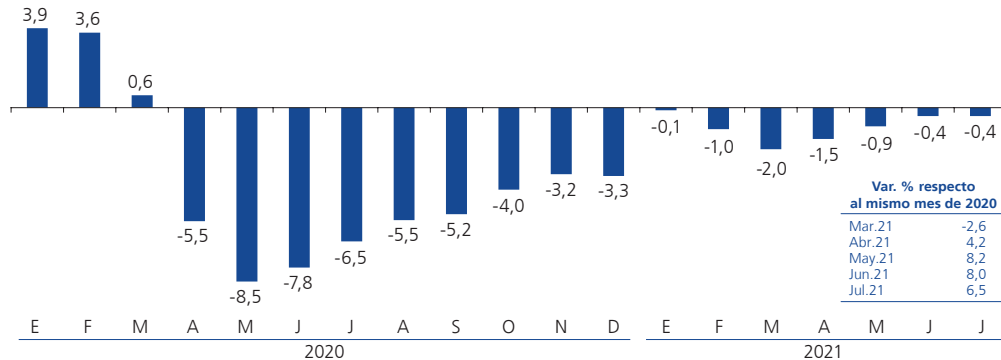
*Últimas dos columnas corresponden a la proyección anual del RI previo y el actual.

34. Los indicadores del **consumo privado**, específicamente los relacionados al mercado laboral, continuaron recuperándose entre mayo y junio, explicado por la flexibilización de las medidas sanitarias y al avance de la vacunación. Sin embargo, se ha observado un deterioro en agosto. Otros indicadores adelantados, como la importación de bienes de consumo duradero, el crédito a personas y los comprobantes electrónicos, muestran un avance positivo en lo que va del año.



- a) Los puestos formales de empleo continuaron recuperándose a medida que se han suavizado las medidas de contención sanitarias para enfrentar la pandemia. En julio se contrajeron a una tasa de 0,4 por ciento respecto al mismo mes de 2019, reducción menor a la registrada en marzo.

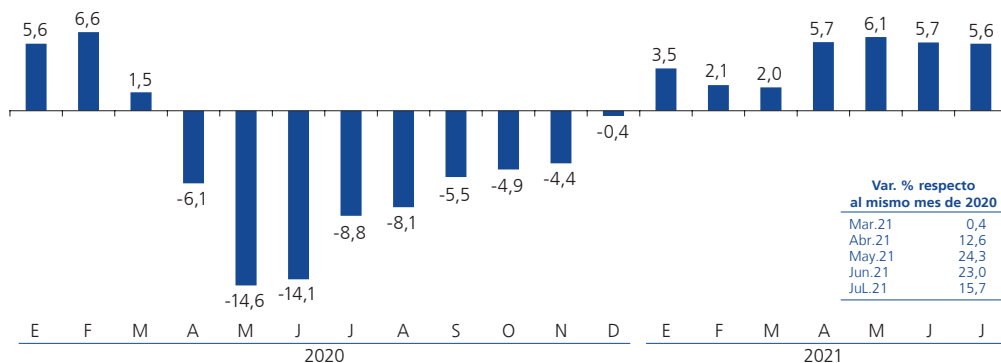
Gráfico 39
PUESTOS FORMALS DE EMPLEO
(Var. % respecto al mismo mes de 2019)



Fuente: SUNAT – planilla electrónica.

- b) La masa salarial formal se incrementó 5,6 por ciento en julio respecto al mismo mes de 2019. En lo que va del año, esta variable ha presentado una dinámica favorable con tasas de expansión positivas. Esto se sustenta en el incremento de la remuneración promedio de los trabajadores y en la paulatina recuperación de los puestos de trabajo.

Gráfico 40
MASA SALARIAL FORMAL
(Var. % respecto al mismo mes de 2019)

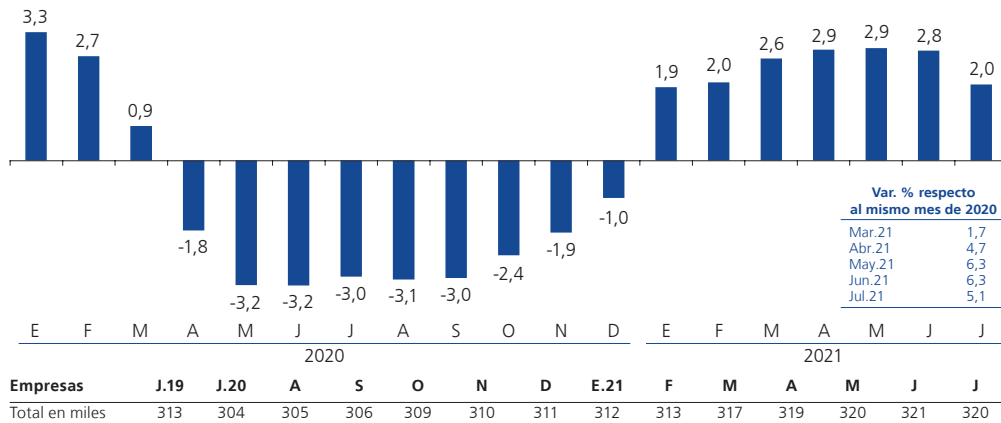


Fuente: SUNAT – planilla electrónica.

- c) En julio, 320 mil empresas del sector privado reportaron información de empleo, con lo cual el número de empresas creció 2,0 por ciento respecto al mismo mes de

2019 (5,1 por ciento interanual). Los mayores incrementos del número de empresas se registraron en los sectores comercio y construcción.

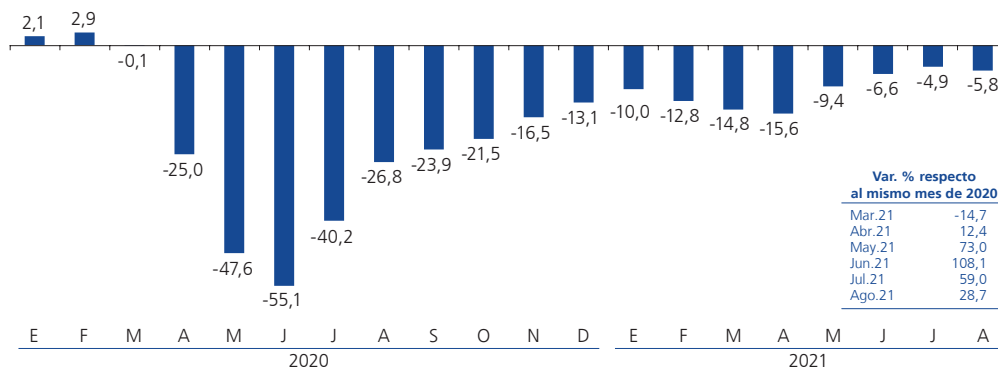
Gráfico 41
EMPRESAS DEL SECTOR PRIVADO QUE REPORTAN EMPLEO FORMAL
(Var. % respecto al mismo mes de 2019)



Fuente: SUNAT – planilla electrónica.

- d) La población ocupada de Lima Metropolitana, de acuerdo a la Encuesta Permanente de Empleo, se recuperó entre mayo y junio debido a la flexibilización de las medidas de restricción sanitaria. No obstante, en agosto frenó su ritmo de recuperación y registró una contracción de 5,8 por ciento respecto al mismo mes de 2019. Así, a agosto 286 mil personas aún se encuentran sin trabajo en comparación a lo alcanzado en el mismo periodo de 2019.

Gráfico 42
PEA OCUPADA DE LIMA METROPOLITANA, TRIMESTRE MÓVIL
(Var. % respecto al mismo mes de 2019)



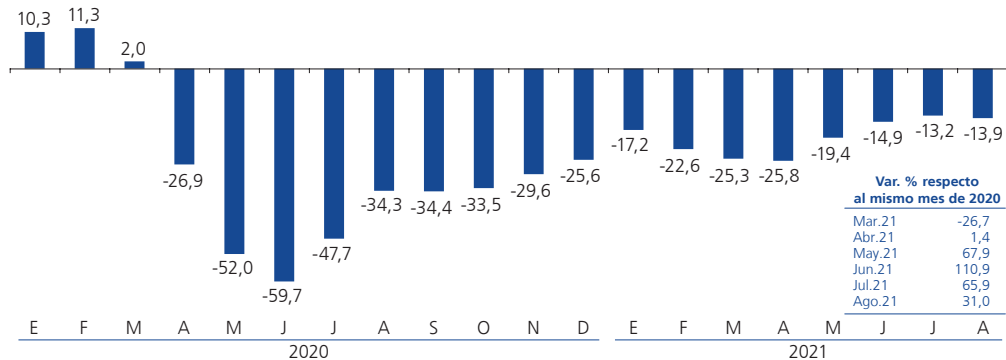
Fuente: INEI.

- e) La mayor contracción en la cantidad de trabajadores generó una caída mayor de la masa salarial nominal de Lima Metropolitana, alcanzando una tasa



de -13,9 por ciento en el trimestre móvil a julio respecto al mismo periodo de 2019.

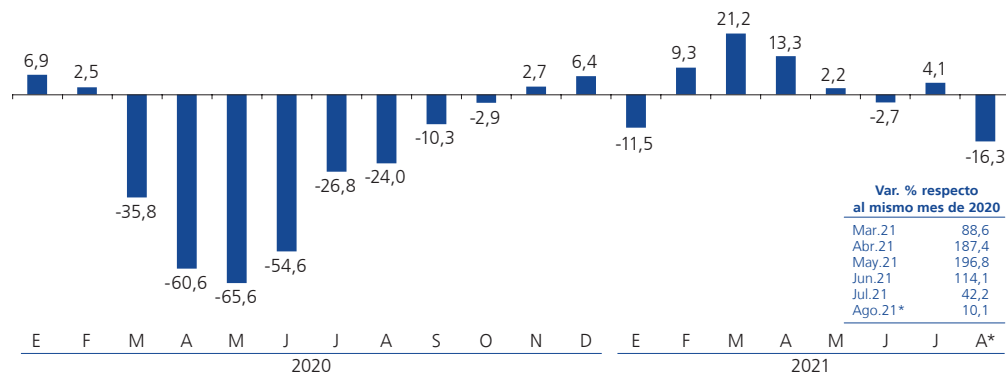
Gráfico 43
MASA SALARIAL DE LIMA METROPOLITANA, TRIMESTRE MÓVIL
(Var. % respecto al mismo mes de 2019)



Fuente: INEI.

- f) El volumen de importaciones de bienes de consumo duradero habría caído 16,3 por ciento en agosto respecto al mismo mes de 2019, registrando un crecimiento de 10,1 por ciento interanual. En julio, este indicador creció 4,1 por ciento respecto al mismo periodo de 2019 y 42,2 por ciento interanual.

Gráfico 44
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO DURADERO
(Var. % respecto al mismo mes de 2019)

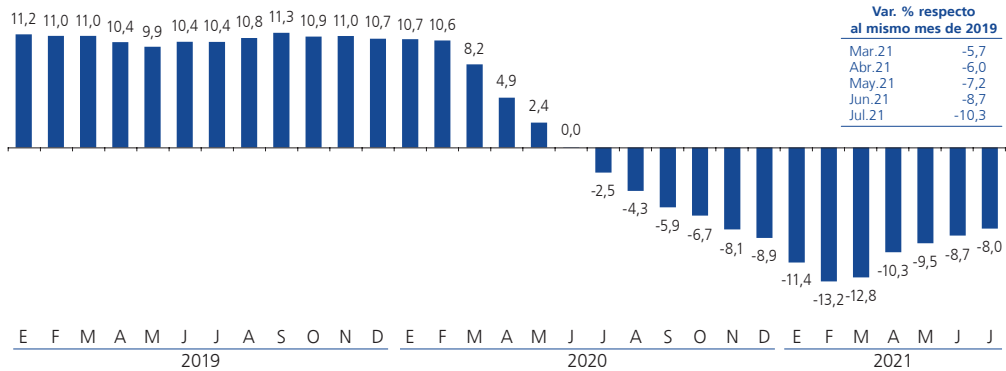


* Preliminar.
Fuente: SUNAT – Aduanas.

- g) El crédito de consumo en términos reales registró una menor tasa de contracción y disminuyó 8,0 por ciento interanual en julio. Esta ligera reversión

se debe a la recuperación de préstamos vehiculares y del uso de tarjetas de crédito.

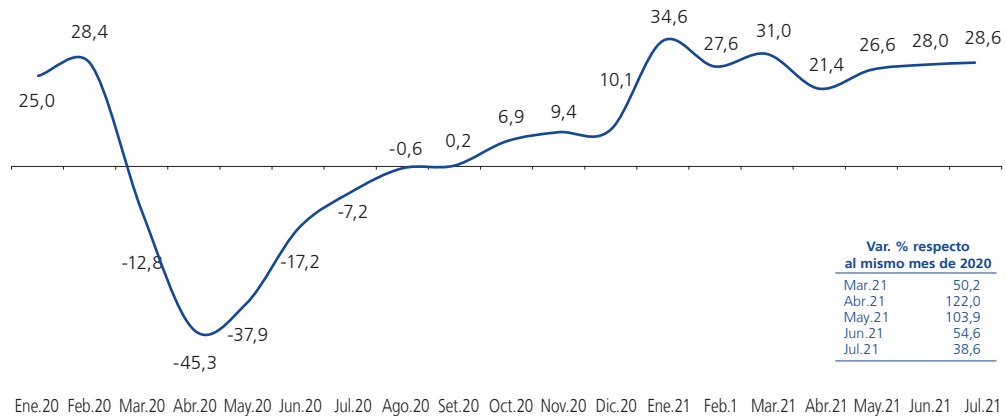
Gráfico 45
CRÉDITO REAL DE CONSUMO
(Variación porcentual interanual)



Fuente: BCRP.

- h) El valor en términos reales de los comprobantes electrónicos del sector comercio y servicios, indicador de alta frecuencia del consumo privado, continuó acelerando su ritmo de crecimiento respecto a los niveles de 2019 y creció 28,6 por ciento en julio, con lo cual se registró un incremento de 38,6 por ciento interanual. El mayor acceso a bienes y servicios, el uso de canales digitales y los estímulos implementados por el Gobierno han logrado que las ventas de los sectores ligados al consumo privado se incrementen significativamente en los últimos meses.

Gráfico 46
COMPROBANTES ELECTRÓNICOS DEL SECTOR COMERCIO Y SERVICIOS
(Var. % real respecto al mismo mes de 2019)

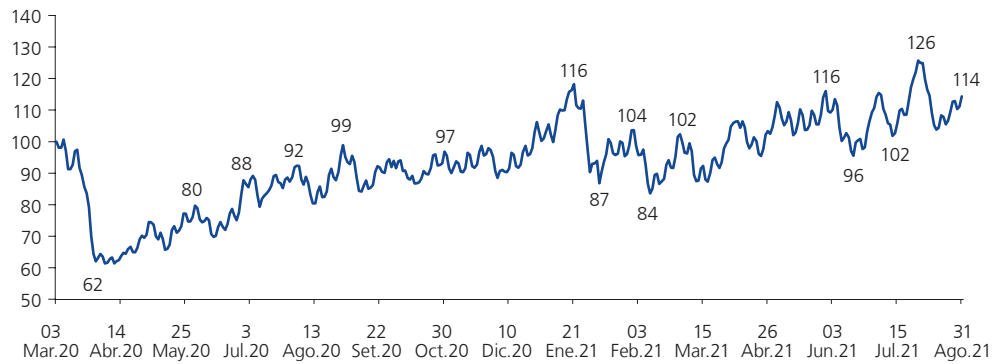


Fuente: SUNAT.



- i) El número de transacciones de clientes realizadas en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) disminuyó tras el desarrollo del proceso electoral, con lo cual descendió a niveles por debajo de los registrados antes del inicio de la pandemia. No obstante, a partir de la última semana de junio se ha observado una tendencia positiva. Así, al 31 de agosto de 2021, el indicador se encuentra 14 por ciento por encima de los niveles observados a inicios de marzo de 2020.

Gráfico 47
NÚMERO DE TRANSACCIONES DE CLIENTES EN EL LBTR
 (Promedio móvil 7 días, índice 100 = 3 de marzo)

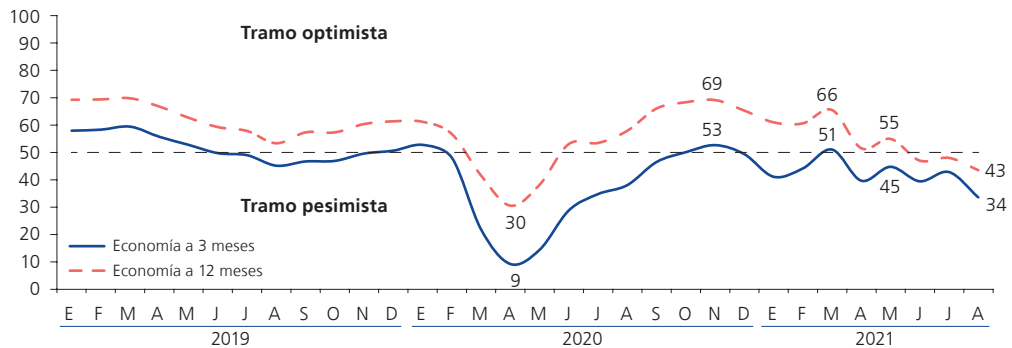


Fuente: BCRP.

- 35. La mayoría de indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la inversión privada se han dinamizado en los últimos meses. Sin embargo, las expectativas de los empresarios se han deteriorado debido a la incertidumbre ante el desarrollo del proceso electoral y el escenario político.

- a) Las expectativas de los empresarios acerca del futuro de la economía continuaron deteriorándose en agosto. Esto se debe a la incertidumbre política que surgió tras el desarrollo de las elecciones presidenciales. Los indicadores a 3 y 12 meses permanecieron en el tramo pesimista.

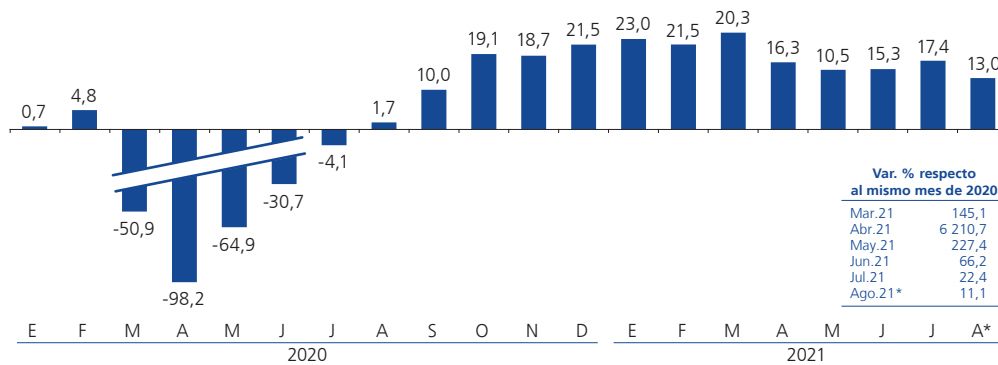
Gráfico 48
EXPECTATIVA DE LA ECONOMÍA A 3 Y 12 MESES
 (Índice de difusión)



Fuente: BCRP.

- b) El consumo interno de cemento, indicador relacionado a la inversión en construcción, continuó creciendo a tasas elevadas en los últimos meses, y se habría incrementado 13,0 en agosto respecto a similar mes de 2019 (11,1 por ciento interanual). Esto se debe a que se mantiene la dinámica de la autoconstrucción y de los proyectos de inversión en ejecución.

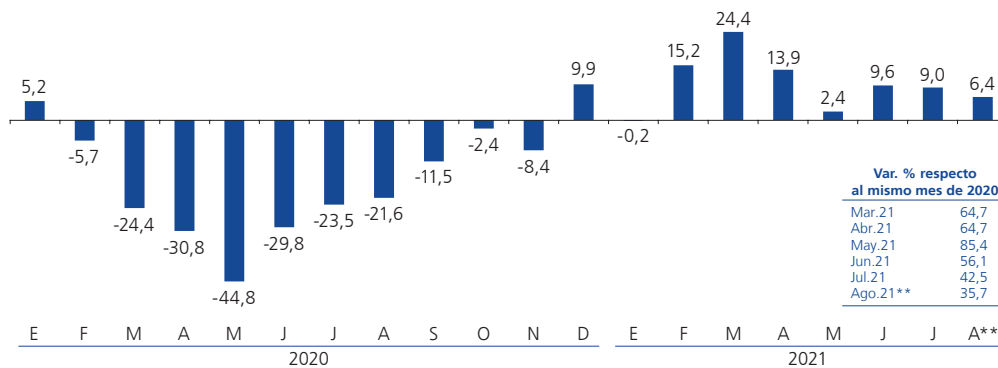
Gráfico 49
CONSUMO INTERNO DE CEMENTO
(Var. % respecto al mismo mes de 2019)



* Preliminar.
Fuente: Empresas cementeras.

- c) El volumen de importaciones de bienes de capital, excluyendo materiales de construcción y celulares, habría aumentado 6,4 por ciento respecto al mismo mes de 2019 y 35,7 por ciento en términos interanuales en agosto.

Gráfico 50
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL*
(Var. % respecto al mismo mes de 2019)

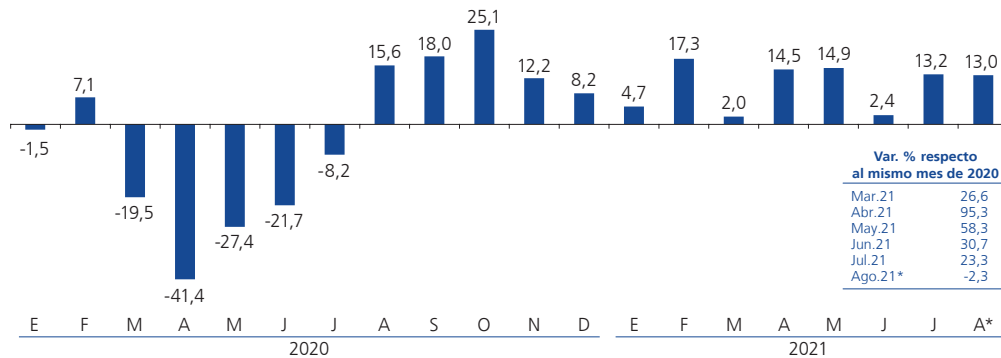


* Excluye materiales de construcción y celulares.
** Preliminar.
Fuente: SUNAT-Aduanas.

36. El volumen de exportaciones no tradicionales ha continuado dinamizada y habría registrado una tasa de expansión de 13,0 por ciento en agosto respecto al mismo mes de 2019 (-2,3 por ciento interanual). Este incremento reflejaría mayores envíos de productos agropecuarios, pesqueros, químicos, y textiles.



Gráfico 51
VOLUMEN DE EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
 (Var. % respecto al mismo mes de 2019)



*Preliminar.
 Fuente: SUNAT-Aduanas.

37. Las expectativas privadas sobre el crecimiento del PBI se han actualizado en línea con el dinamismo de la actividad económica durante el primer semestre del año y el escenario político. La última **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** indica que los analistas económicos y el sistema financiero proyectan una recuperación de 9,0 por ciento para el presente año, y un crecimiento de entre 3,0 y 3,6 por ciento para 2022.

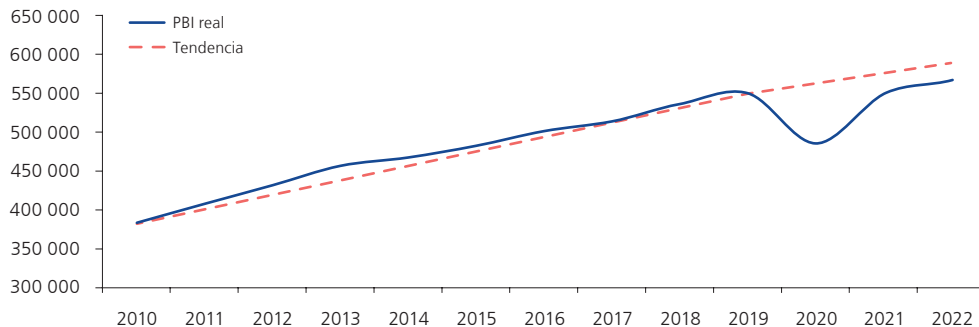
Cuadro 18
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
 (Variaciones porcentuales)

	RI Dic.20	RI Jun.21	RI Set.21*
Sistema Financiero			
2021	9,0	8,5	9,0
2022	4,0	4,0	3,0
Analistas Económicos			
2021	9,0	8,5	9,0
2022	4,5	4,6	3,6
Empresas No Financieras			
2021	4,0	4,5	6,0
2022	4,0	4,0	4,0

* Encuesta realizada al 31 de agosto.
 Fuente: BCRP.

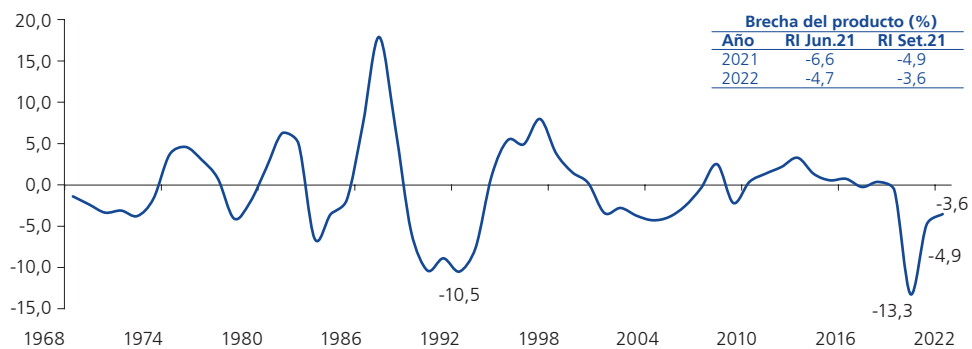
38. La brecha del producto, calculada como la diferencia entre el PBI observado y el PBI tendencial (o de largo plazo) posterior al choque de COVID-19, sería negativa en 4,9 por ciento para 2021, recuperándose parcialmente respecto al año anterior (-13,3 por ciento). Este resultado incorpora la mayor acumulación de capital originada por el incremento de 24,5 por ciento de la inversión privada y 20,0 por ciento de la inversión pública, que explicarían 4,3 y 0,8 puntos porcentuales del crecimiento del PBI de 2021, respectivamente. Asimismo, a medida que se flexibilice el cumplimiento de protocolos sanitarios la producción continuará recuperándose. Sin embargo, se estima que se dará bajo menores niveles de productividad asociados a las restricciones de oferta que ocasionó la pandemia, así como a la reasignación de los factores de producción entre sectores.

Gráfico 52
PBI REAL Y TENDENCIA*
(Millones de soles de 2007)



* La tendencia de largo plazo del PBI se calcula usando un filtro Hodrick – Prescott en frecuencia anual.

Gráfico 53
BRECHA DEL PRODUCTO*
(En porcentaje del PBI tendencial)



* La tendencia de largo plazo del PBI se calcula usando un filtro Hodrick – Prescott en frecuencia anual.

39. El **consumo privado** del primer semestre de 2021 registró una tasa de crecimiento interanual de 14,0 por ciento y de 0,1 por ciento respecto a similar periodo de 2019. El resultado se explica por el mayor acceso a bienes y servicios, la recuperación del mercado laboral, y el efecto positivo de los estímulos del Gobierno. Para los siguientes trimestres del año se espera que el gasto de las familias continúe recuperándose, impulsado por las mejores condiciones del mercado laboral y un mayor acceso a bienes y servicios que anteriormente estaban restringidos.

Asimismo, el Gobierno anunció la entrega del bono Yanapay, con lo cual se destinará S/ 350 a 13,5 millones de personas que se encuentran en situación de pobreza y vulnerabilidad, lo cual estimularía el consumo de los hogares. Además, se espera que las familias retomen sus hábitos de gasto previos a la pandemia a medida que avance el proceso de vacunación y se levanten las restricciones sanitarias vigentes. De esta manera, el consumo privado promediaría un crecimiento de 9,2 por ciento en 2021.

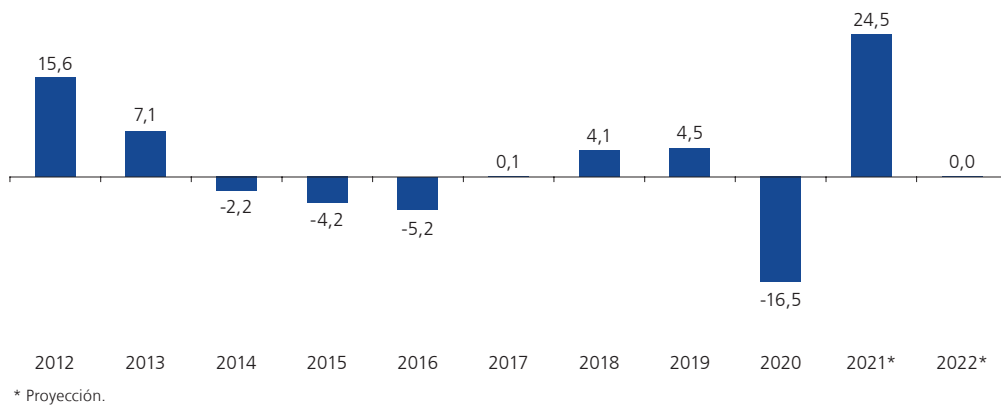
Se estima una expansión del consumo privado de 4,0 por ciento en 2022, en un contexto de mayores términos de intercambio, paulatina normalización de la actividad económica, recuperación del empleo y de los ingresos de las familias.

40. La **inversión privada** creció 14,8 por ciento en el primer semestre de 2021 respecto a similar periodo de 2019 (80,2 por ciento interanual), ritmo mayor al esperado, explicado



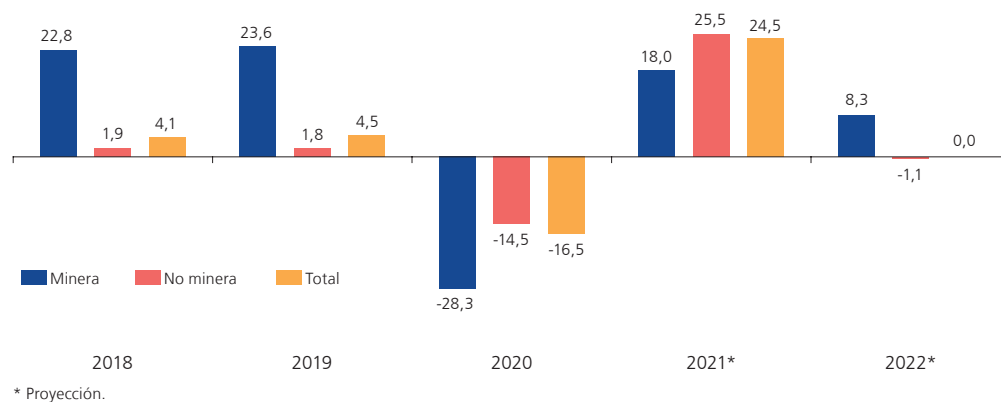
principalmente por el dinamismo de la autoconstrucción, mejoramiento de viviendas y ventas de nuevas viviendas, así como por la mayor ejecución de grandes proyectos de infraestructura. Se espera que esto se mantenga en los siguientes trimestres, aunque las menores expectativas empresariales empezarán a afectar la inversión privada durante el último trimestre del año y este efecto se mantendría a lo largo del 2022. Asimismo, se prevé que la inversión minera continúe acercándose a sus niveles previos a la pandemia. Con ello, la inversión privada crecería 24,5 por ciento (15,5 por ciento en el Reporte previo), y se revisa a la baja la tasa de crecimiento de 2022 de 2,5 a 0,0 por ciento.

Gráfico 54
INVERSIÓN PRIVADA: 2012 - 2022*
(Variaciones porcentuales reales)



- a. En el **sector minero**, las inversiones de enero a julio de 2021 totalizaron US\$ 2 533 millones, principalmente por las empresas Anglo American Quellaveco (US\$ 680 millones), Antamina (US\$ 222 millones) y Southern Perú Copper Corporation (US\$ 158 millones). En la primera mitad de 2021 culminó la construcción del proyecto Mina Justa (US\$ 1,6 mil millones de inversión total). La proyección para el periodo 2021-2022 considera la culminación de la construcción de los proyectos Quellaveco (US\$ 5,3 mil millones de inversión total) y Ampliación de Toromocho (US\$ 1,3 mil millones). Adicionalmente, se espera que proyectos como Corani (US\$ 0,6 mil millones), San Gabriel (US\$ 0,4 mil millones) y Yanacocha Sulfuros (US\$ 2,1 mil millones) inicien su construcción en 2022.

Gráfico 55
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación % real anual)



- b. En **infraestructura**, con la recuperación de la inversión privada, continúa el desarrollo de construcción de los principales proyectos. Destaca la Línea 2 del Metro de Lima, que a junio presenta un avance de 38 por ciento según OSITRAN y se espera termine el año con 5 estaciones correspondientes a la primera etapa (Evitamiento, Óvalo Santa Anita, Colectora Industrial, Hermilio Valdizán y Mercado Santa Anita). En relación a la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, iniciaron los primeros trabajos de asfalto en la segunda pista de aterrizaje y la nueva torre de control tiene un avance físico de 50 por ciento, lo que permitirá que entre en operaciones a inicios de 2023. Respecto al Terminal Portuario Marcona, la empresa Shougang presentó en febrero la Modificación del Estudio de Impacto Ambiental (MEIA) del proyecto ante SENACE y espera que el proyecto culmine a finales del 2022. En cuanto a la modernización del Muelle Norte del Callao, se tiene un avance de 47 por ciento y se está gestionando la adenda para la modificación de las etapas 3, 4 y 5, incrementando el monto de inversión de US\$ 749 millones a US\$ 1 100 millones. Por otro lado, DP World señala que el proyecto Muelle Bicentenario ya tiene EIA aprobado y tiene previsto iniciar las obras de la Fase 2 en la segunda mitad de 2021 y culminar en 2024, demandando en total más de US\$ 350 millones.

Cuadro 19
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2021-2022

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
MINERÍA	Angloamerican	Quellaveco
	Chinalco	Ampliación de Mina Toromocho
	Yanacocha	Yanacocha Sulfuros
	Bear Creek	Corani
	Buenaventura	San Gabriel
HIDROCARBUROS	Cálida Gas Natural del Perú	Masificación del gas natural
	Promigas Surtigas	Masificación del gas natural Piura
ELECTRICIDAD	ISA Perú	Enlace 500 kV Mantaro - Carapongo
	CSF Continua Misti	Planta solar en Arequipa
	Engie	Central eólica Punta Lomitas
INDUSTRIA	Yura	Proyecto de mejoras en fabricación de cemento
	Cementos Interoceánicos	Planta de cemento y cal
INFRAESTRUCTURA	Consortio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay
	Lima Airport Partners	Ampliación Terminal Aeropuerto Jorge Chávez
	Shougang Hierro Perú	Terminal Portuario Marcona
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	DP World Callao	Ampliación Muelle Sur
	Consortio Transportadora Salaverry	Puerto Salaverry
	Covi Perú	Red Vial Pucusana - Ica

* Estimado.
Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

- c. Para el periodo 2021-2023, **Proinversión** reporta una cartera de casi US\$ 7,4 mil millones en proyectos de inversión por adjudicar.





Cuadro 20
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2021-2023
(Millones de US\$)

	Inversión estimada
Por adjudicar	7 358
Anillo Vial Periférico	1 969
Parque Industrial de Ancón	750
Longitudinal de la sierra tramo 4	709
Nuevo Terminal Portuario San Juan De Marcona	480
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	480
Bandas AWS-3 y 2.3 GHz	289
Mejoramiento de los Servicios Turísticos en el Parque Arqueológico Choquequirao, Regiones Apurímac - Cusco	260
Hospital Nacional Hipólito Unanue	250
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	232
Colegios en Riesgo: Lima Metropolitana	227
Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	172
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	163
Essalud Piura	159
Colegios en Riesgo: Ate-San Juan de Lurigancho	148
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Trujillo	129
Essalud Chimbote	121
Hospital Militar Central	115
Colegios en Riesgo: Comas - San Martín de Porres	95
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Chincha	93
Colegios en Riesgo: Villa María del Triunfo	75
Colegios de Alto Rendimiento: COAR Centro	66
Planta de Tratamiento de aguas Residuales de Puerto Maldonado	55
Mejoramiento y Ampliación del Servicio de Abastecimiento de Agua - Ciudad de Cajamarca	55
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cusco	42
Desaladora Ilo	37
Gestión de Residuos Sólidos de Establecimientos de Salud Minsa	35
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cañete	34
Reque Nueva Carhuaquero	31
Saneamiento rural Loreto	28
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Tarapoto	26
Reforzamiento de Colegios de Cusco	19
Proyecto Turístico Teleférico Centro Histórico Lima-Centro San Cristobal	14
Sistema Integrado de Transporte del Gas - Zona Sur del Perú	*
Instalación de Trasmisión de Conexión Enlace 220 kV Piura Nueva – Colán	*
Enlace 500 kV San José-Yarabamba	*
Subestación Lambayeque Norte 220 kV con seccionamiento de la LT 220 kV Chiclayo Oeste – La Niña/ Felam	*
Instalación de Trasmisión de Conexión Enlace 220 kV Belaunde Terry – Tarapoto Norte	*
Subestación Piura Este 100 MVA 220/60/23 kV	*
Enlace 220 kV Ica – Poroma	*
Enlace 500 kV Huanuco –Tocache – Celendín – Trujillo	*
Enlace 500 kV Celendín – Piura	*
Instalación de Trasmisión de Conexión Enlace 220 kV Caclic – Jaen Norte	*

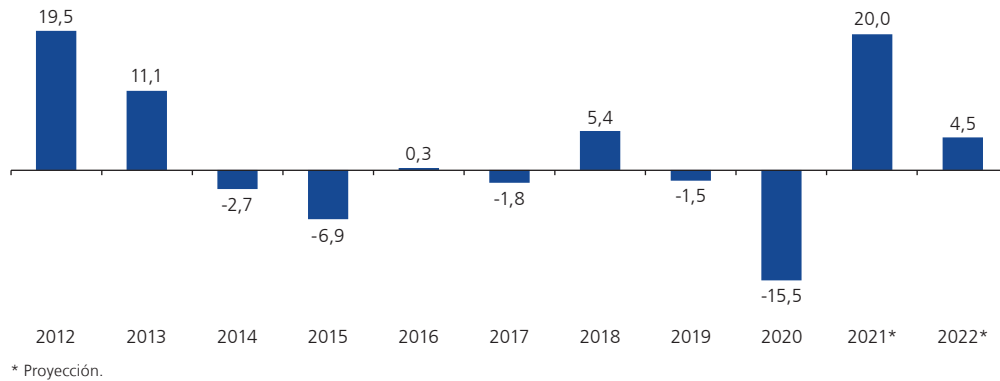
* No se tiene actualmente un monto estimado de inversión.

Fuente: Proinversión.

41. La **inversión pública** aumentó 17,2 por ciento en el primer semestre de 2021 respecto a similar periodo de 2019 y 94,1 por ciento interanual. Los mayores desembolsos fueron destinados a la ejecución de obras de transporte, educación, saneamiento y salud, incluyendo proyectos de reconstrucción (especialmente bajo el Acuerdo Gobierno a Gobierno con Reino Unido) y del Plan Nacional de Infraestructura.

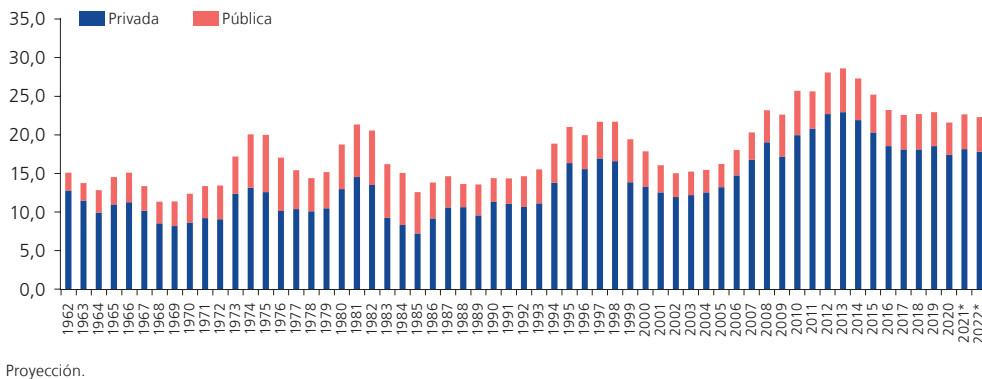
Se espera que la inversión pública de 2021 y 2022 crezca 20,0 y 4,5 por ciento, respectivamente, como resultado del mayor gasto en obras de reconstrucción, bajo el Acuerdo Gobierno a Gobierno con el Reino Unido, Proyectos Especiales de Inversión Pública y los proyectos en el marco del Plan Nacional de Infraestructura para la Competitividad (PNIC).

Gráfico 56
INVERSIÓN PÚBLICA: 2012 - 2022
(Variaciones porcentuales reales)



42. La **inversión bruta fija**, en porcentaje del PBI real, aumentaría 0,3 puntos porcentuales entre 2019 y 2022, ubicándose en 23,2 por ciento del producto. Para que la inversión continúe creciendo en los siguientes años se requiere recuperar la confianza de los inversionistas y mantener la estabilidad económica, así como aplicar reformas orientadas a incrementar la productividad de la economía.

Gráfico 57
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2022
(Porcentaje del PBI real)



43. Se proyecta que el ahorro interno se reduzca de 19,5 por ciento del PBI en 2020 a 19,3 por ciento en 2021, debido a que la caída del ahorro privado superaría la recuperación del ahorro público. El ahorro público aumentaría en 5,1 puntos porcentuales del PBI entre 2020 y 2021, explicado por el menor uso de recursos del Estado para enfrentar la pandemia y por el aumento de los ingresos recaudados ante la reanudación de las actividades económicas. Por su parte, el ahorro del sector privado se reduciría a 18,8 por ciento del PBI, como resultado del mayor crecimiento del consumo y el paulatino retorno de los hábitos de gasto a los observados previo a la pandemia. La reanudación y mayor ejecución de proyectos públicos y privados elevaría el ratio de inversión bruta interna respecto al año previo en 2,4 puntos porcentuales. En suma, el requerimiento de financiamiento externo se ubicaría en 1,7 por ciento del PBI en 2021.





En 2022, tras la normalización del escenario sanitario a nivel global y la recuperación de la actividad económica, el ahorro público continuaría con una tendencia positiva debido a un menor déficit fiscal. En tanto, el ahorro privado aumentaría en 0,6 puntos porcentuales, explicado por la menor confianza empresarial sobre el entorno económico. Así, la brecha externa se ubicaría en 0,2 por ciento del PBI nominal.

Cuadro 21
BRECHAS AHORRO - INVERSIÓN
(% del PBI nominal)

	2020	2021*			2022*	
		I Trim.	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
1 Inversión Bruta Interna 1/	18,7	21,7	19,6	21,1	19,2	20,3
2 Ahorro Interno	19,5	18,5	19,8	19,3	21,0	20,5
Brecha Externa (=2-1)	0,8	-3,3	0,2	-1,7	1,8	0,2
1.1 Inversión Bruta Interna Privada 1/	14,4	17,7	15,2	16,6	14,8	15,9
1.2 Ahorro Privado	24,1	14,3	19,8	18,8	19,6	19,4
Brecha Privada (=1.2-1.1)	9,6	-3,4	4,6	2,2	4,9	3,5
2.1 Inversión Pública	4,3	4,1	4,5	4,5	4,4	4,5
2.2 Ahorro Público	-4,6	4,2	0,0	0,5	1,4	1,1
Brecha Pública (=2.2-2.1)	-8,9	0,1	-4,5	-4,0	-3,1	-3,4

RI: Reporte de Inflación.

* Últimas dos columnas corresponden a la proyección anual del RI previo y el actual.

1/ Incluye variación de inventarios.

Fuente: BCRP.

Recuadro 5

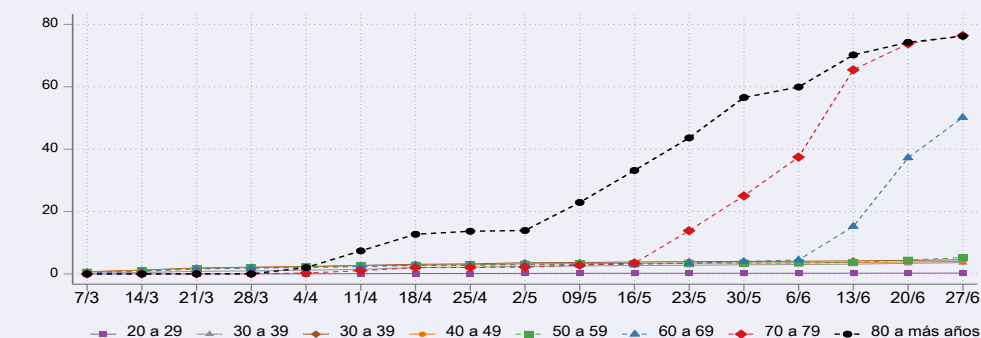
PERÚ: IMPACTO DE LA VACUNACIÓN SOBRE INFECCIONES POR COVID-19 Y EXCESO DE MUERTES

La vacunación contra el COVID-19 en el Perú se encuentra en curso desde febrero de 2021 y ha tenido algunos cambios desde su estrategia inicial. Con los primeros lotes de vacunas, del laboratorio Sinopharm, se priorizó la vacunación del personal de salud de primera línea. Luego, la primera fase de la vacunación incluyó, además del personal de salud, a bomberos, personal de las fuerzas armadas y policiales, entre otros. Más adelante, en marzo, los adultos mayores también fueron incluidos en la primera fase de la vacunación, empezando por los mayores de 80 años. Finalmente, y conforme llegaban las dosis de vacunas al país, la vacunación se trasladó hacia rangos etarios menores.

Así, por ejemplo, al 27 de junio de 2021, fecha común entre las bases de datos disponibles³¹, cerca del 80 por ciento de la población de los grupos etarios mayores de 80 años y entre 70 y 79 años se encuentra vacunada completamente. Es decir, recibieron las dos dosis requeridas para alcanzar la máxima inmunidad. Asimismo, la vacunación de la población entre 60 y 69 años mostraba un avance del 50,2 por ciento a dicha fecha. La población integrada en los demás rangos de edad (menores a 59 años) no supera el 5 por ciento de vacunación completa, lo que puede observarse en el siguiente gráfico.

EVOLUCIÓN DE LA POBLACIÓN VACUNADA COMPLETAMENTE 1/ SEGÚN GRUPOS DE EDAD, 2021

(Acumulado y en porcentajes respecto a la población de cada grupo de edad)



1/ Con dos dosis.
Fuente: MINSA.

En la actualidad, existen diversos estudios que demuestran la eficacia y la efectividad de las vacunas contra el COVID-19³², aunque los estudios sobre el último indicador son más recientes, puesto que sólo se pueden desarrollar una vez iniciada la campaña de vacunación en un país. El primer estudio sobre el nivel de protección que brindaba la vacuna fue llevado a cabo en Israel³³. Este país lideraba el *ranking*

31 Para llevar a cabo el presente Recuadro se utilizó las bases de datos de fallecidos del Sistema Nacional de Defunciones (SINADEF), así como las bases de datos sobre infectados por COVID-19 y del proceso de vacunación. Estas tres bases de datos tienen diferentes fechas de corte en su actualización. La base del SINADEF tuvo como fecha de corte, al momento de desarrollar el Recuadro, el 12 de agosto de 2021, mientras que para las bases de infectados y vacunados las fechas fueron el 3 y 19 de julio, respectivamente. Así, para contar con una fecha común de análisis entre todas las bases de datos y que esta no se vea influenciada por recientes actualizaciones, se tomó la fecha del 27 de junio (semana previa a la fecha de corte de infectados por COVID-19).

32 La eficacia se refiere a la protección que brinda la vacuna dentro de un ensayo controlado, mientras la efectividad está relacionada a la protección verdadera que brinda la vacuna en el mundo real.

33 Rossman et al. (2021). Patterns of COVID-19 pandemic dynamics following deployment of a broad national immunization program.



mundial de inoculación a inicios de 2021 y utilizaba prioritariamente la vacuna de Pfizer. El estudio encuentra que, a mediados de enero (un mes luego de iniciada la campaña de vacunación), los nuevos casos de COVID-19 y las hospitalizaciones empezaron a disminuir, lo cual es más evidente en personas mayores y en ciudades que empezaron a vacunar tempranamente.

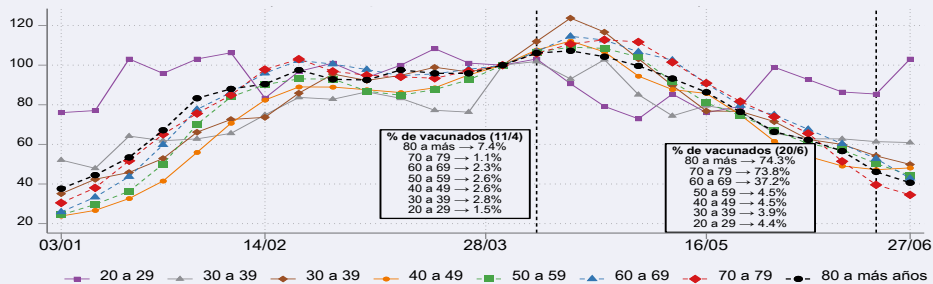
En el Perú, existe un estudio publicado por el Instituto Nacional de Salud que demuestra la efectividad de la vacuna Sinopharm entre los trabajadores de salud³⁴. La investigación muestra que la vacunación completa con Sinopharm (dos dosis) es 50,4 por ciento efectiva para prevenir la infección por SARS-CoV-2 y 94,0 por ciento efectiva para evitar la muerte del personal médico. Además, encuentra que la vacunación parcial (1 dosis) tiene una efectividad de 17,2 por ciento para prevenir infección y 46,3 por ciento para prevenir fallecimiento, una protección significativamente menor a la que brindan las dos dosis de la vacuna.

De hecho, diversos estudios señalan que la eficacia o efectividad de las vacunas adquiridas por el gobierno peruano (Sinopharm, Pfizer y AstraZeneca), es superior al 90 por ciento para evitar la muerte. En el caso de Pfizer, un artículo de *The Lancet* señala que la vacuna es 96,7 por ciento efectiva contra la muerte por COVID-19, según un estudio en Israel.³⁵ Asimismo, en los ensayos clínicos de AstraZeneca realizados en Reino Unido, Sudáfrica y Brasil, no se reportaron muertes de aquellos que recibieron la vacuna.³⁶

La evidencia anterior es consistente con una reducción importante en el índice de la tasa de mortalidad³⁷ como consecuencia del COVID-19, a medida que avanza el proceso de vacunación en el Perú (ver siguiente gráfico). Así, por ejemplo, la tasa de mortalidad de la población de 80 a más años se redujo cerca del 60 por ciento entre las semanas del 4 de abril y del 27 de junio, en tanto el avance de la vacunación de este grupo etario fue del 70,2 por ciento en la semana del 13 de junio. De igual manera, el grupo etario de 70 a 79 años redujo su mortalidad en 65,4 por ciento hacia el 27 de junio y tuvo una tasa de vacunación del 65 por ciento al 13 de junio.

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE MORTALIDAD SEGÚN GRUPOS DE EDAD, 2021

(En índices, periodo base semana del 29/03 al 04/04)



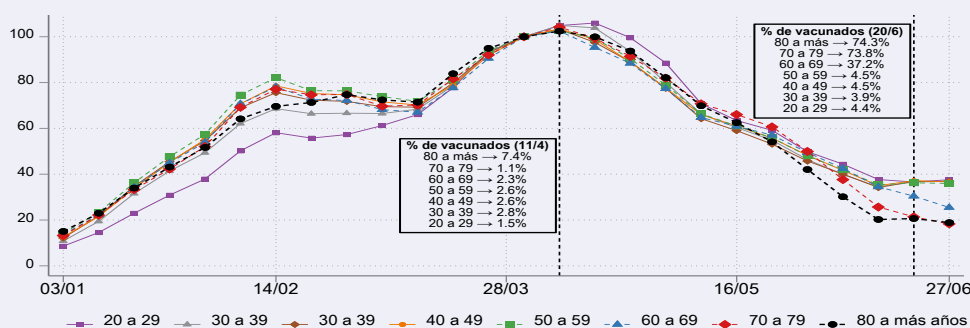
1/ La tasa de mortalidad es la división entre el exceso de muertes no violentas entre la población total de cada grupo de análisis. El exceso de muertes se obtiene al comparar la evolución de muertes no violentas totales -aquellas que excluyen a los accidentes, homicidios y suicidios- de los años 2020 y 2021 con respecto al año 2019.
Fuente: MINSU.

- 34 Silva-Valencia, J et al. (2021) Efectividad de la vacuna BBIP-CorV para prevenir infección y muerte en personal de salud, Perú 2021.
- 35 Haas, E (2021) Impact and effectiveness of mRNA BNT162b2 vaccine against SARS-CoV-2 infections and COVID-19 cases, hospitalizations, and deaths following a nationwide vaccination campaign in Israel: an observational study using national surveillance data.
- 36 Deloria Knoll, M. y Wonodi, C. (2020) Oxford–AstraZeneca COVID-19 vaccine efficacy.
- 37 La tasa de mortalidad es calculada como la división entre el exceso de muertes no violentas y la población total de cada grupo de análisis. El exceso de muertes se obtiene al comparar la evolución de muertes no violentas total –aquellas que excluyen a los accidentes, homicidios y suicidios– de 2020 y 2021 con respecto a 2019.

Al igual que la mortalidad, el índice de contagios³⁸ ha sufrido reducciones importantes conforme el proceso de vacunación avanza. Por ejemplo, los grupos etarios de 80 a más años y de 70 a 79 años, grupos con mayor avance de vacunación (65,4 y 70,2 por ciento al 13 de junio), redujeron su índice de contagio en más del 80 por ciento entre las semanas del 4 de abril y 27 de junio (ver siguiente gráfico). Por el contrario, los grupos etarios con menor avance en su vacunación muestran una menor caída.

EVOLUCIÓN DE LOS INFECTADOS 1/ POR COVID-19 SEGÚN GRUPOS DE EDAD, 2021

(En índices, periodo base semana del 29/03 al 04/04)



1/ Total de personas con prueba antígeno o molecular positiva.
Fuente: MINSA.

Para analizar formalmente el impacto de la vacunación sobre los índices de exceso de fallecidos, un indicador más robusto a errores en la clasificación de fallecidos por COVID-19 oficiales, y contagios por la COVID-19, se trabajó con dos modelos lineales que contienen como variables dependientes al índice de exceso de fallecidos ($IndFallecidos_{ept}$) y al índice de infectados ($IndInfectados_{ept}$), que corresponden al grupo etario e , que vive en la provincia p y que ha sido vacunada hasta el periodo t , tomando a la semana del 4 de abril de 2021 como periodo base.

Para evaluar el impacto del avance de la vacunación sobre el índice de exceso de fallecidos, se incorpora la variable explicativa $ShareVac_{ept-2}$ que mide el porcentaje de la población del grupo etario e , que vive en la provincia p y que ha sido vacunada hasta el periodo $t-2$. Esta variable tiene un rezago de dos periodos respecto al registro de fallecidos porque permite considerar el periodo (2 semanas) de alcance de la máxima inmunidad luego de haber recibido la segunda dosis de la vacuna contra la COVID-19. Este supuesto es relajado en la ecuación de infectados, donde la variable $ShareVac_{ept-1}$ solo presenta un rezago.

Las especificaciones incorporan efectos fijos de provincia y tiempo (α_{pt}) y grupos de edad y provincia (α_{ep}), los cuales nos permiten controlar por características no observables para el investigador que varían a través del tiempo y que son específicas a cada grupo etario y provincia, respectivamente. Por ejemplo, α_{pt} controla, entre otras variables, por la movilidad propia de cada provincia así como por las zonas de riesgo (extremo, muy alto, alto y moderado), las cuales varían en el tiempo y por provincia, entre otras variables. Por su parte, α_{ep} controla, entre otros aspectos, por las características educativas, socio-demográficas o de salud que tiene cada grupo etario en cada provincia. Adicionalmente, se han conformado "pares" de grupos con edades adyacentes en las estimaciones, para lograr un análisis más acotado y preciso. Por ejemplo, en una primera regresión solo se considera el grupo de personas con 80 a más años y el de 70-79, mientras que a este último se le incluye también en un segundo grupo de pares junto con la población de 60-69 años.

38 Grupo de personas con prueba COVID-19 de antígeno o molecular positiva.



Para llevar a cabo la estimación se utilizó información de fallecidos, infectados y vacunados provistos por la Plataforma Nacional de Datos Abiertos brindada por la Presidencia del Consejo de Ministros (PCM). Además, se utilizó el Censo de Población y Vivienda de 2017, con el fin de obtener la población total por grupos de edad y provincias.

$$\begin{aligned} IndFallecidos_{ept} &= \alpha_{ep} + \alpha_{pt} + \beta ShareVac_{ept-2} + \varepsilon_{ept} \\ IndInfectados_{ept} &= \alpha_{ep} + \alpha_{pt} + \beta ShareVac_{ept-1} + \varepsilon_{ept} \end{aligned}$$

Los resultados de las estimaciones, consistentes con el análisis descriptivo previo, señalan que a medida que se incremente la población vacunada, la mortalidad y los infectados por COVID-19 se reducirían. Por ejemplo, un incremento de un punto porcentual en el porcentaje de vacunados en el grupo etario de 80 a más años, estaría asociado con una reducción estadísticamente significativa del índice de fallecidos en 0,15 puntos y 0,28 puntos en el índice de infectados. Esta relación se mantiene, incluso con diferentes especificaciones, para el resto de grupos etarios analizados (ver siguiente cuadro).

IMPACTO DE LA VACUNACIÓN EN EL EXCESO DE FALLECIDOS E INFECTADOS POR COVID-19

Fallecidos			
	[80 a más/79-70]	[79-70/69-60]	[69-60/59-50]
ShareVac _{ept-2}	-0,157**	-0,126**	-0,334*
Nº observaciones	9200	9220	9230
R2	0,852	0,870	0,858
Infectados			
	[80 a más/79-70]	[79-70/69-60]	[69-60/59-50]
ShareVac _{ept-1}	-0,277***	-0,196***	-0,290**
Nº observaciones	9644	9636	9618
R2	0,872	0,912	0,940

Notas:

1. Estimaciones son ponderadas con población y elimina outliers (índice de fallecidos/infectados superior al percentil 99 e inferior al percentil 1).
 2. Los resultados también son consistentes si se considerase la serie de fallecidos confirmados (por una prueba molecular, antígeno o molecular) por COVID-19.

3. Las estimaciones incluyen efectos fijos de provincia y tiempo (α_{pt}) y grupos de edad y provincia (α_{ep}).

Fuente: MINSA y Censo de Población y Vivienda 2017.

En conclusión, la evidencia indica que mientras mayor sea la población vacunada completamente, mayor será la prevención de la hospitalización y la muerte por COVID-19. Por ello, la vacunación es la principal herramienta para luchar contra este virus. En ese sentido, es de crucial importancia incentivar la vacunación completa entre la población peruana. Con ello se reducirá la morbilidad y mortalidad por COVID-19 y, además, se evitará el colapso de los sistemas sanitarios, permitiendo atender oportunamente las necesidades de salud de la población.

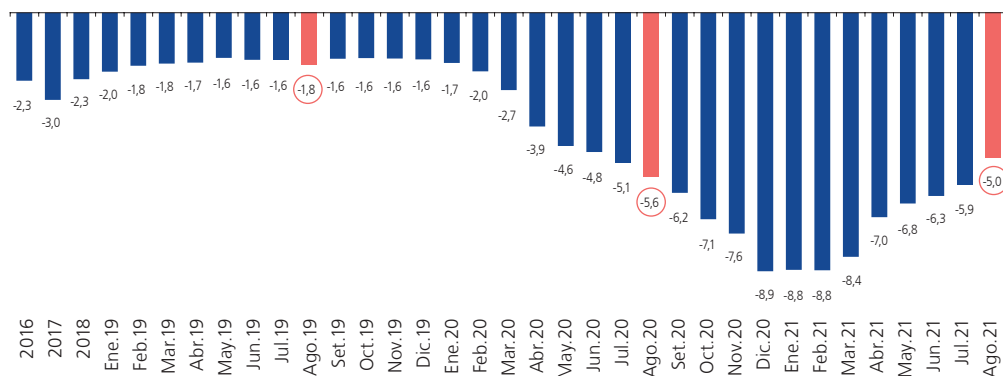
IV. Finanzas públicas

44. El déficit fiscal en términos anuales disminuyó de 8,9 a 5,0 por ciento del PBI entre diciembre de 2020 y agosto de 2021. Así, desde marzo de 2021 se han registrado seis meses consecutivos de reducción del déficit fiscal, luego de la tendencia creciente observada el año pasado producto de la pandemia.

El aumento de los ingresos corrientes del Gobierno General en los últimos 12 meses a agosto reflejó el contexto favorable de precios de los minerales y la recuperación de la actividad económica. Por componentes, la mayor recaudación provino de los ingresos tributarios del Gobierno Nacional, principalmente del Impuesto General a las Ventas (IGV), tanto interno como externo, y del impuesto a la renta, principalmente de personas jurídicas domiciliadas y en menor medida de personas naturales. En el caso de los ingresos no tributarios destacaron los mayores ingresos por regalías mineras, contribuciones sociales y recursos propios y transferencias.

Los gastos no financieros anualizados del Gobierno General se han reducido como porcentaje del producto, sin embargo, en términos nominales han aumentado entre diciembre de 2020 y agosto del presente año. El incremento nominal de los gastos (10,5 por ciento) se observó principalmente en el componente de formación bruta de capital (40,8 por ciento), en los tres niveles de gobierno, en particular el Gobierno Nacional y los Gobiernos Locales. Por su parte, el incremento del gasto corriente (4,8 por ciento), se debió principalmente a las mayores adquisiciones de bienes y servicios (17,7 por ciento) para enfrentar la emergencia sanitaria, de reactivación, así como por la recuperación del gasto no COVID-19, que se vio afectado por la cuarentena y suspensión de procesos de contrataciones.

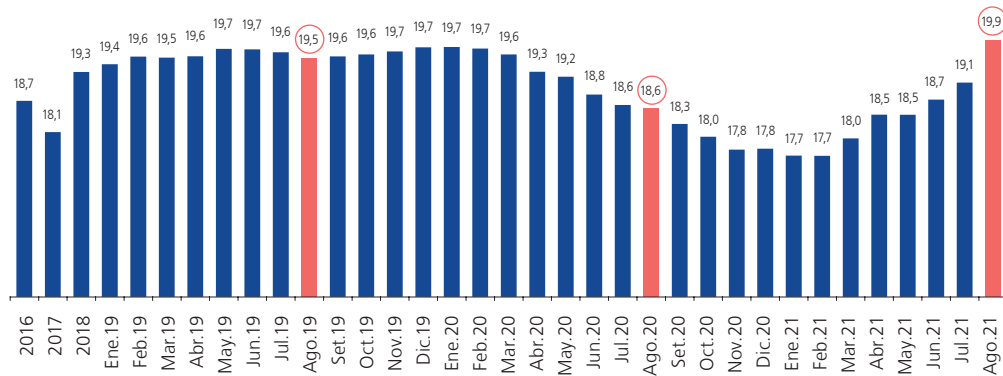
Gráfico 58
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2016-2021
(Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Fuente: MEF, SUNAT y BCRP.

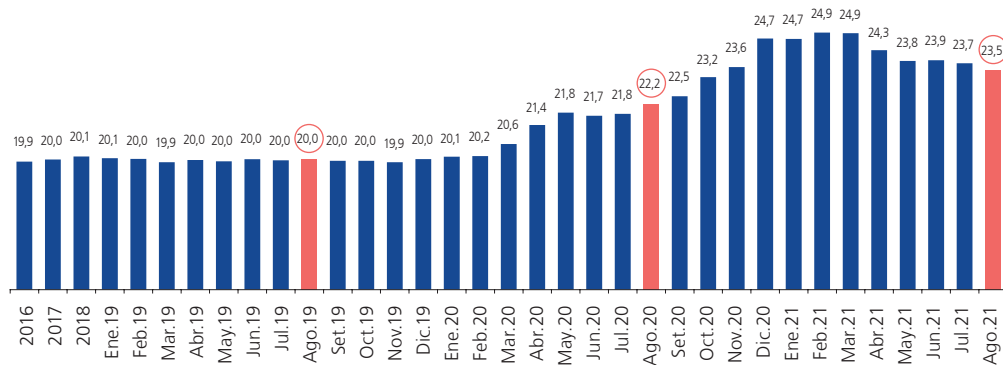


Gráfico 59
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2016-2021
 (Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Fuente: SUNAT y BCRP.

Gráfico 60
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2016-2021
 (Acumulado últimos 12 meses - Porcentaje del PBI)



Fuente: MEF y BCRP.

45. Se estima una reducción del déficit fiscal a 4,0 por ciento del PBI en 2021. Esta evolución se explicaría por el crecimiento de los ingresos corrientes, debido a un contexto internacional favorable, a la recuperación de la actividad económica y a la recaudación de ingresos extraordinarios. La disminución del déficit se vería reforzada por los menores gastos no financieros como porcentaje del PBI, particularmente corrientes, luego de las medidas transitorias de gasto público adoptadas para hacer frente a la pandemia.

Para 2022 se proyecta que el proceso de consolidación de las finanzas públicas continúe, con el déficit fiscal ubicándose en 3,4 por ciento del PBI. Este nivel es menor en 0,3 puntos porcentuales del producto al establecido por la regla fiscal de 3,7 por ciento (Decreto de Urgencia N°079-2021), lo cual otorgaría un margen de presentarse alguna contingencia.

En comparación con el Reporte de junio, se reduce la proyección del déficit fiscal de 4,5 a 4,0 por ciento del producto para 2021, en tanto que para 2022 la proyección se incrementa de 3,1 a 3,4 por ciento del PBI. El menor déficit para 2021 se explica por una revisión al alza de los ingresos fiscales producto de: i) una recaudación observada mayor a la esperada; y ii) de ingresos extraordinarios por el pago de deudas tributarias. La

evolución de los ingresos sería parcialmente contrarrestada por gastos corrientes más altos que lo esperado en junio. Por su parte, la revisión al alza del déficit para 2022 se explica, principalmente, por una menor recaudación, en línea con la recuperación más gradual de la actividad económica y menores cotizaciones de cobre y oro, así como mayores gastos no financieros.

Cuadro 22
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

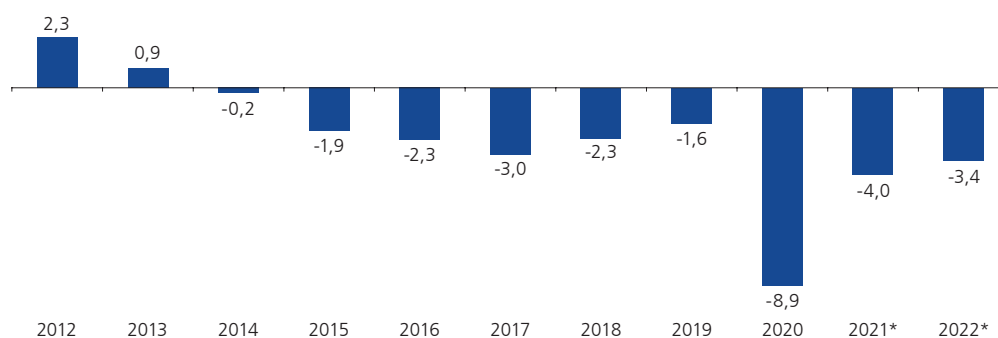
	2020	2021*			2022*	
		1er Sem.	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	17,8	21,2	19,3	20,1	20,1	20,0
Variación % real	-17,4%	35,3%	23,7%	30,1%	9,8%	3,7%
2. Gastos no financieros del Gobierno General	24,7	20,1	22,3	22,6	21,7	21,9
Variación % real	12,8%	21,7%	2,7%	5,3%	2,7%	1,3%
<u>Del cual:</u>						
Gasto corriente	20,2	15,8	17,3	17,8	16,7	16,7
Variación % real	19,4%	9,2%	-2,2%	1,2%	1,8%	-1,3%
Formación bruta de capital	3,8	3,6	4,1	4,1	4,2	4,2
Variación % real	-13,2%	121,9%	23,9%	25,0%	7,7%	8,2%
3. Otros 1/	-0,4	0,6	0,0	0,0	0,1	0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	-7,3	1,7	-2,9	-2,4	-1,5	-1,8
5. Intereses	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6
6. Resultado económico	-8,9	0,1	-4,5	-4,0	-3,1	-3,4

1/ Incluye ingresos de capital del Gobierno General y resultado primario de empresas estatales.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 61
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2012-2022
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Ingresos corrientes

46. La tasa de expansión real esperada de los ingresos corrientes de 30,1 por ciento para 2021 sería mayor a la contemplada en el Reporte previo (23,7 por ciento), y como porcentaje del PBI representaría un incremento en la proyección de 0,8 puntos porcentuales.



Por componentes, los mayores ingresos proyectados para 2021 se explican, principalmente, por el crecimiento de los ingresos tributarios por concepto de impuesto a la renta e Impuesto General a las Ventas (IGV). El impuesto a la renta aumentaría por la mayor regularización correspondiente al ejercicio gravable 2020 y por los mayores pagos a cuenta esperados debido al impacto del incremento de los precios y del tipo de cambio sobre las ventas del sector transable. Asimismo, la proyección incorpora los pagos realizados en agosto por concepto de amnistía y regularización en el rubro de otros ingresos tributarios.

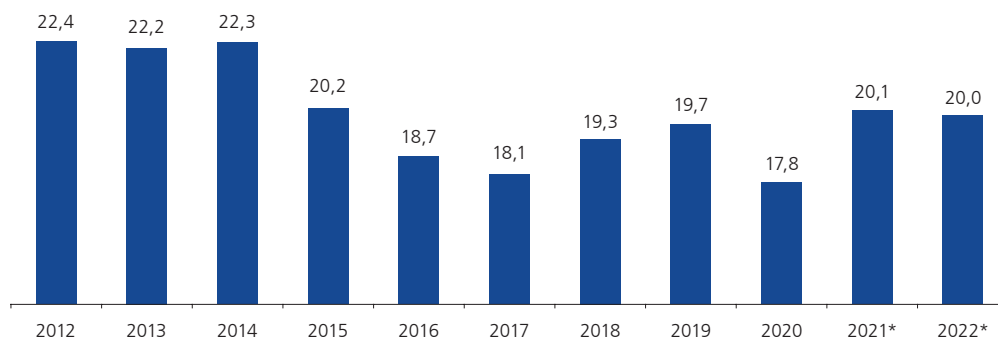
Cuadro 23
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2020	2021*			2022*	
		1er Sem.	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
INGRESOS TRIBUTARIOS	13,3	16,6	15,0	15,6	15,7	15,5
Impuesto a la renta	5,3	7,1	5,8	6,0	6,4	6,2
Impuesto General a las Ventas (IGV)	7,7	8,8	8,5	8,7	8,5	8,6
Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Impuesto a las importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,5	1,8	1,8	2,1	1,8	1,9
Devolución de impuestos	-2,4	-2,3	-2,2	-2,3	-2,2	-2,3
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,5	4,6	4,4	4,5	4,5	4,5
Contribuciones sociales	2,2	2,2	2,1	2,1	2,2	2,1
Recursos propios y transferencias	1,6	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4
Canon y Regalías	0,5	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7
Resto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
TOTAL	17,8	21,2	19,3	20,1	20,1	20,0

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

En comparación con el Reporte previo, los ingresos corrientes de 2022 registrarían un menor crecimiento real (3,7 frente al 9,8 por ciento previo) y como porcentaje del PBI se ubicarían 0,1 puntos porcentuales por debajo del nivel esperado en junio (20,1 por ciento). El menor dinamismo de los ingresos en 2022 se explica por la proyección más baja de precios de minerales, que reduciría el impuesto a la renta, así como por el menor crecimiento proyectado de la actividad económica.

Gráfico 62
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2012-2022
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Dadas las proyecciones de crecimiento para 2021 y 2022, los ingresos corrientes representarían el 20,0 por ciento del PBI al final del horizonte de proyección, nivel mayor a los registrados durante los últimos 5 años.

Gastos no financieros

47. Los gastos no financieros registrarían un crecimiento real de 5,3 por ciento en 2021, y como porcentaje del producto se ubicarían en 22,6 por ciento, menor en 2,1 puntos porcentuales del producto al observado en 2020 (24,7 por ciento del PBI). Para 2022 los gastos no financieros representarían el 21,9 por ciento del PBI, en línea con la consolidación esperada del gasto público y el cumplimiento de las reglas macrofiscales del Sector Público No Financiero para 2022 (Decreto de Urgencia N°079-2021).

Respecto a lo previsto en el último Reporte, el incremento en la proyección de los gastos no financieros para 2021 incorpora el nuevo bono Yanapay Perú autorizado mediante Decreto de Urgencia N°080-2021. Esta transferencia otorgará S/ 350 a las personas mayores de edad en situación de pobreza, y con un mínimo de S/ 700 soles por familia. El costo total para el otorgamiento del subsidio monetario ascendería a S/ 5 145 millones. En tanto, el incremento en la estimación de los gastos para 2022 corresponde al incremento progresivo del gasto en educación y mayores niveles de inversión a los previstos en junio.

Gráfico 63
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2012 - 2022
(Porcentaje del PBI)

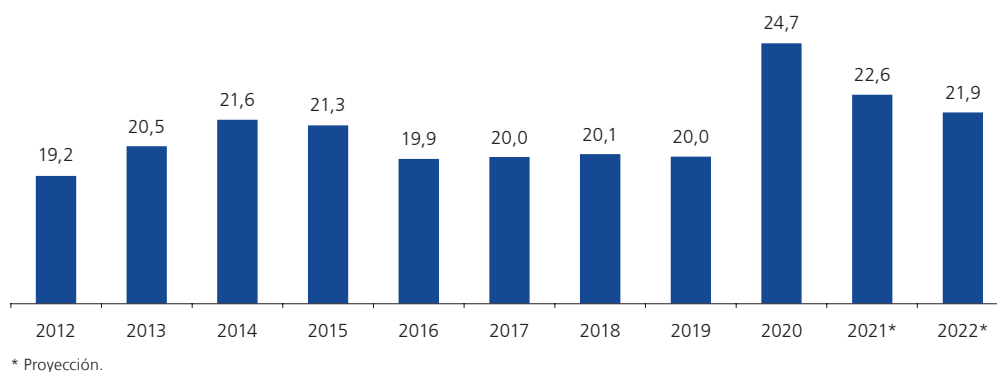
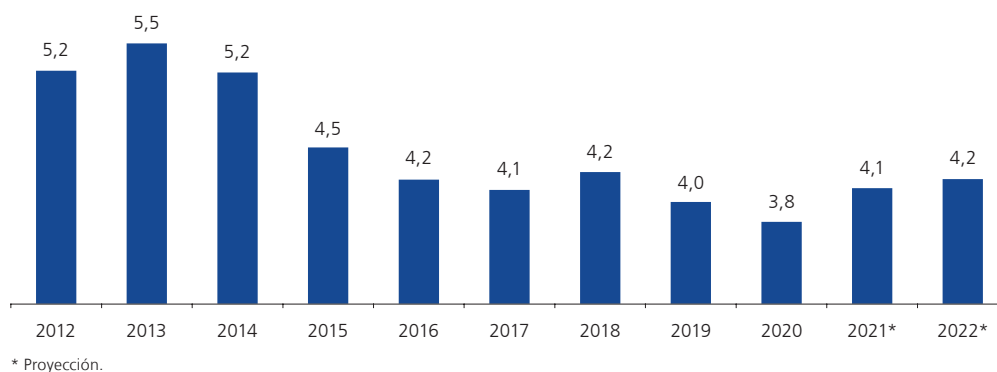


Gráfico 64
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DEL GOBIERNO GENERAL: 2012 - 2022
(Porcentaje del PBI)



En el horizonte de proyección se espera que el gasto público continúe enfocado en afrontar la emergencia sanitaria, específicamente destinado a garantizar el proceso de vacunación, así como en consolidar la recuperación económica.

Cuadro 24
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

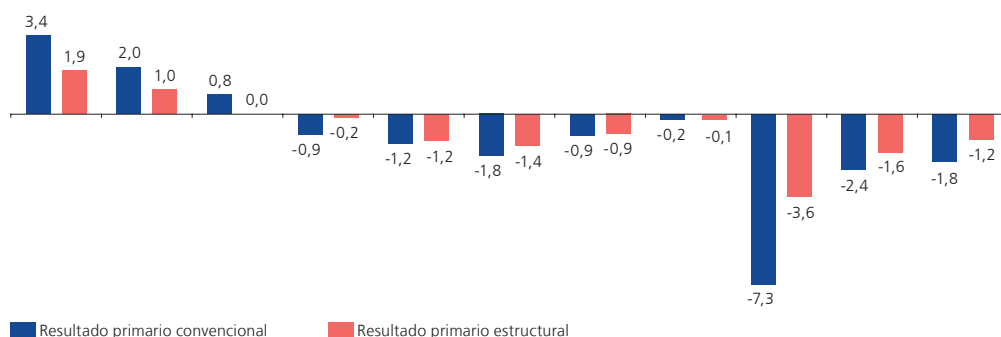
	2020	2021*			2022*	
		1er Sem.	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
GASTO CORRIENTE	20,2	15,8	17,3	17,8	16,7	16,7
Gobierno Nacional	13,8	10,7	11,5	11,9	11,2	11,4
Gobiernos Regionales	4,2	3,5	3,8	3,7	3,6	3,5
Gobiernos Locales	2,1	1,6	2,1	2,1	1,9	1,9
GASTO DE CAPITAL	4,5	4,3	4,9	4,8	4,9	5,1
Formación Bruta de Capital	3,8	3,6	4,1	4,1	4,2	4,2
Gobierno Nacional	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Gobiernos Regionales	0,8	0,7	0,9	0,8	0,9	0,9
Gobiernos Locales	1,6	1,5	1,7	1,8	1,8	1,8
Otros	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9
TOTAL	24,7	20,1	22,3	22,6	21,7	21,9
Gobierno Nacional	15,9	12,9	13,8	14,1	13,4	13,7
Gobiernos Regionales	5,1	4,1	4,6	4,6	4,5	4,4
Gobiernos Locales	3,7	3,1	3,9	3,9	3,7	3,8

* Proyección.
RI: Reporte de Inflación.

Posición fiscal

48. El resultado primario estructural es un indicador que identifica el impacto de las decisiones de política fiscal sobre las cuentas públicas. Para ello aísla los componentes transitorios o cíclicos de las cuentas fiscales, componentes relacionados con el ciclo económico y las fluctuaciones de precios que afectan a la recaudación tales como las cotizaciones de los minerales y los hidrocarburos. El déficit primario estructural se estima en 3,6 por ciento del PBI tendencial en 2020 y se espera sea equivalente a 1,6 por ciento del PBI tendencial en 2021, ambas tasas por encima del déficit primario estructural en 2019, lo que reflejaría la posición expansiva de la política fiscal en estos dos años. En tanto, se espera un déficit primario estructural de 1,2 por ciento del PBI tendencial al final del horizonte de proyección.

Gráfico 65
RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2012-2022
(Porcentaje del PBI y PBI tendencial)



* Proyección.

49. El impulso fiscal mide el cambio en el resultado primario del Gobierno producto de variaciones en el gasto público y políticas tributarias. El impulso fiscal ponderado es un indicador alternativo para medir la postura fiscal de un año con respecto al inmediato anterior, el cual pondera con multiplicadores diferenciados los cambios en los ingresos estructurales, los gastos corrientes y de capital. Este indicador señala que la posición fiscal habría sido expansiva en 2020, estimada en 1,8 puntos porcentuales del PBI tendencial, que junto a la postura monetaria expansiva atenuaron el choque negativo del COVID-19 en 2020. Para 2021 y 2022, el impulso fiscal ponderado se estima en -0,4 y -0,2, respectivamente.

Financiamiento y deuda

50. Se revisa a la baja la proyección de los requerimientos de financiamiento para 2021 y al alza para 2022, respecto al Reporte de junio. Estos cambios corresponden a las correcciones en las proyecciones del déficit fiscal nominal. En relación al financiamiento, se requeriría un menor uso de depósitos públicos para 2021 y un mayor uso para 2022. Asimismo, para 2021 y 2022 se proyecta una menor emisión de bonos soberanos y un mayor nivel de desembolsos externos, debido a que en junio del presente año no se tenía contemplado recursos de créditos de líneas contingentes de organismos internacionales.

Cuadro 25
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Millones de soles)

	2020	2021*			2022*	
		1er Sem.	RI Jun.21	RI Set.21	RI Jun.21	RI Set.21
I. USOS	66 511	1 173	40 403	37 161	32 303	35 964
1. Amortización	2 761	1 655	2 960	3 112	4 511	4 699
a. Externa	1 024	717	1 948	1 835	3 600	3 944
b. Interna	1 738	938	1 012	1 277	911	755
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	498	287	498	548	550	550
2. Resultado económico	63 749	-483	37 443	34 049	27 792	31 265
(signo negativo indica superávit)						
II. FUENTES	66 511	1 173	40 403	37 161	32 303	35 964
1. Desembolsos y otros	36 255	28 796	40 470	40 384	28 594	31 781
a. Préstamos externos	8 762	5 766	7 939	15 286	2 608	8 700
b. Bonos	27 492	23 031	32 530	25 098	25 985	23 082
2. Variación de depósitos y otros ^{1/}	30 256	-27 624	-67	-3 223	3 710	4 182

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta	34,7	33,9	34,4	34,9	34,4	34,7
Saldo de deuda pública neta	22,3	20,8	24,3	24,3	25,4	25,4
Saldo de depósitos públicos	12,4	13,1	10,1	10,5	9,0	9,3

^{1/} Signo positivo indica reducción de depósitos.

* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

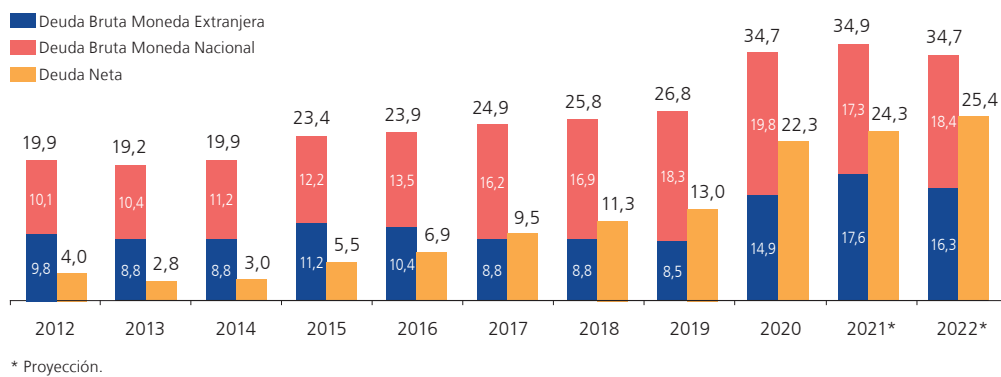
La **deuda bruta** del Sector Público No Financiero pasaría de 34,7 a 34,9 por ciento del PBI entre 2020 y 2021, para finalmente ubicarse en el mismo nivel registrado en 2020 hacia el final del horizonte de proyección. Este nivel de deuda bruta para 2022 sería inferior al



máximo establecido por la regla macrofiscal de deuda de 38,0 por ciento del PBI (Decreto de Urgencia N°079-2021).

Por otra parte, la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero aumentaría de 22,3 a 24,3 por ciento del PBI entre 2020 y 2021 y alcanzaría el 25,4 por ciento del producto en 2022. La tendencia creciente de la deuda neta refleja los aún elevados déficits fiscales, los cuales serían en menor medida financiados por depósitos del sector público.

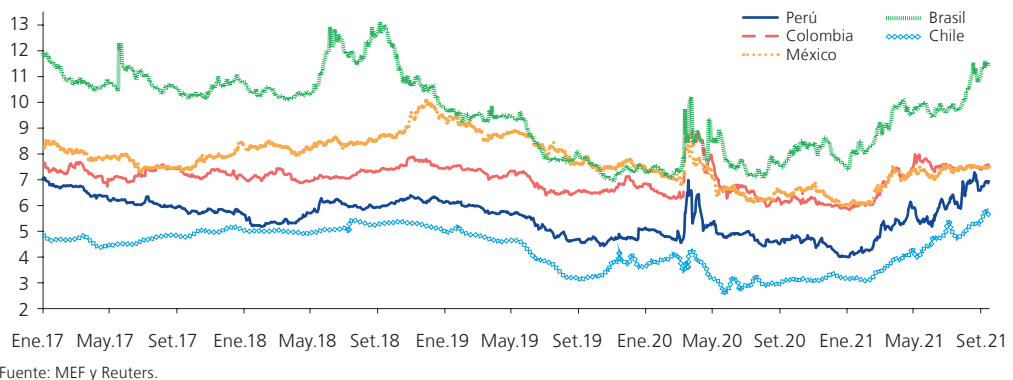
Gráfico 66
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2012 - 2022
(Porcentaje del PBI)



- Las tasas de interés de bonos gubernamentales en moneda local de los países de la región presentaron un desempeño inferior y una alta volatilidad en el tercer trimestre respecto a la valorización registrada en el segundo trimestre de 2021. Las curvas de rendimiento en Brasil, Perú, Chile y México presentan tasas mayores al plazo de 10 años en 201, 103, 69 y 1 punto básico, respectivamente.

Las tasas de rendimiento de los bonos peruanos a 10 años se incrementaron de 5,37 a 6,40 por ciento entre junio y el 8 de setiembre de 2021. Moody's redujo la calificación crediticia de la deuda peruana de largo plazo en moneda local y extranjera de A3 a Baa1, asimismo, cambió la perspectiva de negativa a estable.

Gráfico 67
RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
(En porcentaje)

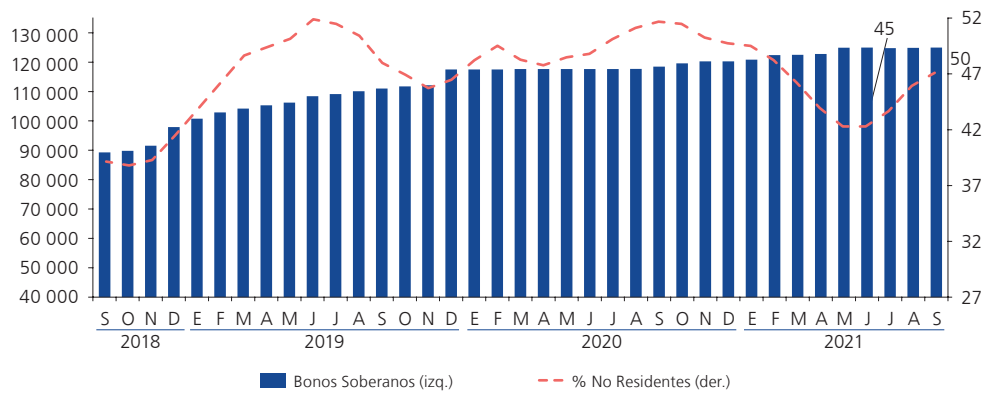


En el caso de los bonos gubernamentales nominales y ajustados a la inflación, denominados Valor Adquisitivo Constante (VAC), las tasas de interés también aumentaron en promedio en 18 puntos básicos entre junio y setiembre, en línea con la evolución de los Bonos del Tesoro Público (BTP) nominales y el aumento de las expectativas de inflación. En términos de volatilidad, estos bonos mantienen una alta variabilidad diaria en el tercer trimestre, específicamente el 30 de julio los BTP con vencimiento en los años 2031, 2034 y 2040 presentaron los mayores incrementos diarios desde sus fechas de emisión (98, 84 y 87 puntos básicos, respectivamente).

El saldo de bonos soberanos nominales a tasa fija ascendió a S/ 124,6 mil millones al 8 de setiembre de 2021. Los inversionistas no residentes aumentaron sus tenencias de bonos soberanos en S/ 5,6 mil millones, con ello su participación pasó de 45 a 50 por ciento entre junio y setiembre de 2021.

Gráfico 68
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES

(Montos en millones de soles y participación en porcentaje)



Nota: Hasta febrero excluye los bonos indexados a la inflación, Global Depository Notes (GDN) y transacciones en Euroclear de no residentes. A partir de marzo, se incluye los bonos soberanos nominales y VAC y se excluye los GDN.
Fuente: BCRP, CAVALI, MEF y SBS.



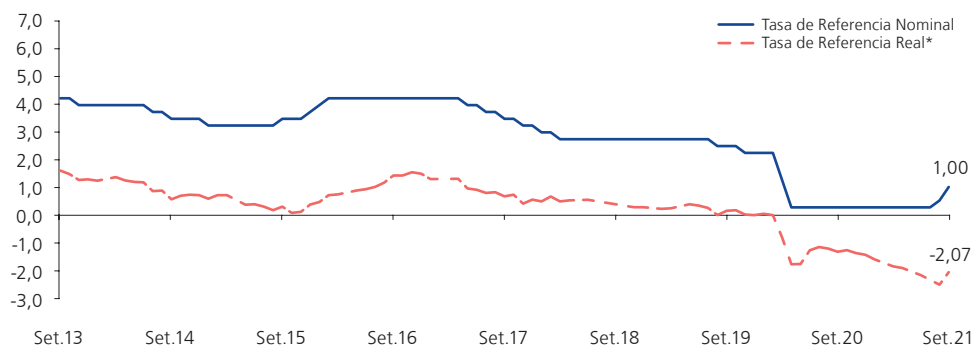
V. Política monetaria y condiciones financieras

Acciones de política monetaria

52. Entre abril de 2020 y julio de 2021 el BCRP mantuvo la tasa de interés de referencia en 0,25 por ciento, el nivel más bajo desde la implementación del régimen de Metas Explícitas de Inflación, junto con un portafolio de instrumentos de política monetaria para ampliar el impulso monetario, con el fin de evitar el rompimiento de la cadena de pagos y crédito dada la magnitud del choque asociado a la pandemia del COVID- 19.

Los choques de oferta que han elevado la inflación también han conllevado a un aumento de las expectativas de inflación, ubicándose las mismas alrededor del límite superior del rango meta. Por ello, la tasa de interés real de política monetaria continuó disminuyendo en los últimos meses. En este contexto, el Directorio del BCRP acordó en agosto y setiembre elevar la tasa de interés de referencia desde 0,25 hasta 1,0 por ciento (la elevación fue de 25 puntos básicos en agosto y 50 puntos básicos en setiembre). Estas decisiones implican mantener una posición expansiva de la política monetaria, ya que la tasa de interés real de referencia se mantiene en niveles significativamente negativos (-2,07 por ciento en setiembre).

Gráfico 69
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.

53. En las sesiones de agosto y setiembre, el Directorio acordó también elevar las tasas de interés de las operaciones en moneda nacional del BCRP con el sistema financiero bajo la modalidad de ventanilla. De este modo, los niveles vigentes son los siguientes:

- i. Depósitos *overnight*: 0,85 por ciento anual.
- ii. Operaciones de reporte directas de títulos valores y de moneda, y créditos de regulación monetaria: 1,50 por ciento anual.

Dado que las operaciones de ventanilla deben ser operaciones de última instancia, y que las instituciones financieras deben preferentemente canalizar sus excedentes de liquidez a través del mercado interbancario, los límites inferior y superior de este corredor, deben inducir a las entidades financieras hacia dicho comportamiento.

54. La decisiones de política monetaria de agosto y setiembre de 2021 tomaron en consideración que:

- La tasa de inflación a doce meses se incrementó de 3,25 por ciento en junio a 4,95 por ciento en agosto, ubicándose transitoriamente por encima del rango meta.
- Los factores que explicaron el incremento de la inflación fueron el incremento de los precios internacionales de insumos alimenticios (granos) y combustibles, así como el tipo de cambio.
- Los indicadores tendenciales de inflación se ubican en el rango meta. En particular, la tasa de inflación sin alimentos y energía a doce meses se situó en 2,39 por ciento en agosto.
- Se proyecta que la inflación retornará al rango meta en los próximos doce meses y se mantendrá luego en dicho rango durante el resto del próximo año, debido a la reversión del efecto de los factores transitorios sobre la tasa de inflación y a que la actividad económica se ubicará aún por debajo de su nivel potencial.
- Las expectativas de inflación a doce meses aumentaron de 2,6 por ciento en junio a 3,1 por ciento en agosto, ubicándose ligeramente por encima del límite superior del rango meta de inflación.
- La mayoría de indicadores de expectativas sobre la economía se mantienen en el tramo pesimista y mostraron un deterioro en agosto.
- Se espera una recuperación de la actividad económica mundial en los próximos trimestres conforme continúe el proceso de vacunación en el mundo y los programas significativos de estímulo fiscal en países desarrollados.

55. En términos de comunicación, el Directorio del BCRP ha enfatizado que *“se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria”*. Esto último es lo que en la literatura económica se conoce como el *“forward guidance”* de la política monetaria, el cual es condicional al estado de la economía.





Del mismo modo, el Directorio indicó que “el Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía”. Asimismo, advirtió que “los mercados financieros mostraron una alta volatilidad en un contexto de incertidumbre y las acciones del BCRP se orientaron a atenuar dichas volatilidades”.

Medidas adicionales del BCRP ante la pandemia del COVID-19

56. El saldo de operaciones de inyección de liquidez en moneda nacional se redujo de S/ 60,8 mil millones al cierre de junio a S/ 57,9 mil millones al 15 de setiembre, principalmente por la amortización de repos del programa Reactiva Perú (S/ 3 433 millones), compensada parcialmente por el incremento neto del saldo de repos de valores (S/ 199 millones). Este saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente a 7,1 por ciento del PBI al 15 de setiembre de 2021, de los cuales S/ 44,5 mil millones corresponden al monto liquidado de repos de cartera de crédito con garantía estatal (programa Reactiva Perú).

Cuadro 26
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP
(En millones de soles)

Episodio	Fecha	Valores	Moneda (Regular)	Moneda (Expansión)	Moneda (Sustitución)	Cartera (Garantía Estatal) - Liquidación	Otros*	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	0	250	23 295
	May.20	15 060	10 145	0	0	19 017	260	44 482
	Jun.20	14 947	8 095	0	0	24 338	260	47 640
	Jul.20	14 452	7 195	0	0	33 090	154	54 891
	Ago.20	11 379	6 895	0	0	42 363	250	60 886
	Set.20	8 604	5 895	0	0	47 002	304	61 805
	Oct.20	5 359	5 695	0	0	49 798	295	61 146
	Nov.20	5 059	5 970	0	0	50 246	269	61 543
	Dic.20	6 309	5 970	0	0	50 729	1 785	64 793
	Ene.21	6 554	6 030	0	0	50 497	2 258	65 339
	Feb.21	6 179	5 230	0	0	50 242	2 598	64 249
	Mar.21	4 454	2 430	0	0	49 907	2 812	59 603
	Abr.21	1 929	1 657	0	0	49 661	2 999	56 246
	May.21	1 929	1 922	0	0	49 118	3 569	56 538
Jun.21	6 476	1 922	0	0	47 968	4 408	60 774	
Jul.21	9 636	1 922	0	0	45 384	4 717	61 659	
Ago.21	7 725	1 872	0	0	45 163	4 964	59 724	
Set.21**	6 277	1 872	0	0	44 535	5 240	57 924	

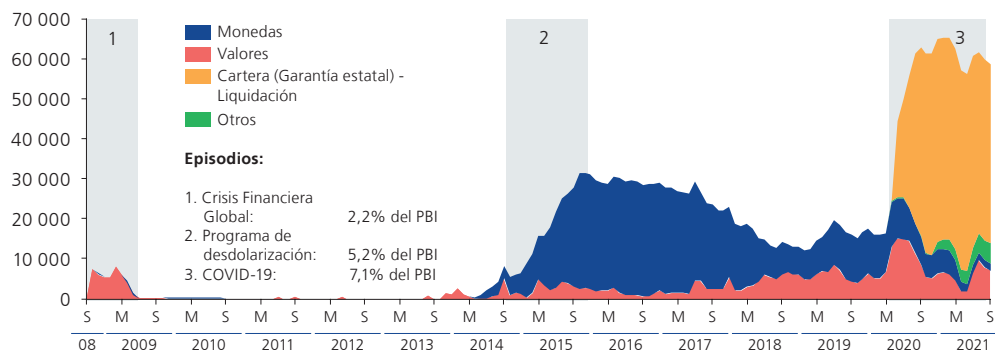
* El rubro “Otros” incluye la compra de bonos del Tesoro Público, en línea con el artículo 61 de la Ley Orgánica del BCRP, y operaciones de reporte de cartera de créditos

** Al 15 de setiembre.

En términos comparativos, el saldo total de las operaciones de inyección de liquidez es 7,3 veces superior al máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 (S/ 7,9 mil millones) y 1,8 veces el saldo alcanzado durante el periodo de caída de precios de *commodities* (2013-2016) y el programa de desdolarización (S/ 31,8 mil millones).

Por otro lado, entre el 15 de junio y el 5 de agosto de 2021 se realizaron repos de valores con las AFP por un monto de S/ 6 221 millones a un plazo de 3 meses, en un contexto de retiros de las cuentas de capitalización de los afiliados. No obstante, dados los vencimientos anticipados registrados, al 15 de setiembre el saldo de estas operaciones de reporte asciende a S/ 3 221 millones.

Gráfico 70
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP
(Millones de soles)



* Al 15 de setiembre.

57. Adicionalmente, el saldo de repos condicionadas a la expansión de créditos de largo plazo se elevó de S/ 245 millones en junio de 2021 a S/ 695 millones al 15 de setiembre.
58. Por su parte, se colocaron *swaps* de tasas de interés (STI) entre 3 y 9 meses por un monto de S/ 9 450 millones entre el 23 de agosto y el 15 de setiembre, instrumentos que fueron creados mediante Circular N°035-2020-BCRP (19 de diciembre de 2020). Los STI son instrumentos derivados denominados en moneda nacional, en los cuales el BCRP asume el compromiso de pagar una tasa de interés variable, a cambio del compromiso de la entidad participante de pagar una tasa de interés fija.

La tasa de interés variable es igual a la capitalización del Índice Interbancario *Overnight* (ION). La tasa de interés fija es la tasa ofrecida por la entidad financiera en la subasta o la tasa de interés establecida por el BCRP en la colocación directa. Estas operaciones contribuyen al calce de plazos, en un contexto de expectativa de subida de tasas de interés, y también al desarrollo del mercado de *swaps* en soles.





Cuadro 27
SUBASTAS DE STI BCRP
 (En millones de soles y tasas en porcentaje)

Fecha	Plazo	Monto adjudicado	Tasa promedio
23-Ago		100	0,65
24-Ago		200	0,66
25-Ago		300	0,72
26-Ago		300	0,74
31-Ago		200	0,75
1-Set		200	0,78
2-Set	3 meses	200	0,78
3-Set		200	0,85
6-Set		200	0,87
7-Set		200	0,90
10-Set		200	1,37
13-Set		100	1,30
14-Set		200	1,33
15-Set		200	1,33
Total 3 meses		2 800	
24-Ago		300	0,75
25-Ago		400	0,82
26-Ago		400	0,86
27-Ago		400	0,88
31-Ago		500	0,90
1-Set		300	0,98
2-Set	6 meses	300	1,15
3-Set		300	1,22
6-Set		300	1,31
7-Set		300	1,32
10-Set		400	1,71
13-Set		400	1,70
14-Set		100	1,69
15-Set		100	1,67
Total 6 meses		4 500	
27-Ago		150	1,00
31-Ago		200	1,02
1-Set		200	1,13
2-Set		200	1,18
3-Set		200	1,27
6-Set	9 meses	200	1,36
7-Set		200	1,43
10-Set		200	1,80
13-Set		200	1,83
14-Set		200	1,78
15-Set		200	1,76
Total 9 meses		2 150	
Total STI BCRP		9 450	

59. El BCRP ha realizado colocaciones de certificados a tasa variable (CDV BCRP) por un monto de S/ 6 035 millones al 15 de setiembre por primera vez desde 2015. Este instrumento de esterilización indexado a la tasa de referencia de política monetaria había sido creado inicialmente en 2010 para ofrecer una cobertura contra el riesgo de aumento de tasas de

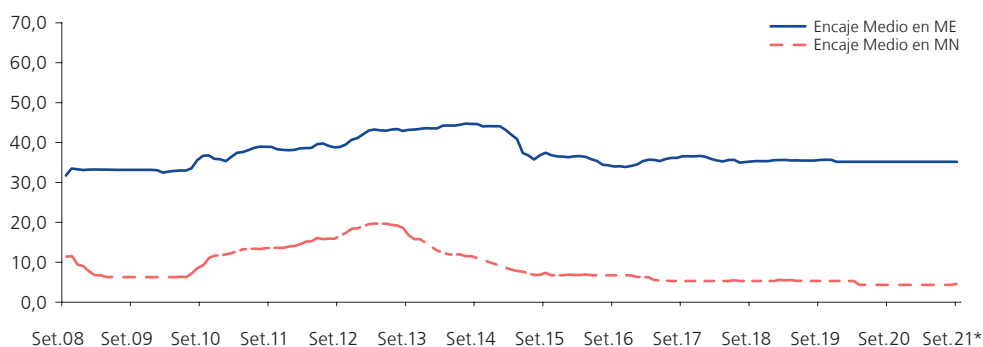
interés. En 2015 (Circular N° 043-2015-BCRP) fue modificado para incluir a la capitalización del Índice Interbancario *Overnight* (ION) como factor de reajuste.

60. A fines de agosto de 2021 el BCRP publicó la Circular N° 024-2021-BCRP que establece la elevación de los requerimientos de encaje a partir del periodo de setiembre de 2021, con el objetivo de complementar el reciente incremento de la tasa de interés de referencia de política monetaria, y tener con ello un mejor control monetario y de la liquidez en soles.

El requerimiento de encaje en moneda nacional será el monto mayor entre: (i) el que resulte de una tasa de encaje marginal de 25,0 por ciento sobre el aumento del Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE) con respecto a julio de 2021, y (ii) el que resulte de aplicar la tasa de encaje medio mínima de 4,0 por ciento en setiembre, 4,25 por ciento en octubre y 4,50 por ciento desde noviembre de 2021. Asimismo, desde octubre de 2021 se elevará el requerimiento mínimo de cuenta corriente de 0,75 por ciento a 1,0 por ciento del TOSE.

Cabe señalar que el BCRP redujo la tasa de encaje en soles de 5,0 a 4,0 por ciento en marzo de 2020, y el requerimiento mínimo de cuenta corriente de 1,0 por ciento a 0,75 por ciento del TOSE, con el objetivo de flexibilizar las condiciones financieras en soles. Ello formó parte de las medidas de política monetaria tomadas por el BCRP en respuesta a la crisis del COVID-19. Con las medidas adoptadas, la tasa de encaje en soles se mantendría por debajo de la tasa previa a la pandemia.

Gráfico 71
TASA DE ENCAJE EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA
(Porcentaje de las obligaciones sujetas al encaje)



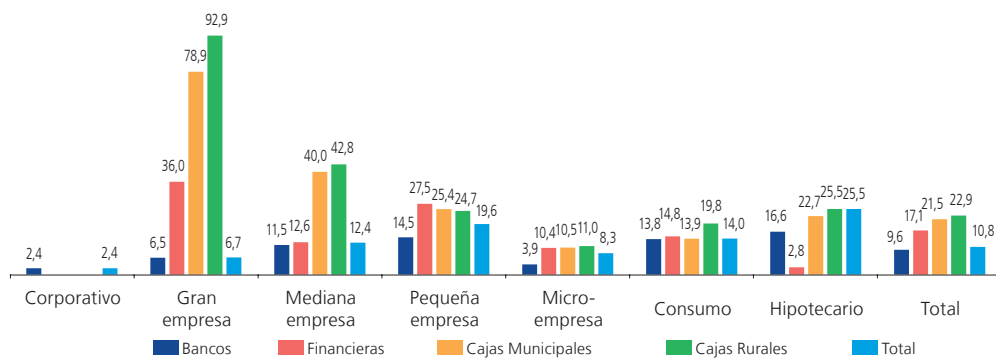
* Dato a setiembre estimado.

61. El saldo de reprogramaciones de crédito de las sociedades de depósitos ha continuado disminuyendo. En efecto, el saldo total de créditos reprogramados a julio es inferior en S/ 86 mil millones al observado en junio de 2020 (S/ 128 mil millones, equivalente al 35,6 por ciento de la cartera), lo cual se explica por el pago de las reprogramaciones en línea con la reapertura de las actividades económicas.



Al 31 de julio de 2021 las sociedades depositarias (que comprenden empresas bancarias, empresas financieras, cajas municipales y cajas rurales) han reprogramado créditos por un saldo de alrededor de S/ 42 mil millones, equivalentes al 10,8 por ciento del total de la cartera de las sociedades depositarias. Asimismo, a julio de 2021 se encuentra reprogramado el 19,6 por ciento de la cartera de pequeñas empresas, el 8,3 por ciento de la cartera de microempresas y el 14,0 por ciento de la cartera de consumo. Las entidades especializadas en microfinanzas tienen reprogramadas al menos el 21 por ciento de sus carteras.

Gráfico 72
CREDITOS REPROGRAMADOS DE SOCIEDADES DEPOSITARIAS 1/ JULIO 2021
 (Porcentaje del total de créditos)



1/ Bancos, financieras, cajas municipales y cajas rurales.
 Fuente: Balances de comprobación de sociedades depositarias.

62. Desde el 15 de julio de 2020 el BCRP ha venido realizando operaciones de reporte con reprogramaciones de carteras de crédito a través de las cuales, las entidades financieras obtienen liquidez con plazos largos y en condiciones favorables, cuando reprograman créditos de sus clientes, en plazos entre 6 y 48 meses y a tasas de interés menores a las pactadas inicialmente. Al 15 de setiembre de 2021, el saldo neto vigente de repos de reprogramación asciende a S/ 3 622 millones, de los cuales S/ 3 162 millones corresponden a repos de cartera y S/ 460 millones a repos de valores.

63. Entre otras medidas dispuestas por el Poder Ejecutivo referentes a garantías crediticias o reprogramación de créditos en el marco de programas de apoyo a hogares y MYPE, destacan las extensiones del plazo de vigencia de los referidos programas. El 24 de junio se publicó la Ley N° 31245 que amplió la vigencia del Programa de Garantías Covid-19 (reprogramación de créditos de consumo, personales, hipotecarios, vehiculares y MYPE) hasta el 31 de diciembre de 2021. En el mismo sentido, el 27 de junio se publicó el Decreto de Urgencia N° 057-2021 por el cual se amplió el plazo de acogimiento hasta el 30 de setiembre de 2021 de los siguientes programas: FAE Agro, FAE Turismo, FAE MYPE, reprogramaciones Reactiva Perú y reprogramaciones FAE MYPE.

En el marco de la convocatoria vigente para las reprogramaciones del Programa Reactiva Perú, dispuesta por el Decreto de Urgencia N° 026-2021 del 5 de marzo de 2021 (y sus modificaciones), el BCRP ha efectuado operaciones de reporte de reprogramación por un monto de S/ 7 608 millones.

Cuadro 28
SALDO DE REPOS DE CRÉDITO CON GARANTÍA DEL GOBIERNO NACIONAL (REPOGART)*
 (En miles de millones de soles)

% Garantía	Estado	Bancos	Financieras	CMAC	CRAC	Total
80	Original	9,1	--	--	--	9,1
	Cancelado	3,3	--	--	--	3,3
	Reprogramado	1,3	--	--	--	1,3
	Neto	5,8	--	--	--	5,8
90	Original	23,1	--	0,1	--	23,2
	Cancelado	3,0	--	0,0	--	3,1
	Reprogramado	4,4	--	0,0	--	4,4
	Neto	20,1	--	0,1	--	20,2
95	Original	12,6	0,0	0,8	0,1	13,5
	Cancelado	0,9	0,0	0,1	0,0	1,0
	Reprogramado	1,5	--	0,1	--	1,6
	Neto	11,7	0,0	0,7	0,1	12,5
98	Original	4,3	0,2	1,7	0,2	6,4
	Cancelado	0,1	0,0	0,2	0,0	0,3
	Reprogramado	0,3	--	0,0	--	0,4
	Neto	4,1	0,2	1,5	0,2	6,0
Total	Original	49,1	0,2	2,6	0,3	52,2
	Cancelado	7,4	0,0	0,3	0,0	7,7
	Reprogramado	7,5	--	0,1	--	7,6
	Neto	41,7	0,2	2,3	0,3	44,5

Las reprogramaciones corresponden a los montos liquidados y a las solicitudes por liquidar.

* Información al 15 de setiembre.

64. Las **operaciones del Banco Central** se siguieron orientando a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario entre mayo y agosto. Para ello, el BCRP inyectó liquidez mediante el vencimiento neto de CD BCRP (S/ 9 582 millones) y de CDR BCRP (S/ 336 millones), de depósitos a plazo y *overnight* (S/ 1 591 millones), la colocación neta de repos de valores (S/ 5 796 millones), el aumento de las subastas de fondos del Tesoro Público (S/ 1 344 millones) y la liquidación neta de repos de cartera (S/ 825 millones). Dichas operaciones fueron compensadas parcialmente por la amortización de repos de cartera con garantía estatal (S/ 3 955 millones), la colocación de CDV BCRP (S/ 1 450 millones) y el vencimiento de repos de monedas (S/ 50 millones).

Con ello, el saldo de operaciones de reporte pasó de S/ 55 030 millones en mayo a S/ 57 646 millones a fines de agosto 2021, mientras que el saldo de CD BCRP, CDR BCRP y CDV BCRP pasó de S/ 49 304 millones en mayo a S/ 40 836 millones en agosto.

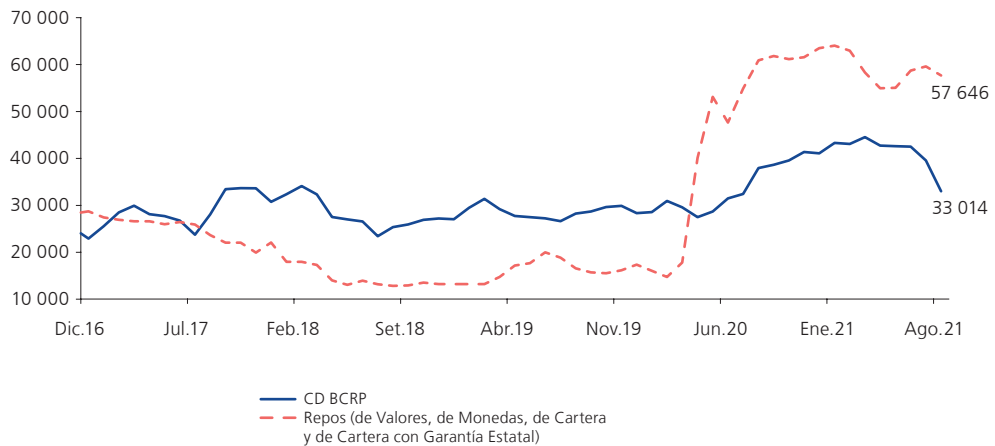
Cuadro 29
SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP

	Saldos (Millones de soles)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.20	May.21	Ago.21	Dic.20	May.21	Ago.21
Esterilización Monetaria						
1. CD BCRP	41 067	42 596	33 014	0,74	0,45	0,42
2. CDR BCRP	6 392	6 708	6 372	0,18	0,24	0,42
3. CDV BCRP	-	-	1 450	-	-	-
4. Depósitos a plazo y <i>overnight</i>	43 714	28 164	26 573	0,23	0,23	0,44
Inyección Monetaria						
4. Repos de Monedas	5 970	1 922	1 872	2,80	1,78	1,79
5. Repos de Valores 1/	6 309	1 929	7 725	1,09	1,41	0,61
6. Repos de Cartera	464	2 061	2 886	0,50	0,50	0,50
7. Repos de Cartera con Garantía Estatal*	50 729	49 118	45 163	1,40	1,40	1,40
8. Subastas de fondos del Tesoro Público	200	3 321	4 665	3,18	0,60	0,53

* Se considera el monto desembolsado del instrumento a la fecha.
 1/ No considera las Repo de Valores para proveer moneda extranjera.

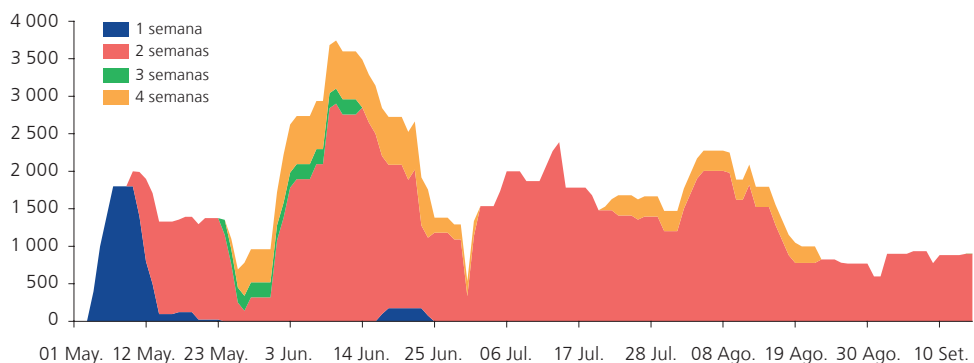


Gráfico 73
SALDO DE OPERACIONES REPO Y DE CD BCRP
(En millones de soles)



Como medida adicional para atender los requerimientos de liquidez en dólares, en mayo de 2021 el BCRP reactivó las operaciones de reporte de valores a cambio de moneda extranjera, las cuales había realizado previamente en diciembre de 2020. Paulatinamente el plazo de estas operaciones se fue elevando de 1 a 4 semanas. Al 15 de setiembre de 2021 el saldo de tales operaciones asciende a US\$ 900 millones.

Gráfico 74
SALDO DE REPOS DE VALORES - MONEDA EXTRANJERA*
(Millones de dólares)



* Al 15 de setiembre.

Así la participación del saldo de las operaciones de reporte en los activos netos del BCRP disminuyó de 16,4 por ciento en mayo a 15,9 por ciento al 31 de agosto de 2021. Por el

lado de los pasivos del BCRP, los depósitos del Sector Público pasaron de representar el 22,7 por ciento en mayo al 21,5 por ciento en agosto. Por su parte, los instrumentos del BCRP (CD BCRP, CDV BCRP, CDR BCRP, y depósitos a plazo y *overnight*) disminuyeron su participación en los pasivos netos del BCRP de 23,1 a 18,6 por ciento durante el mismo periodo, lo que generó que el circulante se convierta en el pasivo más importante del BCRP.

Cuadro 30
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP*
(Como porcentaje de los Activos Netos)

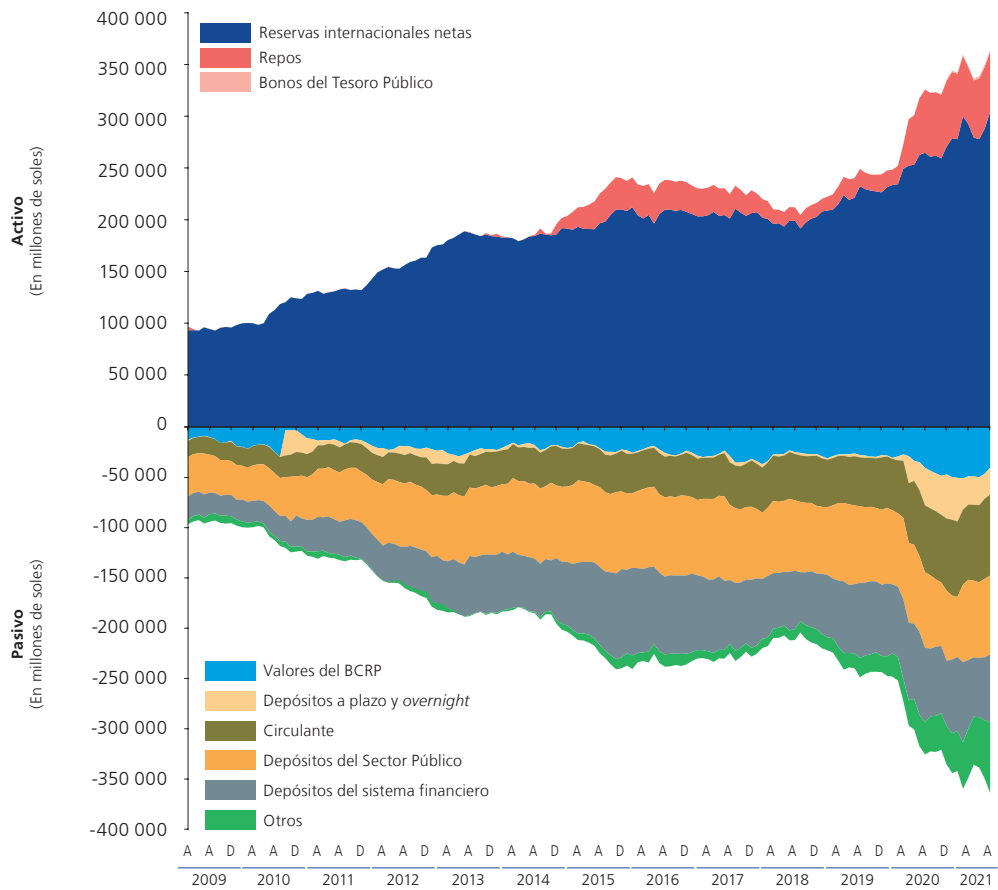
	Dic.20	May.21	31 Ago.21
I. Activos netos	100	100	100
Reservas Internacionales Netas	80,7	83,2	83,6
	(US\$74 706 mills.)	(US\$73 069 mills.)	(US\$74 424 mills.)
Repos	18,9	16,4	15,9
Bonos soberanos	0,4	0,4	0,6
II. Pasivos netos	100	100	100
1. Depósitos totales del Sector Público	20,7	22,7	21,5
En moneda nacional	17,4	19,8	18,7
En moneda extranjera	3,3	2,9	2,8
2. Depósitos totales del sistema financiero	19,3	17,6	18,5
En moneda nacional	4,3	3,7	3,4
En moneda extranjera	15,0	13,9	15,1
3. Instrumentos del BCRP	27,2	23,1	18,6
CD BCRP	12,3	12,7	9,1
CDV BCRP	0,0	0,0	0,4
CDR BCRP	1,9	2,0	1,8
Depósitos a Plazo	10,6	6,8	6,1
Depósitos <i>overnight</i>	2,4	1,6	1,2
4. Circulante	21,4	22,5	22,2
5. Otros*	11,4	14,2	19,2

*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, en agosto de 2021 los activos del BCRP ascienden a S/ 363 378 millones, equivalente a 49,4 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 BCRP, principalmente en moneda extranjera.



Gráfico 75
EVOLUCIÓN DE LA HOJA DE BALANCE DEL BCRP: 2008-2021



La mayor inyección a plazos largos se refleja en el aumento en el plazo residual de estas operaciones, de 112 días en febrero de 2020 a 585 días en agosto de 2021. Asimismo, el BCRP ha estado realizando operaciones de esterilización a menores plazos. Con lo cual, el plazo residual de las operaciones de esterilización se redujo de 214 días en febrero de 2020 a 45 días en agosto de 2021.

Gráfico 76
PLAZO RESIDUAL DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP
(En días)

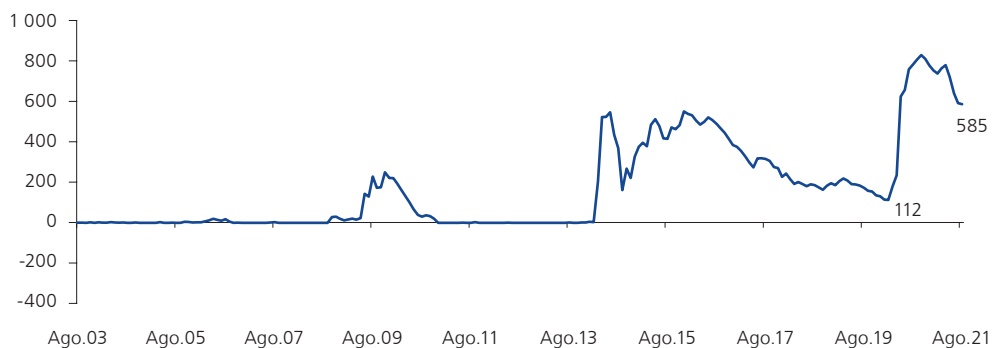
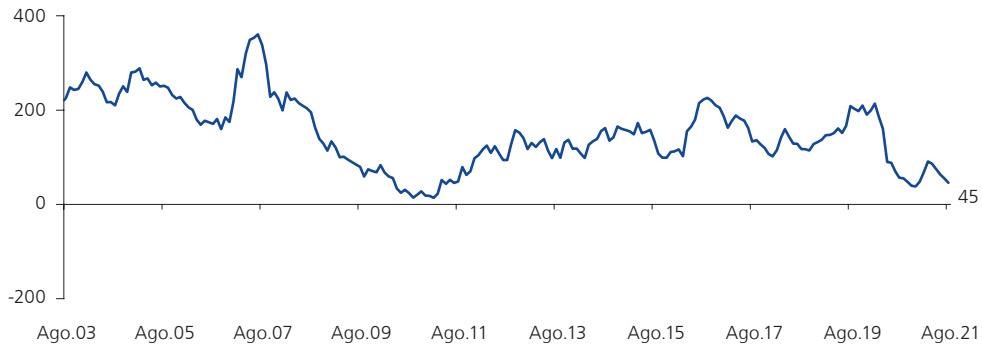
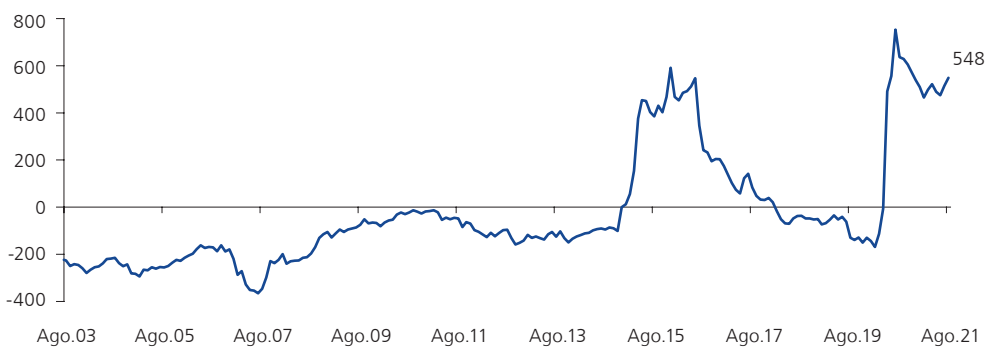


Gráfico 77
PLAZO RESIDUAL DE OPERACIONES DE ESTERILIZACIÓN DEL BCRP
(En días)



El plazo residual neto de operaciones del BCRP³⁹ es un indicador para medir la posición de estas operaciones 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 (CD BCRP) y tiene la obligación de recomprar los activos reporteados en un largo plazo. Al cierre de agosto de 2021 el plazo residual neto ponderado de las operaciones del BCRP es de 548 días, lo que incluye el efecto de las operaciones de swaps de tasas de interés (STI).

Gráfico 78
PLAZO RESIDUAL NETO PONDERADO DE OPERACIONES DEL BCRP
(En días)



Mercados financieros

65. Las tasas de interés fueron influenciadas por el incremento en la tasa de referencia del BCRP en agosto y setiembre de 2021, tras la flexibilización en las condiciones financieras entre marzo de 2020 y julio de 2021. La tasa interbancaria *overnight* convergió inmediatamente a los nuevos niveles de referencia (0,50 por ciento en agosto y 1,0 por ciento en setiembre). En el caso de las tasas de interés activas y pasivas preferenciales a plazos entre *overnight*

39 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: $Plazo\ Residual\ Neto = \frac{Saldo\ Inyección}{Saldo\ Esterilización} * PR\ Inyección - PR\ Esterilización + \frac{Saldo\ STI}{Saldo\ Esterilización} * (PR\ STI - 1)$, donde *PR* se refiere a los plazos residuales de las operaciones de inyección y esterilización, respectivamente.



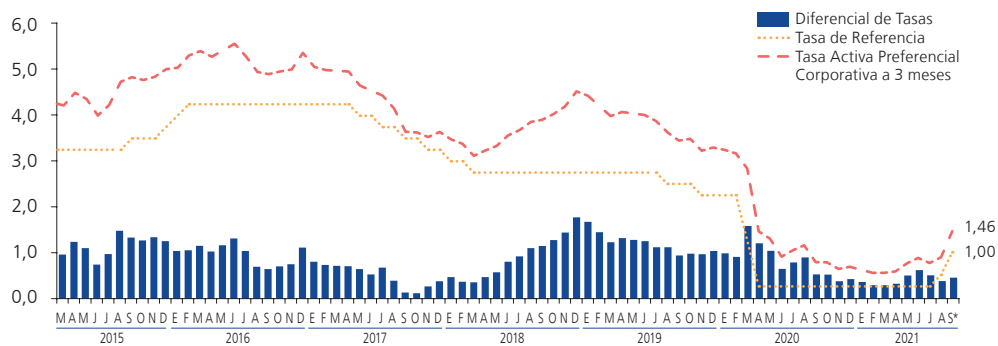


y doce meses, estas aumentaron en promedio 57 y 54 puntos básicos, respectivamente, entre junio y setiembre de 2021.

Los segmentos de crédito de medianas empresas, consumo, corporativo y pequeñas empresas presentan los mayores incrementos en sus tasas de interés en el tercer trimestre de 2021. De otro lado, el sector de microempresas presenta una menor tasa de interés respecto a junio (24 puntos básicos).

En el caso de las tasas de interés pasivas, aquellas pagadas a las empresas presentan mayores tasas de interés en el trimestre y mes (34 y 11 puntos básicos, respectivamente). En el caso de los depósitos de las personas, en el tercer trimestre las tasas han disminuido a plazos mayores a 30 días en promedio 5 puntos básicos. De otro lado, entre junio y setiembre la tasa de interés promedio de los depósitos de CTS ha aumentado de 2,4 a 3,0 por ciento, asociado a la mayor competencia entre las empresas bancarias para captar este tipo de depósitos.

Gráfico 79
TASA DE INTERÉS EN SOLES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS Y TASA DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Al 15 de setiembre.
Fuente: BCRP y SBS.

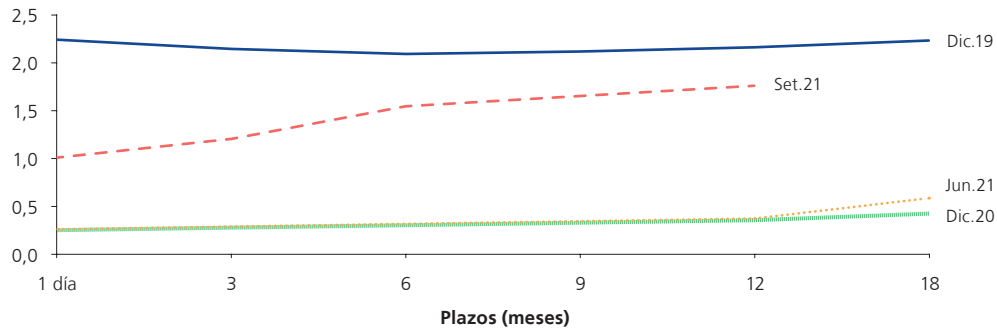
Cuadro 31
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL
(En porcentaje)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21
Pasivas								
Depósitos hasta 30 días	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3
Personas	1,6	1,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3
Empresas	2,3	2,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3
Depósitos a plazo de 31 a 180 días	2,8	2,6	0,9	0,3	0,3	0,2	0,4	0,7
Personas	2,0	2,0	1,2	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
Empresas	2,9	2,7	0,8	0,2	0,3	0,2	0,4	0,7
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,3	3,0	1,8	1,1	0,7	0,7	0,8	1,3
Personas	3,3	2,9	2,5	1,6	1,3	1,3	1,4	1,3
Empresas	3,3	3,1	1,3	0,7	0,4	0,5	0,6	1,3
CTS	2,2	3,7	2,8	3,0	1,9	2,5	2,4	3,0
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	3,3	2,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,9	1,5
Corporativos	3,8	3,6	3,0	2,5	2,5	2,2	1,4	2,0
Grandes Empresas	6,0	5,9	2,6	4,1	4,6	3,9	3,7	4,1
Medianas Empresas	9,3	8,9	3,9	4,2	6,1	8,0	7,3	8,2
Pequeñas Empresas	18,0	18,1	4,3	6,2	17,2	18,2	17,6	18,2
Microempresas	31,3	32,6	3,8	10,7	30,1	32,8	32,4	32,1
Consumo	40,9	39,3	38,6	38,3	39,5	38,6	38,7	39,6
Hipotecario	7,0	6,7	6,8	6,7	6,4	5,9	5,9	6,3

Nota: Tasas en términos anuales de las operaciones en los últimos 30 días.
Al 15 de Setiembre.
Fuente: BCRP y SBS.

66. La curva de rendimiento de los valores del BCRP aumentó en promedio 122 puntos básicos entre junio y setiembre, en línea con el incremento de 75 puntos básicos en la tasa de referencia del BCRP en agosto y setiembre; y por la expectativa de futuros incrementos. Al plazo de 3, 6, 9 y 12 meses las tasas subieron en 92, 124, 131 y 140 puntos básicos, respectivamente.

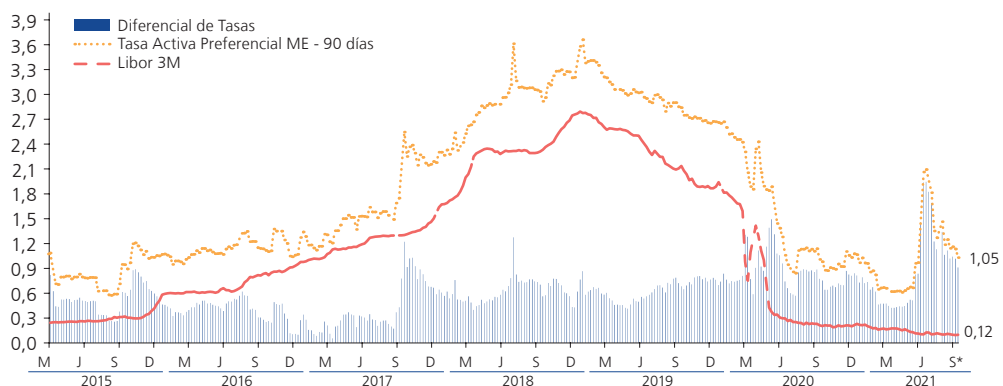
Gráfico 80
CURVA DE RENDIMIENTO DE VALORES DEL BANCO CENTRAL ^{1/}
(En porcentaje)



^{1/} Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CDBCRP. Al 15 de Setiembre. Fuente: BCRP.

67. En el caso de las tasas de interés en dólares, la tendencia al alza observada en el segundo trimestre de 2021 se redujo pero las tasas aún se mantienen por encima de sus valores en diciembre de 2020, hecho que se asocia a la alta demanda por dólares en el mercado monetario. Así, en el tercer trimestre de 2021, la tasa interbancaria en moneda extranjera disminuyó de 0,45 a 0,25 por ciento; mientras que las tasas de interés preferenciales activas cobradas a los principales clientes disminuyeron en promedio 93 puntos básicos a plazos entre 1 y 6 meses, y las tasas de interés pasivas preferenciales bajaron pero en menor magnitud (19 puntos básicos). El *spread* entre la tasa activa preferencial y la tasa Libor disminuyó de 185 puntos básicos en junio de 2021 a 93 puntos básicos en setiembre de 2021. De otro lado, el *spread* entre la tasa de interés pasiva y la tasa Libor a 3 meses bajó de 53 a 45 puntos básicos en el tercer trimestre.

Gráfico 81
TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS Y TASA LIBOR A 3 MESES
(En porcentaje)



* Al 15 de Setiembre. Fuente: BCRP.





La mayoría de tasas de interés pasivas aumentaron en el tercer trimestre. En el caso de los depósitos a plazos, las tasas aumentaron en promedio 20 puntos básicos entre junio y setiembre. En el mercado de créditos en dólares, todos los segmentos presentan mayores tasas de interés entre junio y setiembre, entre los cuales destacan los sectores de consumo y microempresa.

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

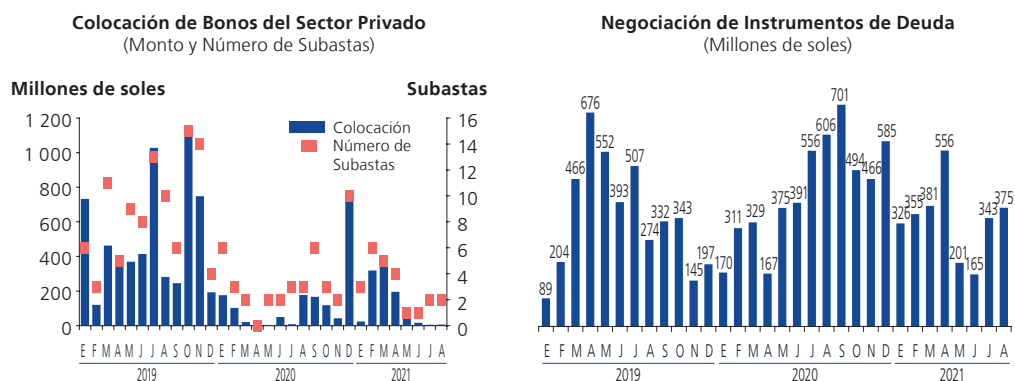
	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Set.21
Pasivas								
Depósitos hasta 30 días	1,4	1,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,4
Personas	1,3	0,8	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Empresas	1,4	1,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,4
Depósitos a plazo de 31 a 180 días	1,4	1,1	0,5	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5
Personas	1,0	0,7	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Empresas	1,6	1,3	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,4	1,0	0,8	0,4	0,3	0,3	0,4	0,8
Personas	1,2	0,8	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Empresas	1,8	1,3	0,9	0,5	0,3	0,3	0,5	1,1
CTS	1,3	1,4	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	1,1
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	2,7	1,9	1,0	0,9	1,0	0,6	2,0	1,1
Corporativos	3,2	2,7	2,8	2,3	2,0	1,8	1,6	2,0
Grandes Empresas	5,5	4,8	5,2	4,7	4,5	4,3	4,3	4,9
Medianas Empresas	6,6	6,7	6,3	6,7	5,9	5,9	5,9	6,1
Pequeñas Empresas	8,8	7,7	4,8	6,1	5,3	7,1	9,7	10,7
Microempresa	11,0	12,3	15,6	6,9	8,5	4,4	17,6	13,3
Consumo	36,1	36,1	36,6	34,4	35,1	34,7	31,7	34,1
Hipotecario	5,6	5,9	6,0	5,9	5,4	5,0	5,2	5,5

Nota: Tasas en términos anuales de las operaciones en los últimos 30 días.
Al 15 de Setiembre.
Fuente: BCRP y SBS.

Mercado de renta fija

68. La incertidumbre política y su efecto en el precio de los bonos gubernamentales ha aumentado el costo de financiamiento y desincentivado el endeudamiento de las empresas peruanas en el mercado local e internacional. Las colocaciones por oferta pública de empresas del sector privado en el mercado de capitales local entre julio y setiembre de 2021 ascienden a S/ 11,1 millones, muy por debajo a lo emitido en el primer y segundo trimestre de 2021 (S/ 714 millones y S/ 262 millones, respectivamente). Durante el tercer trimestre de 2021, únicamente cuatro empresas han vendido valores en dólares.

Gráfico 82
MERCADO DE RENTA FIJA DEL SECTOR PRIVADO



Fuente: SMV.

La negociación de valores de deuda en el mercado secundario en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) entre julio y agosto de 2021 ascendió a S/ 718 millones. El promedio mensual transado en 2021 (S/ 338 millones) es muy similar al promedio en 2019 (S/ 348 millones) y por debajo del promedio mensual de 2020 (S/ 420 millones).

En el caso de las empresas privadas peruanas en el mercado externo, dos empresas colocaron valores entre julio y setiembre a tasas de interés superiores a las que existían en el primer trimestre de 2021. Primero, la Compañía de Minas Buenaventura colocó US\$ 550 millones al plazo de 5 años, con una tasa cupón de 5,50 por ciento, los valores fueron emitidos bajo la par y presentan un *spread* sobre la tasa del tesoro americano y global peruano de 501 y 412 puntos básicos, respectivamente⁴⁰. Segundo, la empresa San Miguel Industrias emitió US\$ 380 millones al plazo de 7 años, con una tasa cupón de 3,50 por ciento para pagar la recompra de US\$ 205 millones de bonos que vencían en setiembre de 2020; los bonos fueron colocados a la par y la tasa de rendimiento (3,70 por ciento) presenta un *spread* sobre los bonos del tesoro americano y global peruano de 247 y 166 puntos básicos, respectivamente.

En el tercer trimestre se realizaron colocaciones internacionales por entidades no residentes en soles por un total de S/ 321 millones, superior al segundo trimestre (S/ 71 millones), pero inferior al primer trimestre (S/ 374 millones). El monto emitido en 2020 es el nivel máximo histórico (S/ 1 801 millones), el cual fue incentivado por el bajo costo de cobertura.

En el caso de los inversionistas institucionales, el valor de la cartera administrada de las AFP y fondos mutuos ha disminuido en el tercer trimestre de 2021. En el caso de las AFP, la cartera de inversiones disminuyó de S/ 158 148 millones a S/ 133 658 millones entre el 30 de junio y el 3 de setiembre, asociado al desempeño negativo de los valores locales y a la liquidación de valores (principalmente externos), para realizar el pago a los afiliados en base al retiro extraordinario aprobado por la Ley N° 31192⁴¹. La cartera de inversiones de las AFP ha crecido en promedio 19 por ciento en los últimos 20 años y la mayor caída anual en el valor de la cartera se registró en el año 2008 (18 por ciento) por la desvalorización de las inversiones en la crisis financiera internacional; en 2009 la recuperación fue de 39 por ciento.

Las facilidades otorgadas por el BCRP para los retiros aprobados de fondos de pensiones evitaron que la liquidación de valores en montos significativos en un periodo corto de tiempo tuviera impactos no deseados sobre las tasas de interés y la estabilidad de los mercados financieros. En 2020, las AFP accedieron a liquidez por parte del BCRP a través de repos con BTP para mitigar el efecto del retiro por un total de S/ 6 137 millones. Entre enero y julio de 2021 se han realizado repos directas por S/ 6 221 millones al plazo de 3 meses y tasa de 0,33 por ciento. El saldo de repos al 15 de setiembre asciende a S/ 3 221 millones.

En el caso de los fondos mutuos, el patrimonio administrado y número de partícipes ha descendido entre junio y agosto en 10,8 y 5,0 por ciento, respectivamente. En el actual entorno de alta volatilidad local, los fondos más demandados han sido los de instrumentos de deuda. Por otro lado, la cartera de inversiones de las empresas de seguros aumentó ligeramente de S/ 50 938 millones a S/ 51 309 millones entre marzo y junio de 2021.

40 El *spread* es superior al que obtuvo la emisión de Volcán de similar plazo y calificación crediticia en febrero de 2021 (392 y 320 puntos básicos sobre la tasa del bono americano y global peruano, respectivamente).

41 La Ley permite a los afiliados de las AFP retirar hasta 4 UIT (S/ 17 600). Los afiliados iniciaron el trámite de retiro el 27 de mayo.

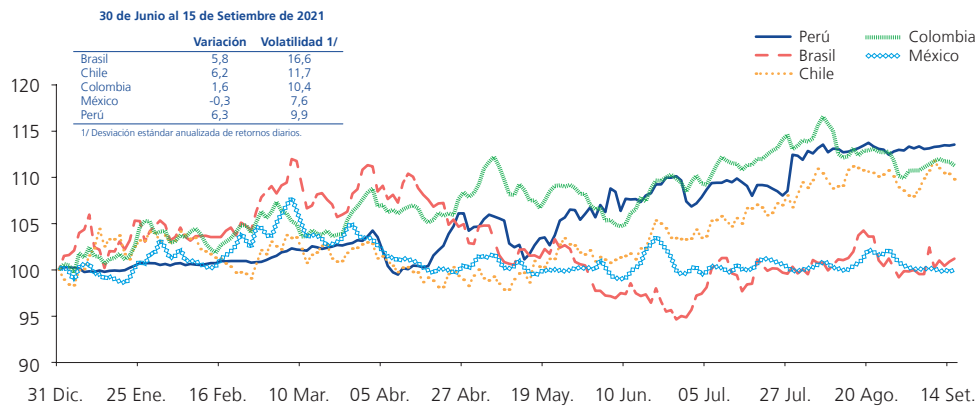


Mercado cambiario

69. Las presiones al alza en el tipo de cambio se mantienen en el tercer trimestre de 2021 principalmente por factores locales, como la alta demanda de dólares en el mercado *spot* que proviene principalmente del sector corporativo; y una mayor aversión al riesgo por la previsión de una normalización anticipada de la política monetaria de la Reserva Federal; así como por temores ante el avance de la variante Delta del COVID-19. El tipo de cambio alcanzó en el tercer trimestre de 2021 un nuevo nivel máximo histórico (S/ 4,117 por dólar el 20 de agosto).

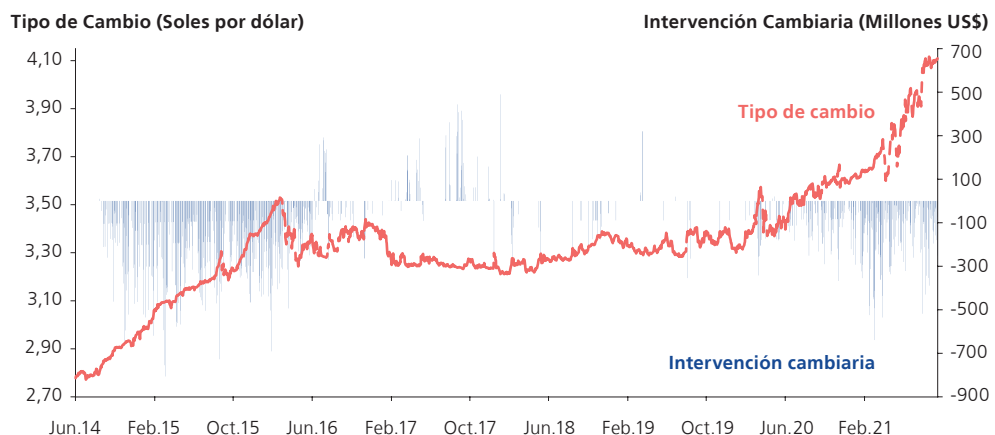
Las monedas latinoamericanas presentaron entre junio y setiembre de 2021 un mejor desempeño en comparación al segundo trimestre. El incremento en el precio de las principales materias primas ha mitigado en cierta medida el impacto negativo del mayor riesgo político en la región, y ello ha afectado de forma diferenciada a las monedas de la región.

Gráfico 83
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO 1/
(31 Dic.20 = 100)



1/ Un aumento de índice indica la depreciación de la moneda.
Al 15 de Setiembre.
Fuente: BCRP y Reuters.

Gráfico 84
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP 1/



1/ Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado *spot* y colocaciones de CDLD BCRP, CDR BCRP y *swaps* cambiario.
Al 15 de Setiembre.
Fuente: BCRP.

En un contexto de alta volatilidad, el BCRP ha intervenido en el mercado cambiario a través de la subasta de *swaps* cambiarios venta, de colocación de Certificados de Depósito

Reajustables (CDR BCRP) y de ventas en la mesa de negociación, con el objetivo de minimizar la volatilidad en el precio del sol y con ello preservar la estabilidad del sistema financiero y asegurar el correcto funcionamiento de los mercados. Así, entre julio y setiembre se colocaron *swaps* cambiarios venta por S/ 7 604 millones (US\$ 1 874 millones) a plazos entre 1 y 6 meses, y vencieron S/ 8 521 millones (US\$ 2 323 millones). Con ello, el saldo de *swaps* cambiarios venta al 15 de setiembre se ubica en S/ 25 871 millones (US\$ 6 819 millones). En el caso de los CDR BCRP, se colocaron S/ 6 522 millones (US\$ 1 624 millones) a plazos entre 1 y 6 meses y vencieron S/ 8 835 millones (US\$ 2 329 millones), con lo que el saldo al 15 de setiembre se ubica en S/ 5 421 millones (US\$ 1 344 millones).

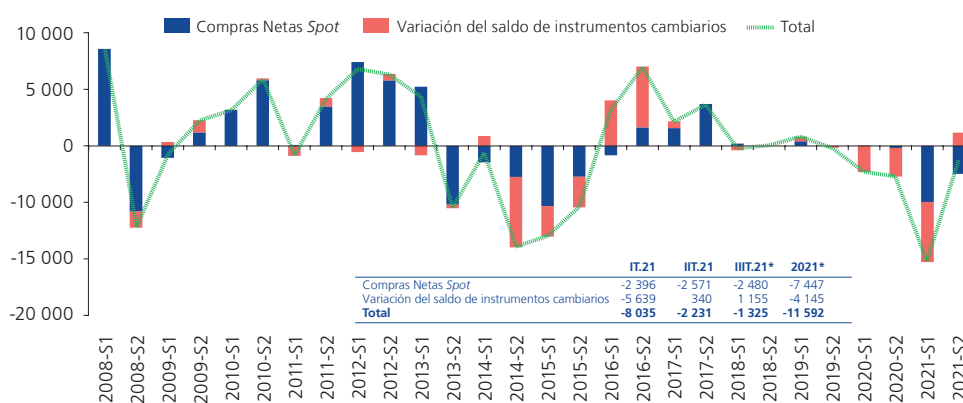
Cuadro 33
NÚMERO DE DÍAS DE INTERVENCIÓN

	Días de negociación	Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total (spot y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención			Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var. % anualizada)
					Spot	Instrumentos	Total	
2016	250	50	118	133	20%	47%	53%	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	254	13	97	100	5%	38%	39%	7,4%
2021 1/	117	93	125	145	53%	71%	82%	10,4%

1/ Al 15 de setiembre.

En lo que va de 2021, el BCRP ha ofertado US\$ 11,6 mil millones en el mercado cambiario mediante ventas en el mercado *spot* (US\$ 7,5 mil millones) y colocación neta de derivados cambiarios y CDR BCRP (US\$ 4,1 mil millones).

Gráfico 85
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP
(En millones de US\$)

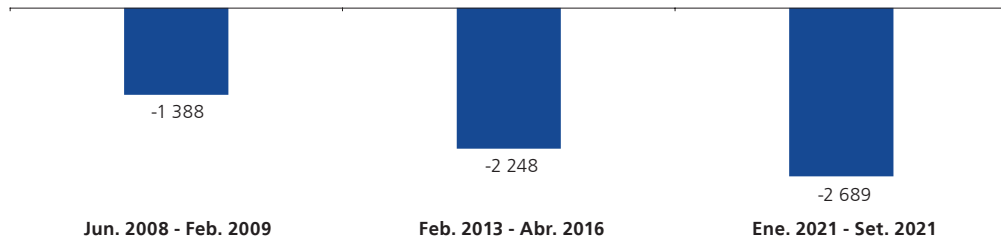


* Al 15 de setiembre.
Fuente: BCRP.

Asimismo, la intervención cambiaria promedio en el episodio actual de volatilidad en el mercado cambiario (de enero a setiembre de 2021), asciende a US\$ 2 689 millones, superior al periodo de la crisis financiera internacional (US\$ 1 388 millones) y al existente entre febrero de 2013 y abril de 2016 (US\$ 2 248 millones). De otro lado, la posición de cambio en los tres periodos disminuyó y el tipo de cambio se depreció.



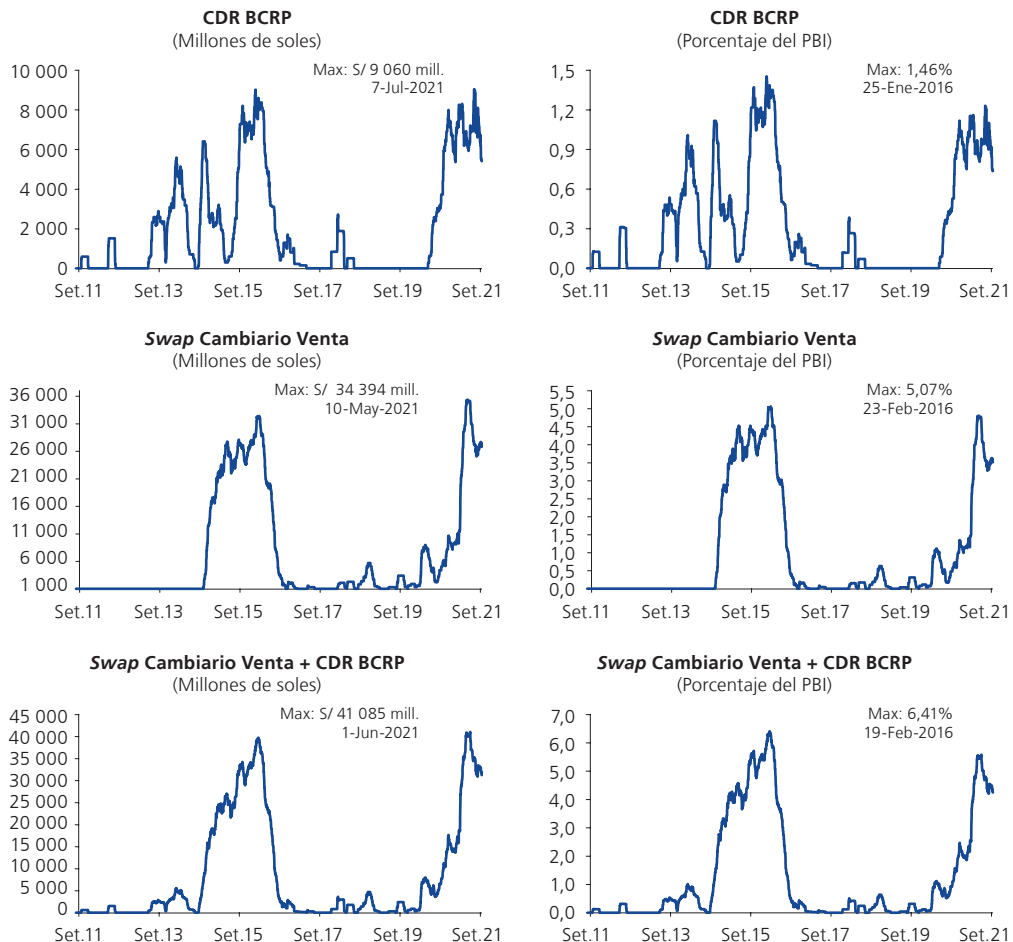
Gráfico 86
INTERVENCIÓN CAMBIARIA PROMEDIO MENSUAL DEL BCRP
 (En millones de US\$)



Se consideran las colocaciones brutas de instrumentos y compras/ventas *spot* en la mesa de negociación.
 Al 15 de setiembre.
 Fuente: BCRP.

El saldo acumulado de *swaps* cambiarios venta y de CDR BCRP al 15 de setiembre alcanzó el nivel de S/ 31,9 mil millones (4,3 por ciento del PBI) y el número de días en los que se llevó a cabo acciones de intervención cambiaria en el 2021 se encuentra en niveles similares a los de 2015. El incremento en los plazos promedio de los instrumentos estuvo asociado a la demanda por cobertura en un horizonte mayor. Así, en el caso de los *swaps* cambiarios venta, el plazo promedio ha subido entre diciembre de 2019 y setiembre de 2021 desde 107 a 258 días.

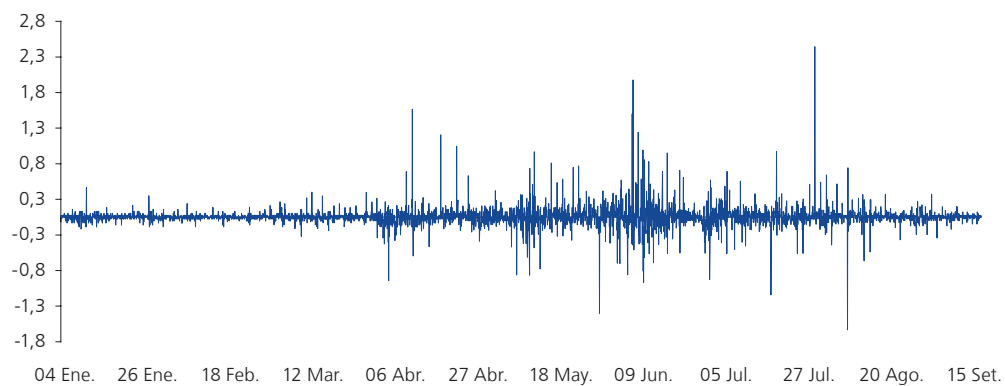
Gráfico 87
SALDO DE INSTRUMENTOS CAMBIARIOS



Al 15 de setiembre.
 Fuente: BCRP.

La volatilidad de sol continúa siendo alta en el tercer trimestre, la variación porcentual diaria anualizada del tipo de cambio en julio y agosto (14,7 y 5,9 respectivamente) refleja el alto nivel de incertidumbre entre los agentes económicos. En esa línea, considerando la evolución del tipo de cambio de cada 10 minutos entre las 9:30 a.m. y la 1:30 p.m., la variación intradiaria ha fluctuado entre una depreciación de 2,39 por ciento (27 de julio de 2021) hasta una apreciación de 1,58 por ciento (9 de agosto de 2021). Como se muestra en el gráfico siguiente, la variación intradiaria presenta una menor persistencia y sensibilidad a nueva información en setiembre de 2021, respecto a lo que se observaba después de la primera vuelta electoral (11 de abril).

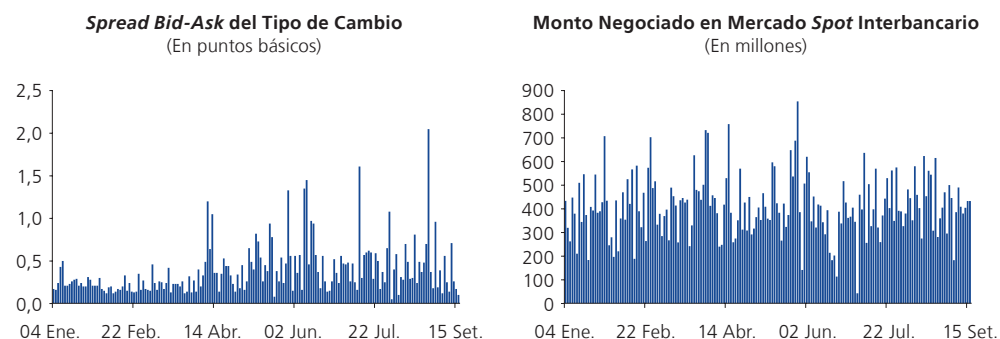
Gráfico 88
VARIACIÓN INTRADIARIA DEL TIPO DE CAMBIO



1/ Variación porcentual cada 10 minutos del tipo de cambio entre las 9:00 a.m. y 1:30 p.m. Una variación positiva indica depreciación del sol.
Al 15 de setiembre.
Fuente: Reuters.

Esta mayor volatilidad también se ha reflejado en los *spread* de las cotizaciones *bid-ask* del tipo de cambio. Como se observa el incremento ocurre desde la segunda semana de abril, y hasta el último dato disponible no regresa a los niveles previos a la primera vuelta presidencial, aunque se observa una reducción en la segunda semana de setiembre. La negociación promedio diaria en el mercado cambiario interbancario *spot* se ha mantenido relativamente estable entre enero y setiembre de 2021.

Gráfico 89
SPREAD Y NEGOCIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

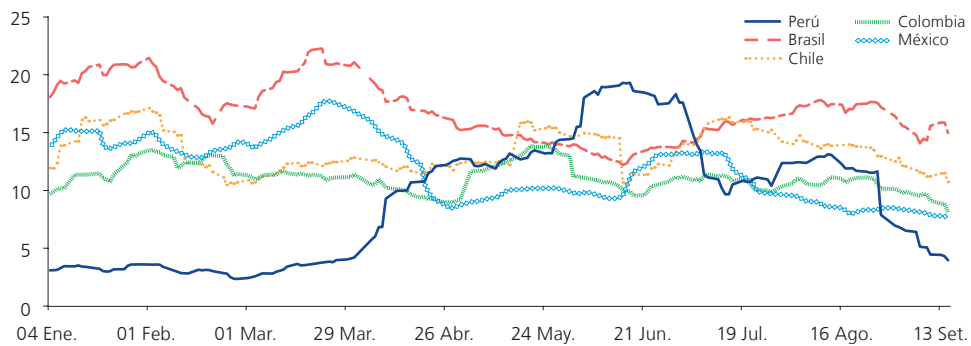


Al 15 de setiembre.
Fuente: Reuters y BCRP.



Comparativamente, la volatilidad histórica del tipo de cambio peruano en periodos móviles de 30 días entre enero y marzo de 2021 fue consistentemente la más baja en la región. Sin embargo, entre abril y junio presentó una tendencia al alza (nivel máximo de 19,6 por ciento el 17 de junio). Entre julio y setiembre la volatilidad ha descendido de 14,7 a 2,7 por ciento. Similarmente, con tres definiciones alternativas de volatilidad de tipo de cambio para datos diarios en los últimos meses (histórico, implícita y en base a un modelo de volatilidad de tipo GARCH) se observa un incremento de la variabilidad del sol entre abril y julio, así como un descenso en agosto y setiembre de 2021.

Gráfico 90
VOLATILIDAD HISTÓRICA ANUALIZADA UN MES



Desviación estándar anualizada en los últimos 30 días.
Al 15 de setiembre.
Fuente: Reuters.

Cuadro 34
VOLATILIDAD LATAM

	Histórico (D.S.) 1/					Implícita 2/					GARCH(1,1) 3/				
	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Ene.21	22,6	17,3	14,5	14,4	2,6	18,4	13,8	13,6	15,3	6,5	22,0	13,9	16,5	18,1	5,7
Feb.21	13,7	11,2	10,9	14,8	1,8	19,2	12,3	13,4	17,1	5,0	22,0	14,2	13,5	20,9	4,6
Mar.21	20,0	13,2	12,5	14,1	4,3	19,7	13,8	14,3	15,5	4,2	20,8	12,9	12,1	14,7	6,0
Abr.21	17,3	11,0	9,9	8,9	14,0	18,0	12,0	14,1	12,3	7,4	20,6	13,8	13,2	14,0	15,2
May.21	13,4	13,8	12,8	8,2	14,6	16,4	13,4	14,7	11,7	11,6	18,6	12,6	12,2	12,2	13,2
Jun.21	13,8	10,8	11,8	13,5	16,2	15,8	13,3	14,4	10,7	11,0	18,0	12,4	13,1	12,6	15,4
Jul.21	17,0	12,7	9,8	9,2	14,7	17,7	14,1	13,8	11,4	6,7	17,9	12,2	13,0	11,9	10,8
Ago.21	15,1	11,7	12,6	7,8	5,9	18,8	13,9	13,8	10,5	6,5	17,6	12,1	12,7	11,7	9,8
Set.21	19,3	10,5	5,0	2,6	2,7	18,7	13,7	13,7	10,5	3,0	17,6	12,1	12,2	10,7	7,9

1/ Desviación estándar anualizada de los retornos diarios.

2/ Corresponde a la variable resultante en el modelo de valuación de opciones de Black Scholes. Mide las expectativas del mercado sobre el tipo de cambio al plazo de un mes.

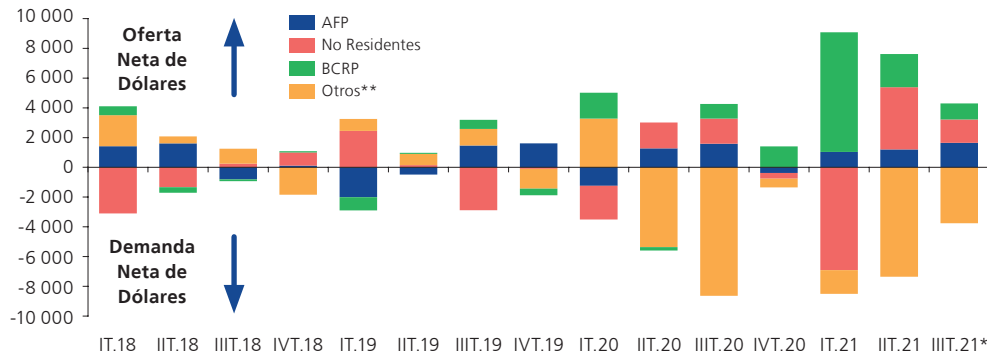
3/ El Modelo de volatilidad autorregresivo condicional generalizado GARCH (1,1) aplica un proceso estocástico a series de tiempo históricas del tipo de cambio para predecir su volatilidad futura. El concepto es similar a aplicar medias móviles exponenciales a la volatilidad donde el tipo de cambio actual tiene mayor impacto en la predicción.

Al 15 de setiembre.

Fuente: BCRP y Reuters.

La mayor intervención del BCRP en el mercado cambiario ha buscado compensar la alta demanda de dólares en el mercado local, en particular en el primer trimestre de 2021. En lo que va de 2021, el mercado cambiario presentó una demanda neta de US\$ 10 869 millones (US\$ 5 715 millones en marzo de 2021, nivel máximo desde 2010) proveniente principalmente de participantes del sector no financiero, como minoristas y el sector corporativo; así como de los inversionistas no residentes.

Gráfico 91
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO (SPOT Y DERIVADOS)
(En millones de dólares)



* Al 15 de setiembre.
** Otros incluye a empresas del sector corporativo, mineras y minoristas.
Fuente: BCRP.

En el tercer trimestre de 2021, los inversionistas no residentes han ofertado dólares en los mercados *spot* (US\$ 813 millones) y han comprado Bonos del Tesoro Público (BTP) por US\$ 1 485 millones. Similarmente, ofertaron dólares en el mercado de derivados por US\$ 767 millones (US\$ 4 633 millones en el segundo trimestre). Entre el tercer y segundo trimestre los flujos de inversionistas extranjeros indican una moderación en sus expectativas sobre el tipo de cambio y su retorno esperado.

Por su parte, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) ofertaron US\$ 3 662 millones en el mercado *spot*, producto de la liquidación de sus inversiones en el exterior (US\$ 8 521 millones en 2021) con el objetivo de realizar el pago de los retiros extraordinarios asociados a la Ley N° 31192. En el caso del mercado de derivados, se han demandado US\$ 2 019 millones (US\$ 1 182 millones en el segundo trimestre).

Por otro lado, entre julio y setiembre, el sector corporativo y minorista ha presentado una demanda neta de US\$ 4 821 y US\$ 1 666 millones, respectivamente, lo cual estaría indicando un incremento en la dolarización por parte de los agentes económicos por motivos precautorios.

En este contexto de alta demanda de dólares en el mercado cambiario, el BCRP ha ofertado dólares a las empresas bancarias mediante ventas en el mercado y colocación de CDR BCRP y *swaps* cambiarios venta (US\$ 11 592 millones en neto) entre enero y setiembre de 2021. El BCRP cuenta con un adecuado nivel de reservas internacionales, sumado a la alta credibilidad adquirida en los últimos años y el acceso a líneas de crédito como la Línea de Crédito Flexible (FCL, por sus siglas en inglés) del FMI a la que solo acceden países con fundamentos macroeconómicos muy sólidos. La mayor intervención cambiaria realizada por el BCRP para ofertar dólares en los mercados *spot*, y principalmente en los de derivados, ha contribuido a atenuar las presiones extraordinarias al alza del tipo de cambio.

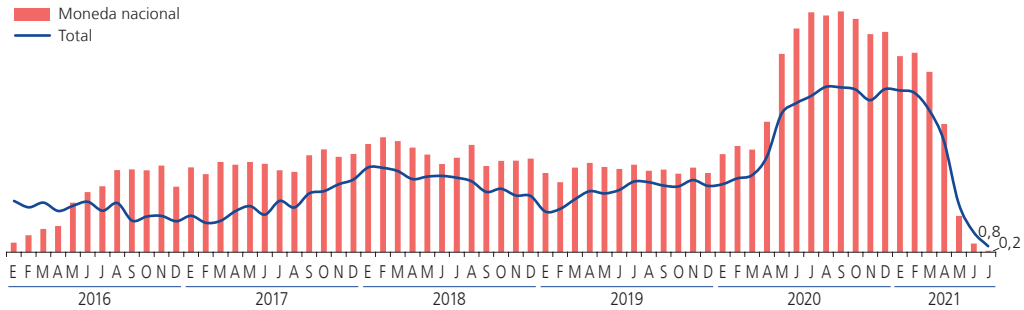
Liquidez

70. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue 0,8 por ciento en julio. Por monedas, los depósitos en soles crecieron 0,2 por ciento interanual, mientras que



los depósitos en dólares crecieron 2,2 por ciento en los últimos 12 meses. El crecimiento de los depósitos en moneda nacional se ha desacelerado en los últimos meses y es menor a la variación interanual de los depósitos en moneda extranjera desde mayo, debido al efecto estadístico por las altas tasas de crecimiento en 2020 y a la incertidumbre electoral.

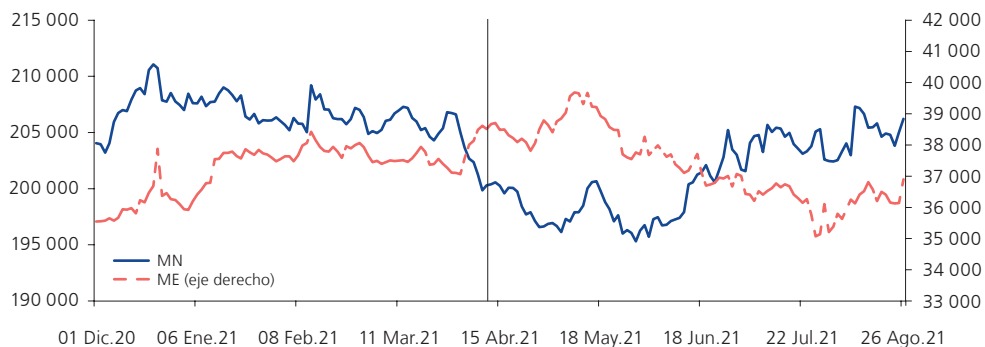
Gráfico 92
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO POR MONEDA
(Variación porcentual anual)



El coeficiente de dolarización de los depósitos se redujo de 31,4 por ciento en 2020 a 31,3 por ciento en julio de 2021. Dicha reducción es explicada por una disminución del coeficiente de dolarización de los depósitos de las personas (de 26,7 a 25,6 por ciento), compensado parcialmente por el aumento de la dolarización de los depósitos de las empresas (de 38,9 a 40,6 por ciento).

Tras disminuir significativamente en los meses de marzo, abril y mayo, el Total de Obligaciones Sujetas a Encaje (TOSE) en moneda nacional de las empresas bancarias se incrementó en junio, julio y agosto (S/ 9 955 millones), mientras que, en el mismo periodo, el TOSE en moneda extranjera se redujo en US\$ 798 millones.

Gráfico 93
TOTAL DE OBLIGACIONES SUJETAS A ENCAJE (TOSE) DE LA BANCA
(En millones de soles y dólares)



Para 2022 se espera que los depósitos retornen a una tasa de crecimiento mayor a la del crédito al sector privado.

Cuadro 35
**AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERIODO)**

(Variaciones porcentuales anuales)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Jul.21	Dic.21*	Dic.22*
Circulante (fin de periodo)	4,7	10,1	33,5	36,3	37,3	42,5	20,6	21,7	12,5	3,0
Depósitos en moneda nacional	11,9	15,4	33,6	36,2	33,1	25,2	0,6	-0,5	2,1	4,9
Depósitos totales 1/	10,0	11,6	22,5	24,8	24,6	20,6	2,7	1,1	1,9	3,8
Liquidez en moneda nacional	10,2	13,3	32,1	34,7	32,3	28,9	5,0	4,4	4,5	4,4
Liquidez total 1/	9,4	10,9	24,1	26,3	25,9	23,9	5,6	4,4	3,7	3,7
Crédito al sector privado en moneda nacional	9,8	9,4	18,9	23,1	19,7	17,5	7,6	5,7	3,8	3,4
Crédito al sector privado total 1/	6,9	7,6	13,2	14,3	11,8	9,5	5,0	3,9	3,0	3,0

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

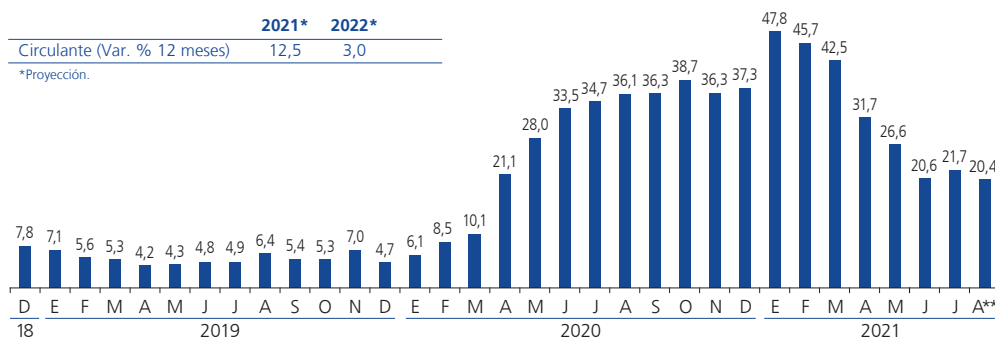
* Proyección.

71. El **circulante** crecería en 12,5 por ciento en 2021 y 3,0 por ciento en 2022. Dicho crecimiento contempla el efecto de la mayor acumulación de billetes y monedas de manera precautoria por parte de la población desde el inicio del Estado de Emergencia⁴². Este incremento habría correspondido a la mayor demanda transaccional y precautoria originada por los efectos del Estado de Emergencia ante la pandemia de COVID-19, efecto que se mantendría en el presente año. 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 ante la actual coyuntura.

El crecimiento del circulante se aceleró transitoriamente en enero, moderándose posteriormente en el resto del año y principalmente desde el segundo trimestre de 2021.

**Gráfico 94
CIRCULANTE**

(Variación porcentual 12 meses)



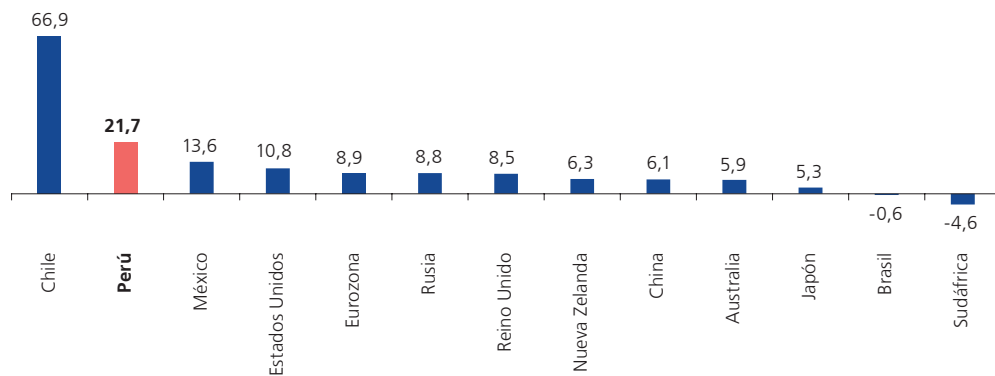
72. La tasa de crecimiento anual del circulante en agosto de 2021 fue 20,4 por ciento, superior a la tasa de crecimiento observada en marzo de 2020, de 10,1 por ciento, e inferior a la observada en diciembre de 2020, de 37,3 por ciento.

42 El ahorro precautorio de efectivo habría sido impulsado principalmente por las transferencias a las familias a través de los bonos otorgados por el Estado.



La tasa de crecimiento anual de la velocidad del dinero en el segundo trimestre de 2021 fue positiva en 30,8 por ciento, superior a la tasa de crecimiento observada en el primer trimestre de 2020 (negativa en 12,3 por ciento). A pesar de ello, la demanda por efectivo sigue siendo excepcionalmente alta dada la coyuntura del Estado de Emergencia. La entrega de un alivio económico en efectivo mediante el Bono Universal Familiar durante los meses de febrero y mayo, el cual ascendió a S/ 2 520 millones, también contribuyó al incremento de la demanda por circulante.

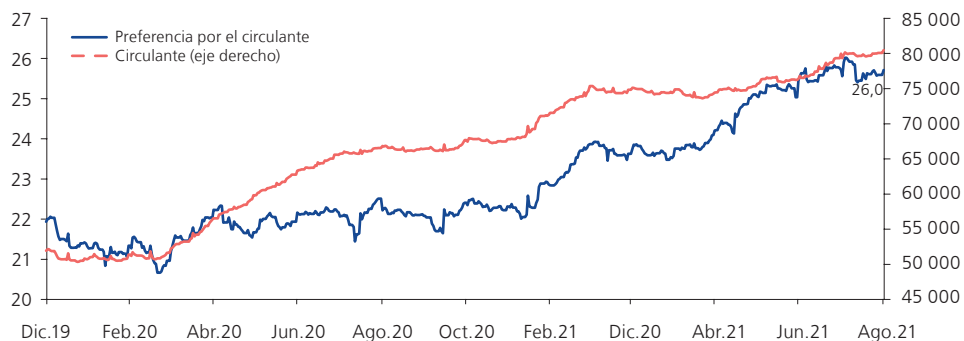
Gráfico 95
CRECIMIENTO MUNDIAL DEL CIRCULANTE: JULIO DE 2021
 (Variaciones porcentuales)



Fuente: Bancos centrales.

73. A inicios de la cuarentena de marzo de 2020, la preferencia por el circulante había alcanzado niveles mínimos históricos (20,7 por ciento). Se observaron dos periodos de crecimiento de la preferencia por circulante entre marzo y mayo de 2020 y entre diciembre de 2020 y febrero de 2021, tras lo cual su nivel permaneció alrededor de 23,6 por ciento hasta marzo. A partir de abril, la preferencia por circulante se ha incrementado sostenidamente, alcanzando un nivel máximo de 26,0 por ciento a inicios de agosto.

Gráfico 96
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR EL CIRCULANTE
 (En millones de soles y porcentaje)



Crédito al sector privado

74. El **crédito al sector privado** se desaceleró desde una tasa de expansión de 11,8 por ciento en 2020 a una tasa interanual de 3,9 por ciento en julio de 2021. Por segmentos, el crédito a empresas creció 5,6 por ciento, menor a la tasa observada en diciembre de 2020 (21,7 por ciento). Por otro lado, el crédito a las personas naturales pasó de contraerse 3,1 por ciento en 2020 a incrementarse en 0,6 por ciento en julio de 2021. En el caso del crédito a las personas, se registró un aumento del crédito vehicular (1,1 por ciento) y una disminución del de tarjetas de crédito (47,7 por ciento), mientras que el crédito hipotecario se incrementó 8,0 por ciento. Por el lado de los créditos a empresas, los segmentos que registran una mayor tasa de expansión son las medianas empresas (22,0 por ciento), seguido de las pequeñas y microempresas (2,0 por ciento), mientras que los corporativos y las grandes empresas registran una caída en el crédito (0,3 por ciento).

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

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Jul.21
Crédito a empresas	4,2	6,6	20,0	24,6	21,7	18,6	8,0	5,6
Corporativo y gran empresa	4,4	9,6	21,8	14,2	8,3	3,3	-2,0	-0,3
Medianas, pequeñas y microempresas	4,1	3,0	17,8	37,0	37,4	37,6	19,9	12,3
Crédito a personas	11,3	9,3	2,8	-1,3	-3,1	-4,5	-0,4	0,6
Consumo	12,8	10,2	1,6	-4,2	-7,1	-10,6	-5,7	-4,5
Vehiculares	11,9	6,9	0,9	-3,1	-2,5	-8,3	-0,4	1,1
Resto	12,9	10,3	1,7	-4,2	-7,3	-10,6	-5,9	-4,7
Hipotecario	9,0	8,0	4,6	3,1	3,2	4,8	7,5	8,0
TOTAL	6,9	7,6	13,2	14,3	11,8	9,5	5,0	3,9

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

75. Durante 2020 e inicios de 2021, se dieron reclasificaciones en los segmentos de créditos empresarial y de consumo⁴³. En este sentido, el indicador de tasas de crecimiento del saldo de crédito por segmento empresarial y de crédito de consumo no solo toma en cuenta el efecto de una mayor o menor actividad crediticia, sino que también refleja el efecto de los cambios de base asociados a las eventuales reclasificaciones.

Cuadro 37
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL POR TIPO DE COLOCACIÓN (EMPRESAS)

	Millones de S/.	Tasas de crecimiento (%)									
		Mar.21/Mar.20		Abr.21/Abr.20		May.21/May.20		Jun.21/Jun.20		Jul.21/Jul.20	
		Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin
	Jul.21	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.	Reclasif.
Crédito a empresas	2 52 824	18,6	18,6	16,7	16,7	8,3	8,3	8,0	8,0	5,6	5,6
Corporativo y gran empresa	126 989	3,3	-0,0	-0,6	-3,4	-5,2	-7,7	-2,0	-4,3	-0,3	-2,9
Medianas empresas	70 535	56,1	40,7	58,5	42,3	38,0	22,4	30,2	15,2	22,0	9,0
Pequeña y microempresa	55 299	19,8	42,9	20,8	43,8	12,3	35,3	9,0	30,7	2,0	22,1

1/ Los saldos en dólares se valúan a tipo de cambio constante (3,31).
Fuente: RCC y Balance de Comprobación.

43 La reclasificación, con mayor detalle, se desarrolla en la Nota de Estudio del BCRP N° 37-2021.





De esta manera, si se omite el efecto reclasificación entre empresas para julio de 2021, el segmento corporativo se hubiese contraído en 2,9 por ciento; mientras que los segmentos de las medianas empresas, y pequeñas y microempresas se hubiesen expandido en 9,0 y 22,1 por ciento, respectivamente.

En cuanto a los créditos de consumo, el segmento de tarjetas de crédito se hubiese contraído 19,6 por ciento; mientras que el resto de créditos de consumo habría crecido en 2,3 por ciento.

Cuadro 38
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL POR TIPO DE COLOCACIÓN (CONSUMO)

	Millones de S/.	Tasas de crecimiento (%)									
		Mar.21/Mar.20		Abr.21/Abr.20		May.21/May.20		Jun.21/Jun.20		Jul.21/Jul.20	
		Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin	Con	Sin
Jul.21	Reclasif. Reclassif.		Reclasif. Reclassif.		Reclasif. Reclassif.		Reclasif. Reclassif.		Reclasif. Reclassif.		
Consumo	72 291	-10,6	-10,6	-8,2	-8,2	-7,2	-7,2	-5,7	-5,7	-4,5	-4,5
Vehiculares	2 283	-8,3	-8,3	-4,4	-4,4	-1,6	-1,7	-0,4	-0,4	1,1	1,1
Tarjetas de crédito	12 273	-48,9	-27,3	-35,3	-7,8	-46,6	-24,1	-46,0	-21,8	-47,7	-19,6
Resto	57 735	8,8	-2,2	1,6	-8,5	11,4	0,8	13,1	1,6	15,5	2,3

1/ Los saldos en dólares se valúan a tipo de cambio constante (3,31).
Fuente: RCC y Balance de Comprobación.

Así, para el caso de los créditos empresariales, el segmento más afectado por la reclasificación fue el de micro y pequeñas empresas (S/ 3 366 millones pasaron a ser clasificados como corporativo y grandes empresas; y S/ 7 502 millones como medianas empresas).

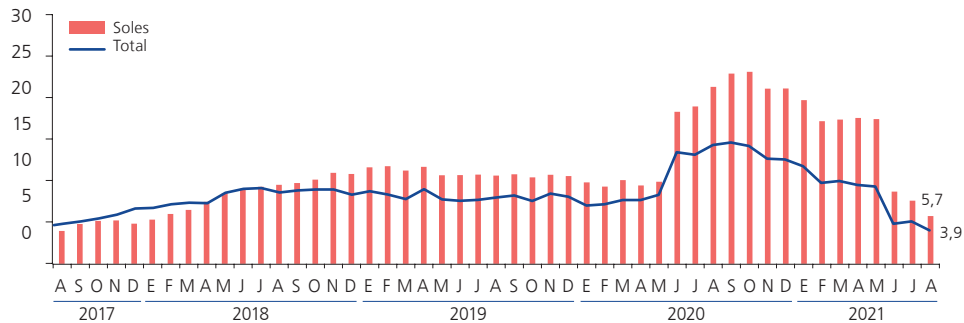
76. El crédito en soles se ha desacelerado desde marzo de 2021, principalmente por la atenuación del efecto estadístico del programa Reactiva Perú. Por otra parte, el crédito en dólares se ha venido reduciendo desde junio de 2020 por la mayor preferencia por fondeo local y por tasas de interés en soles que permanecieron por debajo de sus promedios históricos; sin embargo, su caída se ha venido atenuando desde mayo de 2021. Así, al mes de julio de 2021 el crédito en soles se expandió 5,7 por ciento, mientras que el denominador en dólares se redujo en 2,5 por ciento en el mismo periodo.
77. Las medidas tomadas por el BCRP han favorecido a que el crédito registre un comportamiento contracíclico, contrarrestando de esta manera los efectos negativos de la pandemia sobre la actividad económica.

Cuadro 39
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/
(variación porcentual anual)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Sep.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Jul.21
Moneda Nacional	9,8	9,4	18,9	23,1	19,7	17,5	7,6	5,7
Moneda Extranjera	-0,4	2,8	-2,1	-9,8	-10,6	-13,4	-3,6	-2,5
Total	6,9	7,6	13,2	14,3	11,8	9,5	5,0	3,9

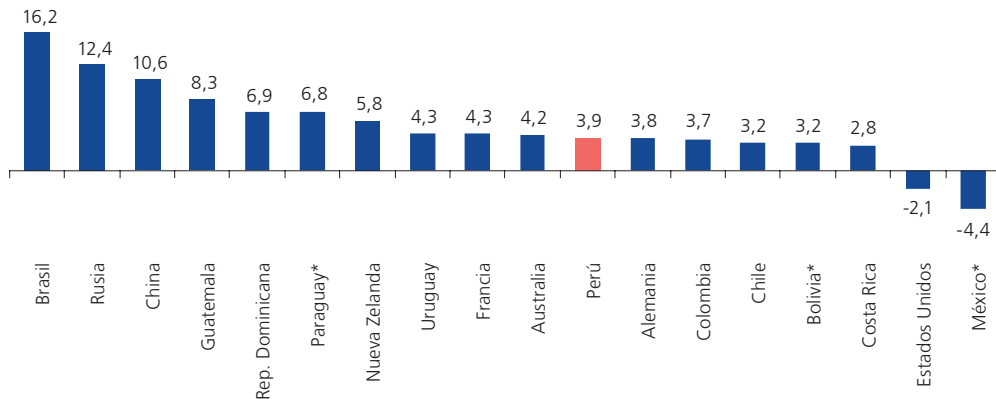
1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre 2019.

Gráfico 97
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
(Tasas de crecimiento anual)



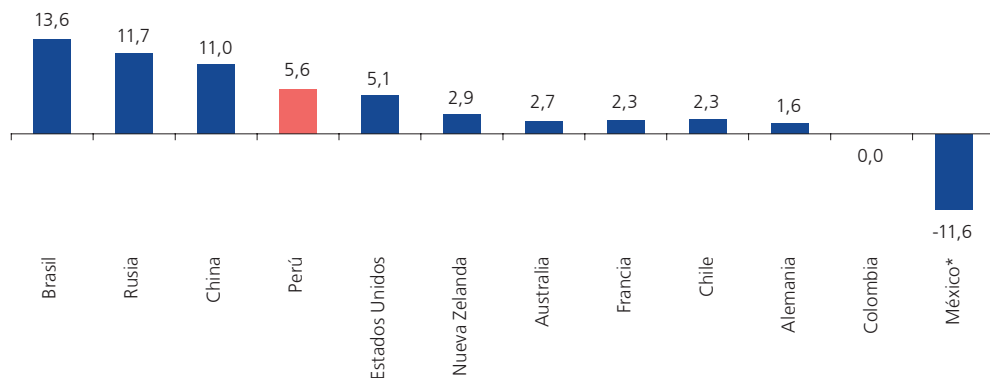
78. A nivel mundial, el crédito al sector privado ha respondido a las medidas de estímulo monetario adoptadas por los bancos centrales. La tasa de crecimiento anual del crédito a empresas de julio de 2021 de Perú está entre las más altas a nivel internacional (5,6 por ciento).

Gráfico 98
CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO: JULIO DE 2021
(Variaciones porcentuales)



* Información a junio de 2021.
Fuente: Bancos centrales.

Gráfico 99
CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO A EMPRESAS PRIVADAS: JULIO DE 2021
(En porcentaje)



* Información a junio de 2021.
Fuente: Bancos centrales.



Dolarización del crédito y de la liquidez

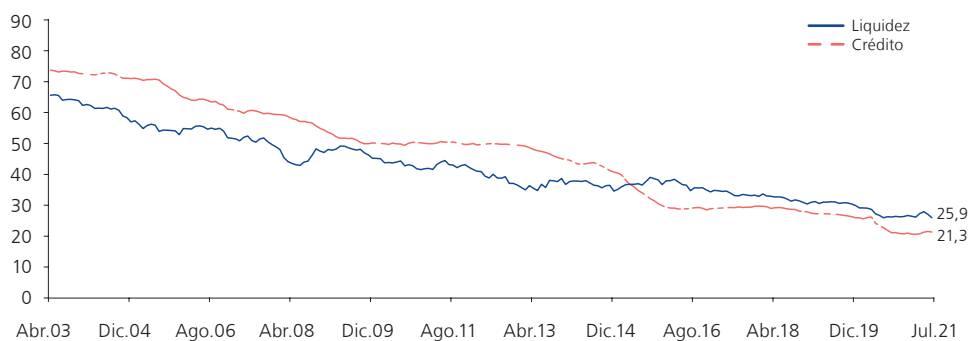
79. El coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 21,3 por ciento en julio de 2021, mayor al nivel observado en diciembre de 2020 (20,7 por ciento). Se observó un incremento de la dolarización del crédito a empresas, la cual pasó de 27,4 a 28,1 por ciento en el mismo periodo. Por su parte, la dolarización del crédito a personas se redujo de 8,0 a 7,8 por ciento. La dolarización del segmento de créditos hipotecarios pasó de 11,6 por ciento en diciembre de 2020 a 10,2 por ciento en julio de 2021, mientras que la del crédito de consumo aumentó de 5,5 por ciento a 6,0 por ciento en el mismo periodo.

Cuadro 40
COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO 1/
 (Porcentaje)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Jul.21
Crédito a empresas	37,3	37,5	31,8	27,8	27,4	27,2	28,5	28,1
Corporativo y gran empresa	50,5	50,0	43,4	41,4	42,4	41,8	43,9	43,0
Medianas empresas	38,5	38,7	30,0	24,4	22,0	21,2	20,6	20,3
Pequeña y microempresa	5,7	5,6	4,9	3,8	4,0	4,1	3,9	3,9
Crédito a personas	8,9	8,5	8,3	8,2	8,0	7,9	7,9	7,8
Consumo	6,0	5,7	5,5	5,4	5,5	5,5	6,0	6,0
Vehiculares	14,8	14,9	14,9	16,0	16,7	16,8	16,0	15,9
Tarjetas de crédito	7,1	6,6	5,6	5,3	5,7	8,3	11,5	12,1
Resto	5,0	4,9	5,0	5,0	4,8	4,4	4,3	4,3
Hipotecario	13,3	12,7	12,5	12,1	11,6	11,0	10,4	10,2
TOTAL	25,9	26,0	23,4	21,1	20,7	20,6	21,5	21,3

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

Gráfico 100
COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE CRÉDITO Y LIQUIDEZ: 2003-2021
 (Porcentaje)



Morosidad

80. El ratio de morosidad del crédito se ubicó en 3,80 por ciento en julio de 2021, menor en 0,19 puntos porcentuales al registrado en diciembre de 2020 (3,99 por ciento). Este resultado estaría explicado principalmente por la menor morosidad de los créditos a personas naturales, en particular los asociados a tarjetas de crédito. En cambio, la morosidad del crédito a empresas aumentó en todos los segmentos, siendo el incremento más notorio el del segmento de medianas empresas.

Cuadro 41
ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS
 (Porcentaje)

	Dic.19	Mar.20	Jun.20	Set.20	Dic.20	Mar.21	Jun.21	Jul.21
Crédito a empresas	3,57	3,68	3,49	3,52	3,72	4,02	4,03	4,18
Corporativo y grandes empresas	0,62	0,63	0,66	0,84	1,03	1,08	1,15	1,13
Medianas empresas	8,24	9,00	7,53	6,81	6,26	6,44	6,76	7,50
Micro y pequeñas empresas	7,13	7,41	6,24	5,54	6,10	7,18	7,11	7,16
Crédito a personas	3,15	3,33	3,43	3,72	4,93	4,20	3,58	3,39
Consumo	3,27	3,47	3,38	3,95	5,95	4,70	3,66	3,34
Tarjetas de crédito	5,47	5,79	6,05	8,03	12,70	11,75	8,52	7,83
Vehicular	3,75	3,86	4,78	5,58	5,85	5,74	5,51	5,28
Resto	1,68	1,83	2,05	2,03	3,10	2,96	2,47	2,29
Hipotecario	2,98	3,15	3,51	3,39	3,52	3,57	3,47	3,44
PROMEDIO	3,28	3,41	3,34	3,47	3,99	3,96	3,76	3,80

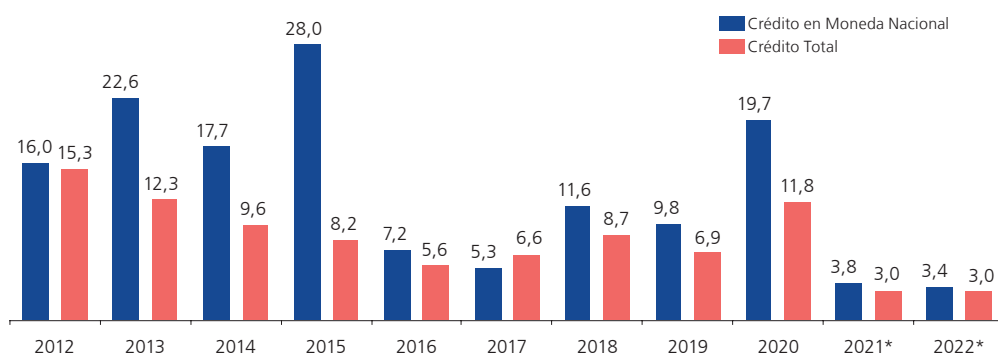
81. El sistema financiero viene tomando medidas para atenuar el impacto de la pandemia sobre su solvencia. Entre estas destacan el fortalecimiento de la base patrimonial, el mejor control de gastos operativos y financieros, y la constitución de provisiones voluntarias.

Proyección del crédito al sector privado

82. Tras un importante incremento del ratio de crédito respecto al PBI en 2020, para el horizonte de proyección (2021-2022) se prevé que el crédito al sector privado modere su crecimiento y crezca a un ritmo menor que el PBI nominal. Con ello, el ratio respecto al PBI disminuiría de 52,0 por ciento en 2020 a 42,0 por ciento en 2022. Esta proyección asume también la recuperación de la actividad económica hasta alcanzar su nivel prepandemia en 2022.

El crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional sería de 3,8 por ciento en 2021 y 3,4 por ciento en 2022, tomando en cuenta el efecto estadístico del fuerte incremento en 2020 y el inicio de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú. Así, el crédito total crecería 3,0 por ciento en 2021, manteniendo la misma tasa de crecimiento en 2022. Con ello, el ratio de dolarización del crédito continuaría reduciéndose, hasta alcanzar un valor de 19,8 por ciento a fines de 2022.

Gráfico 101
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
 (En variaciones porcentuales)

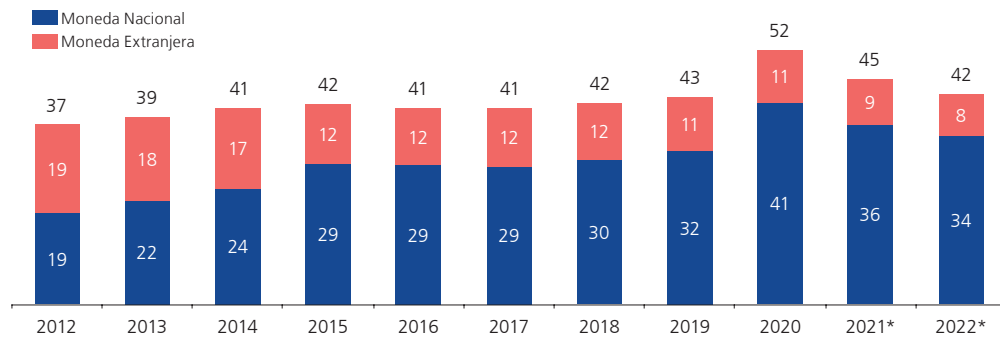


* Proyección.





Gráfico 102
RATIO CRÉDITO / PBI
(Porcentaje)



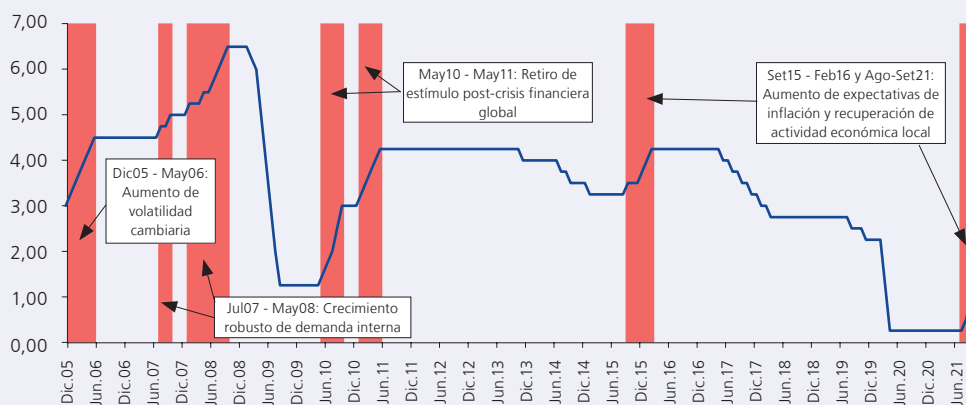
Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2019).
* Proyección.

Recuadro 6 EL TONO DE COMUNICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÚ

La comunicación del banco central es un elemento clave de su política monetaria. Una adecuada comunicación contribuye a la efectividad de la política monetaria, al permitir a las autoridades monetarias explicar el objetivo de sus acciones y, con ello, influir en las expectativas de inflación, y reducir la incertidumbre, al disminuir la dispersión de información entre los agentes del mercado⁴⁴. Cuando el BCRP modifica la tasa de interés de referencia, las notas informativas proveen la justificación de dicha decisión. Por otro lado, cuando la tasa de interés de referencia se mantiene inalterada, las notas informativas de política monetaria reflejan las intenciones de la autoridad monetaria. En cualquier caso, la redacción de los comunicados sirve como guía para anticipar futuros cambios en la tasa (lo que se conoce como *forward guidance*).

En los últimos 15 años se han experimentado seis episodios de alzas de la tasa de interés de referencia, respondiendo a diferentes contextos de la economía local e internacional. Los incrementos sucesivos de la tasa de referencia corresponden a los siguientes episodios: (i) entre diciembre de 2005 y mayo de 2006, para retirar el estímulo monetario en un contexto de aceleración del crecimiento económico, alzas de tasas de interés internacionales y de volatilidad cambiaria; (ii) entre julio y setiembre de 2007 y entre enero y setiembre de 2008, como respuesta al fuerte incremento de la demanda interna y mayores expectativas inflacionarias; (iii) entre mayo y octubre de 2010 y entre enero y mayo de 2011, para retirar el estímulo monetario llevado a cabo para hacer frente a la crisis financiera global en 2009 y (iv) entre setiembre de 2015 y febrero de 2016, como respuesta al aumento de las expectativas de inflación y dada la recuperación de la actividad económica local. Los recientes incrementos de la tasa de interés en agosto y setiembre de 2021 representan el primer episodio de subida en seis años, en un contexto de aumento de las expectativas inflacionarias y tasas reales históricamente bajas.

TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA* (En porcentaje)



* Los episodios de subida de tasa de interés están sombreados.

Dado lo anterior, se puede analizar y cuantificar el tono de la comunicación de política monetaria. Para ello se calcula un indicador que captura el sentimiento de los comunicados de la autoridad monetaria. En

44 Castillo, P., Herrada, R., Montoro, C. y Pérez, F. (2019). "La comunicación de la política monetaria en los bancos centrales de América del Sur", Banco Central de Reserva del Perú.



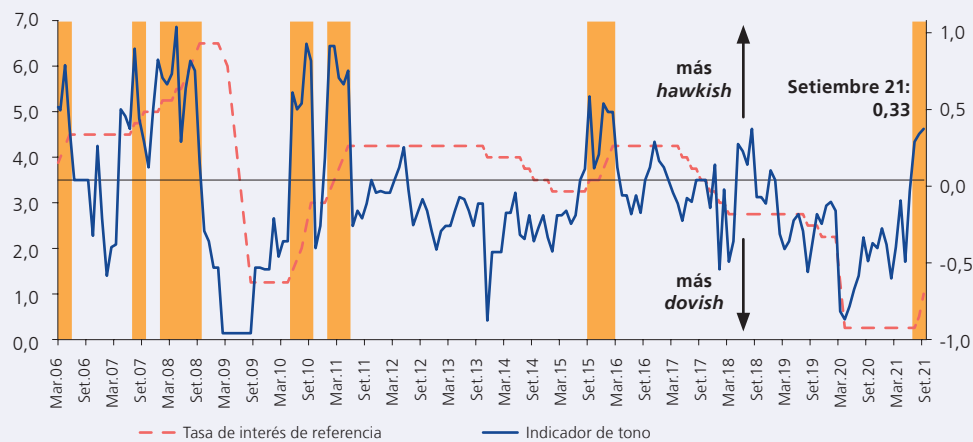
el trabajo de Lahura y Vega (2021), los autores construyen un diccionario de frases que indican posturas expansivas (*dovish*), contractivas (*hawkish*) y neutrales, a partir de las notas de prensa del Programa Monetario del BCRP⁴⁵. Para cada comunicado, se contabiliza el número de veces que aparecen frases *hawkish*, *dovish* y neutrales, y se calcula el siguiente indicador:

$$tono_t = \frac{H_t - D_t}{H_t + D_t + N_t}$$

Donde H_t representa el número de frases *hawkish*, D_t el de frases *dovish* y N_t el de frases neutrales. De esta forma, un valor positivo del indicador implica un tono a favor de una posición contractiva, mientras un valor negativo implicaría una comunicación con posición expansiva.

El indicador de tono de política monetaria se adecúa al evento de subida adoptando un valor positivo (*hawkish*), en algunos casos con anticipación a la decisión de subir la tasa de interés. Según el indicador calculado, el cambio de tono en los comunicados de política monetaria hacia una postura *hawkish* fue contemporáneo (es decir, no hubo anticipación) en los episodios de subida de 2005 y 2010, mientras en los periodos de 2011 y 2015 el cambio ocurrió con una anticipación de 1 mes y, en el periodo de 2007, con una anticipación de hasta 3 meses.

TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA E INDICADOR DE TONO DE POLÍTICA MONETARIA*
(En porcentaje y valor del índice)



* Para el indicador de tono de política monetaria, los valores positivos del índice indican un tono a favor de una posición contractiva, mientras los valores negativos implican una comunicación con posición expansiva. Las áreas sombreadas corresponden a periodos de subida de tasa de interés.

De acuerdo con el indicador de tono, la Nota Informativa del mes de julio de 2021 habría dado indicios de un tono *hawkish*, previendo las futuras acciones del BCRP. En comparación con el comunicado de junio, en el cual el Banco Central da a entender que aún está dispuesto a ampliar el estímulo monetario; en el comunicado de julio se hace especial énfasis en la información sobre expectativas de inflación y actividad económica, quitando la referencia a la ampliación del estímulo monetario. El indicador también implica que el comunicado ha tomado una postura más favorable al retiro del estímulo monetario en agosto y setiembre.

45 Vega, M. y Lahura, E. (2021). "Assessing central bank communication through monetary policy statements: Results for Colombia, Chile and Peru", Banco Central de Reserva del Perú.

FORWARD GUIDANCE EN COMUNICADOS DE POLÍTICA MONETARIA

Periodo de subida: Agosto 2021

Junio 2021	El Directorio considera apropiado mantener una postura monetaria fuertemente expansiva mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía, y se encuentra atento para ampliar el estímulo monetario bajo diferentes modalidades.
Julio 2021	El Directorio considera apropiado mantener una postura expansiva mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes, y se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía.
Agosto 2021	El Directorio considera apropiado mantener una postura expansiva mientras persistan los efectos negativos de la pandemia sobre la inflación y sus determinantes, y se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía.
Setiembre 2021	El Directorio se encuentra especialmente atento a la nueva información referida a las expectativas de inflación y a la evolución de la actividad económica para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de la política monetaria. El Banco Central continuará realizando todas las acciones necesarias para sostener el sistema de pagos y el flujo de créditos de la economía.

El cambio en el tono de comunicación también tomó en cuenta la evolución de las variables de inflación, expectativas de inflación y recuperación de la actividad mundial. Cabe mencionar que el incremento en el nivel del tono *hawkish* de este último episodio es comparable con el registrado en el episodio anterior de alza de tasas de 2015.

A nivel internacional, los bancos centrales de Chile, Colombia y México empezaron desde fines del segundo trimestre de 2021 a adoptar una postura favorable al retiro del estímulo monetario en sus comunicados de política monetaria. Posteriormente, la tasa subió en el caso de Chile de 0,50 por ciento a 0,75 por ciento en julio y 1,50 por ciento en agosto, y en el caso de México, de 4,25 por ciento a 4,5 por ciento en agosto.



Recuadro 7**ESTIMACIÓN DE LA MOROSIDAD DE LAS EMPRESAS QUE ACCEDIERON AL PROGRAMA REACTIVA PERÚ**

El programa de garantías Reactiva Perú se formuló como un mecanismo extraordinario para otorgar liquidez y promover la expansión del crédito al sector privado. Ello se dio en un periodo de contracción económica e incertidumbre asociado a la pandemia del Covid-19. Con este programa se mitigó los efectos negativos de la pandemia y de una de las políticas restrictivas a la movilidad más estricta en el mundo que podría haber llevado a una depresión económica y a vulnerar la estabilidad del sistema financiero.

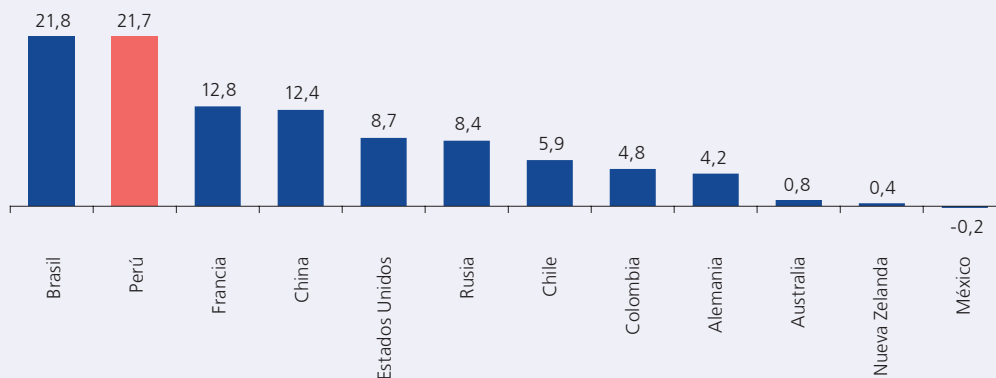
El programa evitó el rompimiento en la cadena de pagos producto del choque negativo y repentino de la pandemia sobre la oferta y la demanda. Este choque ocasionó una caída en los ingresos de las firmas, que pudo generar una quiebra generalizada de empresas y el rompimiento de las relaciones entre trabajadores, empresas, clientes, proveedores, entidades financieras y gobierno. De esta manera, el programa permitió que estas relaciones económicas no se rompan, evitando una caída abrupta y duradera de la producción, el empleo y los ingresos nacionales.

El Perú experimentó un evento de rompimiento en la cadena de pagos a fines de los 90 durante las crisis financieras en Asia y Rusia de 1997/98. La interrupción del flujo de capitales de corto plazo afectó la provisión de crédito bancario y deterioró la cartera de varias entidades financieras. Estos problemas de liquidez se convirtieron posteriormente en problemas de solvencia. Por otro lado, la reducción en la demanda agregada afectó la capacidad de estas empresas de generar utilidades de corto plazo, intensificando así su exposición al choque externo. Por lo tanto, la economía peruana pasó de crecer 6,5 por ciento en 1997 a caer 0,4 por ciento en 1998 y a crecer sólo 1,5 por ciento en 1999.

En el caso de la crisis del COVID-19 la historia fue diferente, ya que los créditos del programa Reactiva Perú generaron un comportamiento anticíclico del crédito, que contribuyó a la recuperación de la economía. Así, las empresas que accedieron al programa generaron alrededor de 2,8 millones de puestos de trabajo, los cuales se mantuvieron durante el desarrollo de la pandemia. De esta manera, el Perú tuvo un crecimiento significativo del crédito empresarial en 2020 (21,7 por ciento), que fue de los más altos en comparación con otros países tanto avanzados como emergentes.

VARIACIÓN ANUAL DEL CRÉDITO A EMPRESAS PRIVADAS: DICIEMBRE DE 2020

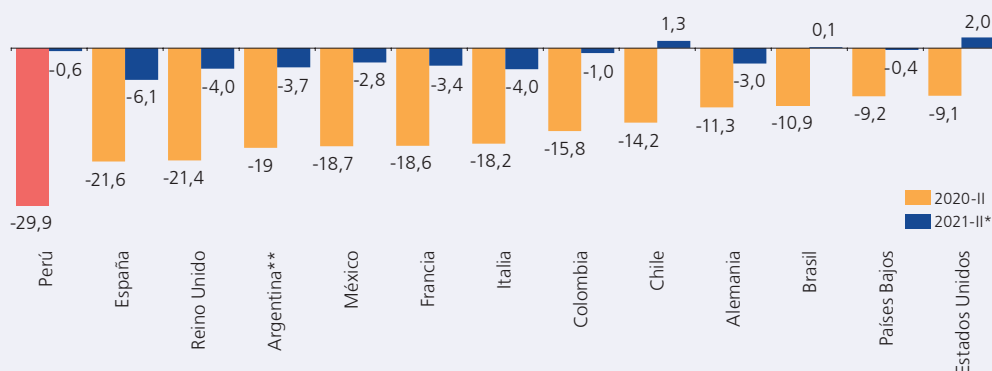
(En porcentaje)



Fuente: Bancos Centrales.

Esta evolución anticíclica del crédito permitió que la actividad económica peruana tuviera una de las recuperaciones más rápidas observadas a nivel mundial. Por ejemplo, el PBI de Perú pasó de caer en 29,9 por ciento en el segundo trimestre de 2020, mes de las mayores restricciones económicas, a caer 1,4 por ciento en el cuarto trimestre de 2020, alcanzando el nivel de prepandemia en diciembre de 2020.

VARIACIÓN INTERANUAL DEL PBI REAL



* Variación con respecto al mismo periodo en 2019.

** La variación anual del segundo trimestre de 2021 se estima usando las series mensuales a junio de 2021.

Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales de cada país.

En síntesis, el programa Reactiva Perú cumplió sus objetivos. La dotación de liquidez y su efecto anticíclico aseguró la continuidad en la cadena de pagos. Esta provisión de liquidez alcanzó a los agentes económicos tanto de forma directa como indirecta, a través del sistema de pagos: por ejemplo, mediante los pagos de empresas a sus proveedores y empleados, sin importar el tamaño de la empresa y si se encuentran en el sector formal o informal. En algunos casos, la necesidad de liquidez fue solo transitoria, una muestra de esto es que muchas de estas empresas ya han prepagado sus créditos.

Asimismo, el diseño del programa ha permitido la participación masiva y que la morosidad de las empresas que accedieron a estos préstamos se mantenga baja. En particular, un requisito para acceder al programa fue el de ser un buen contribuyente y pagador de sus deudas hasta antes de la pandemia⁴⁶, lo cual contribuyó a alinear incentivos entre empresas y entidades financieras.

A continuación se analiza el impacto del Programa Reactiva Perú sobre el ratio de morosidad. Para ello se compara el grupo de empresas que participaron en el programa con aquellas que pudieron acceder a este, pero no lo hicieron, es decir que mostraban calificación crediticia normal o con problemas potenciales durante febrero de 2020. Para no tomar en cuenta las reclasificaciones entre segmentos empresariales, se mantiene fija la clasificación de la empresa durante el periodo de análisis.

Sobre el ratio de morosidad

Se compara el ratio de morosidad⁴⁷ a julio 2021 para los créditos fuera del programa Reactiva Perú de los diferentes segmentos empresariales y para todos los tipos de empresas: las empresas que accedieron

46 En particular, se consideró lo siguiente: (i) no tener deudas tributarias exigibles en cobranza coactiva mayores a 1 UIT hasta el 29 de febrero de 2020; (ii) la empresa debe estar calificada en el Sistema Financiero en la categoría de "Normal" o "Con Problemas Potenciales (CPP)" hasta el 29 de febrero de 2020.

47 Con la finalidad de que el ratio de morosidad sea comparable entre los distintos grupos se excluye el monto de los créditos del programa Reactiva Perú para aquellas empresas que accedieron a dicho programa.





al programa Reactiva Perú (participaron en PRP), las empresas que registraban una calificación crediticia como para acceder a PRP pero no lo hicieron (empresas similares a PRP) y el resto de empresas. Las empresas que accedieron al programa Reactiva Perú muestran un ratio de morosidad a julio de 2021 de 2,5 por ciento en los otros créditos fuera del PRP, el cual es significativamente menor al de los grupos que no accedieron al programa. Por segmentos de créditos se observa el mismo comportamiento, de esta manera tenemos:

- Para el segmento corporativo y gran empresa, la morosidad de aquellas empresas que participaron en el programa (0,8 por ciento) es menor con respecto al grupo de empresas que también mostraban una calificación normal o CPP durante febrero 2020 (1,0 por ciento) y al grupo de empresas que no pertenece a estos dos grupos, denominado resto de empresas (22,5 por ciento).
- Para el segmento medianas empresas, el ratio de morosidad de las empresas partícipes del programa (5,4 por ciento) es menor que el de aquellas que mostraban una calificación normal o CPP previo a la llegada de la pandemia (6,9 por ciento) y del resto de empresas (53,4 por ciento).
- Por último, para las micro y pequeñas empresas se observa el mismo comportamiento: el ratio de morosidad de las empresas partícipes del programa (6,7 por ciento), es menor al de las empresas similares a las partícipes de PRP (8,4 por ciento) y al del resto de empresas (16,9 por ciento).

Cabe mencionar que entre agosto de 2020 y julio de 2021, según datos de la SBS, las entidades financieras registran castigos de créditos por S/ 1 229 millones en micro y pequeñas empresas, S/ 220 millones en medianas empresas, y S/ 39 millones en corporativos y grandes empresas. Este castigo de la cartera ha reducido la cartera morosa y los ratios de morosidad, en particular del resto de micro y pequeñas empresas que no participaron del PRP, que llega a ser inclusive más bajo por este efecto que el de corporativo y gran empresa que no participaron en PRP.

MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS EMPRESARIALES SEGÚN SU PARTICIPACIÓN DEL PROGRAMA REACTIVA PERÚ (PRP) JULIO 2021

	Saldo de crédito total (millones de S/)	Participación (%)	Saldo de crédito Reactiva Perú (millones de S/)	Cartera Morosa 1/ (millones de S/)	Ratio de Morosidad ajustado 2/ (%)
Total de empresas	242 882	100,0	51 058	10 542	5,5
Participaron del PRP	141 815	58,4	51 058	2 266	2,5
Similares a PRP ^{3/}	84 359	34,7	--	3 361	4,0
Resto de empresas	16 708	6,9	--	4 915	29,4
Corporativo y gran empresa	126 047	51,9	15 028	1 818	1,6
Participaron del PRP	74 339	30,6	15 028	472	0,8
Similares a PRP	47 885	19,7	--	485	1,0
Resto de empresas	3 823	1,6	--	862	22,5
Mediana empresa	66 953	27,6	26 065	4 843	11,8
Participaron del PRP	50 528	20,8	26 065	1 329	5,4
Similares a PRP	11 293	4,6	--	774	6,9
Resto de empresas	5 132	2,1	--	2 740	53,4
Micro y pequeña empresa	49 882	20,5	9 964	3 881	9,7
Participaron del PRP	16 948	7,0	9 964	465	6,7
Similares a PRP	25 181	10,4	--	2 103	8,4
Resto de empresas	7 753	3,2	--	1 313	16,9
TOTAL	242 882	100,0	51 058	10 542	5,5

1/ Incluye créditos con clasificación vencidos y en cobranza judicial.

2/ Para el caso de empresas que accedieron al programa Reactiva Perú no se incluye el saldo del crédito Reactiva.

3/ Empresas que tuvieron calificación normal o CPP en febrero 2020.

Fuente: Registro Crediticio Consolidado (RCC).

Situación actual del programa

A julio de 2021, del monto total de créditos Reactiva Perú desembolsados desde mayo de 2020 (S/ 58 374 millones), se han cancelado y amortizado el 12,5 por ciento. Por segmento de crédito, se observa que las empresas del segmento corporativo y grandes empresas son las que amortizaron en mayor medida (24,8 por ciento). Cabe mencionar que estas empresas accedieron a créditos con garantías de 80 y 90 por ciento, que, como se menciona en el Cuadro 29, son las que han cancelado sus créditos con mayor anticipación. Particularmente, las medianas empresas cancelaron y amortizaron el 7,3 por ciento de sus deudas; mientras que las MYPE el 3,0 por ciento.

CRÉDITOS OTORGADOS MEDIANTE REACTIVA PERÚ

(Millones de S/)

	Créditos Otorgados 1/	Cancelados 2/	Amortizados 3/	Ratios 4/ (%)			Saldo Jul.21
				Cancel.	Amort.	Total	
Total	58 374	4 566	2 749	7,8	4,7	12,5	51 058
Por segmento de crédito							
Corporativo y grande	19 993	3 701	1 264	18,5	6,3	24,8	15 028
Mediana	28 109	717	1 326	2,6	4,7	7,3	26 065
Pequeña y micro	10 272	149	159	1,4	1,6	3,0	9 964

1/ Estimado a partir del RCC.

2/ Empresas cuyo saldo de crédito Reactiva se reduce a cero después de haberlo recibido.

3/ Empresas cuyo saldo de crédito Reactiva se reduce después de haberlo recibido.

4/ El ratio representa el monto de créditos amortizados y/o cancelados sobre el total de créditos otorgados.

Fuente: RCC.



VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

Evolución reciente de la inflación

83. La **inflación** interanual aumentó a 4,95 por ciento en agosto, desde 2,45 por ciento en mayo, debido a factores de oferta tales como aumentos significativos en precios internacionales de insumos para los alimentos (granos y fertilizantes), de combustibles y derivados, fletes de comercio exterior, así como por la depreciación del sol. La inflación sin alimentos y energía aumentó de 1,76 a 2,39 por ciento en el mismo periodo, permaneciendo dentro del rango meta y manteniéndose como una de las más bajas de la región. De igual manera, los diferentes indicadores tendenciales de inflación se ubican en el rango meta, a excepción de la media acotada, cuya variación alcanzó un valor de 3,08 por ciento.

Gráfico 103
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)

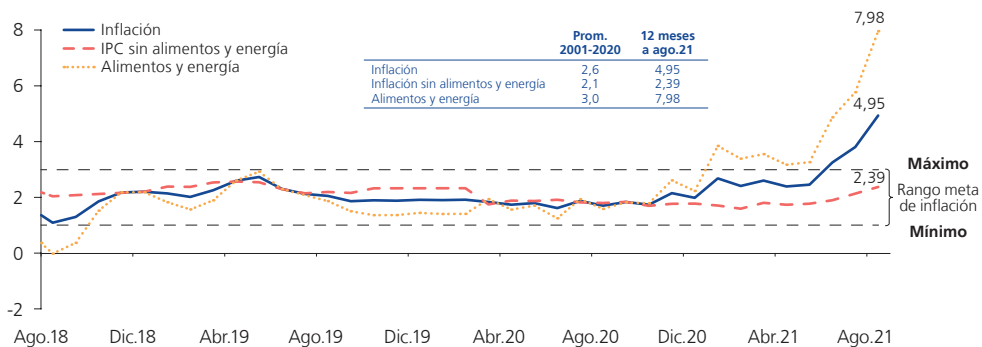
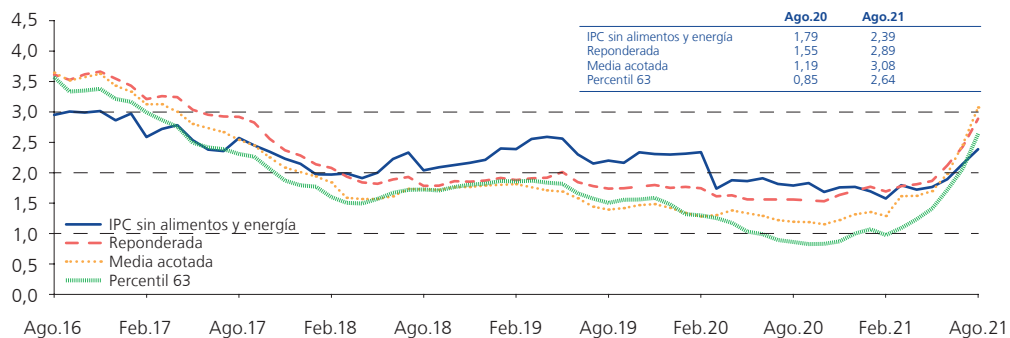


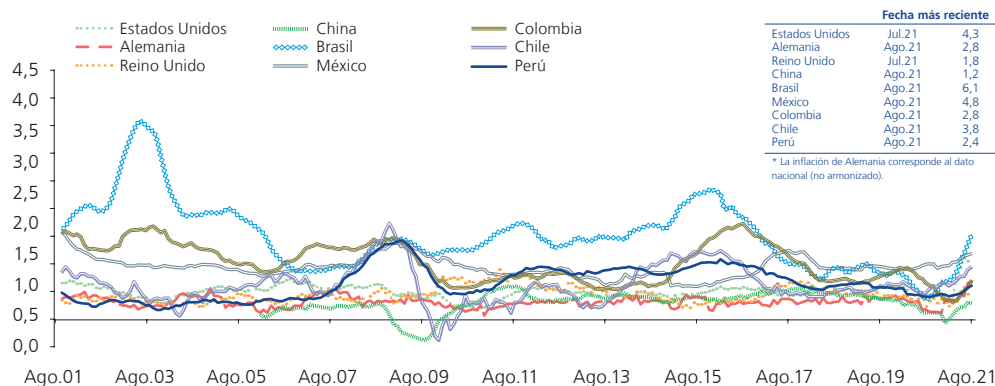
Gráfico 104
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Nota:

- 1. IPC sin alimentos y energía:** IPC excluyendo alimentos, combustibles y electricidad.
- 2. Reponderada:** Reduce el peso de los rubros con mayor volatilidad, dividiendo las ponderaciones originales de cada rubro entre la desviación estándar de sus variaciones porcentuales mensuales.
- 3. Media acotada:** Promedio ponderado de las variaciones porcentuales de precios ubicadas entre los percentiles 34 y 84.
- 4. Percentil 63:** Corresponde a la variación porcentual del rubro ubicado en el percentil 63.

Gráfico 105
INFLACIÓN SUBYACENTE
(Variación % 12 meses)



Fuente: Reuters, Bancos Centrales e Institutos de Estadísticas.

84. Así, la tendencia alcista de la inflación de los últimos meses es consecuencia principalmente de un fenómeno global, que se explica por problemas de oferta y la rápida recuperación de la economía mundial. Los precios internacionales de los *commodities*, que afectaron más la inflación doméstica correspondieron a petróleo y de algunos alimentos como el trigo, el maíz y el aceite de soya. Al aumento de las cotizaciones se suma el mayor costo de los fletes marítimos y otros insumos, así como el aumento local del tipo de cambio.

Cuadro 42
COTIZACIONES DE ALIMENTOS Y PETRÓLEO
(US\$ por unidad de medida)

		Spot			Variación porcentual	
		Dic. 19	Dic. 20	31 Ago.	Ago.21/Dic.20	Ago.21/Dic.19
Petróleo WTI	US\$/bl.	61,1	48,5	68,5	41,2	12,2
GLP*	US\$/bl.	23,9	31,4	49,5	57,7	106,9
Gasolina*	US\$/bl.	73,8	57,8	79,7	38,0	8,0
Trigo	US\$/tm.	177,8	231,1	269,8	16,7	51,7
Maíz	US\$/tm.	148,4	186,6	220,1	17,9	48,3
Aceite de soya	US\$/tm.	756,4	977,3	1 535,1	57,1	102,9

*Precios del marcador internacional publicados por OSINERGMIN al 30 de agosto.
Fuente: Reuters y OSINERGMIN.

85. En cuanto a los *commodities* alimenticios el crecimiento de las cotizaciones se debe: (i) a los efectos de la pandemia del COVID-19 sobre la economía global, (ii) a la búsqueda de combustibles sustitutos ante la subida del precio del petróleo (etanol y biodiesel, que se producen en base a maíz y soya), y (iii) a los efectos climáticos adversos. Así, la recuperación de la economía global luego de los confinamientos habría sido más rápida de lo esperado, lo cual pone presión sobre el balance global de alimentos. Adicionalmente, la demanda de países como China se habría visto favorecida por la depreciación global del dólar (Ver Recuadro 1: Episodios de alza en el precio de los alimentos).
86. Además del incremento en los precios de *commodities* alimenticios, el incremento en el precio del petróleo y otros combustibles, así como las restricciones de la pandemia del COVID-19 que limitan el acceso a otros insumos básicos, habrían afectado el costo de los



productos industriales. Así, la variación acumulada de los precios en el año 2021 de los insumos industriales habría sido excepcionalmente alta para productos como plásticos (47 por ciento), hierro y acero (42 por ciento), productos químicos orgánicos (33 por ciento) y abonos (46 por ciento). Cabe resaltar, que el aumento en el precio de los abonos y fertilizantes, ejerce una presión adicional sobre la inflación de alimentos, ya que afecta los costos de producción de los cultivos perecibles agrícolas.

Cuadro 43
PRECIOS DE IMPORTACIONES

	Variación porcentual	
	Ago. 21 / Dic. 20	Ago. 21 / Dic. 19
Insumos industriales	26,9	31,7
Plásticos	47,0	56,4
Hierro y acero	41,9	46,5
Textiles	12,7	4,9
Papeles	22,9	12,0
Productos químicos	12,7	17,6
Químicos orgánicos	32,6	37,4
Resto	23,6	30,8
Abonos	45,9	29,7
Resto	21,5	30,4

Fuente: Sunat.
Elaboración: BCRP.

87. Adicionalmente, existen una serie de problemas logísticos que han encarecido el costo del transporte marítimo y con ello el costo de los insumos alimenticios e industriales. Ello se gatilló por las restricciones globales a la movilidad para contener el avance del virus, que generaron el cierre de puertos, ineficiencias para reubicar contenedores, y limitaciones a la mano de obra de las cadenas logísticas. No obstante, este problema también respondería a una serie de factores estructurales que habrían estado latentes y que ahora afectan la capacidad de transporte global, como la obsolescencia de la infraestructura portuaria y una menor oferta global de astilleros. (Ver Recuadro 4: Incremento de costos de transporte marítimo global).
88. Así, todos estos factores ejercieron una presión al alza en el costo de insumos, lo cual se habría visto reflejado en el Índice de Precios al por Mayor (IPM). Este índice creció 10,4 por ciento en 2021 (12,0 por ciento de variación interanual a agosto), alcanzando así su nivel más alto desde junio de 1995. A pesar de que existe una fuerte presión por el lado de los insumos directamente importados, el componente de insumos nacionales también se ha visto afectado.
89. A esta dinámica, se suma el incremento del tipo de cambio (depreciación acumulada entre enero y agosto de 2021 de 13,4 por ciento, o 14,7 por ciento interanual), que afecta el costo de los insumos importados en moneda local. Por ejemplo, la correlación contemporánea entre el IPM y el tipo de cambio es alta en años recientes (alrededor de 90 por ciento), y está relacionada tanto al componente importado, como al componente nacional de insumos. Adicionalmente, se estima que el efecto traspaso de la depreciación anual del tipo de cambio al Índice de precios al consumidor sería de 10,8 por ciento.

90. De este modo, los rubros más vinculados al tipo de cambio, a las cotizaciones internacionales y contratos vinculados al IPM contribuyeron con 2,8 puntos porcentuales a la inflación interanual de agosto. Como referencia en diciembre 2020, estos mismos rubros contribuyeron en 0,7 puntos porcentuales a la inflación anual, que fue 2,0 por ciento. Estas contribuciones solo representan los efectos directos de los choques antes mencionados, y no el efecto total que estos aumentos significan (incluyendo efectos de segundo orden o indirectos).

Cuadro 44
RUBROS VINCULADOS AL TIPO DE CAMBIO, COTIZACIONES INTERNACIONALES E IPM

	Peso	Var% 12 m Dic-20	Contr. Pond.	Var% 12m Ago-21	Contr. Pond.
IPC	100,0	1,97		4,95	
Rubros vinculados al tipo de cambio	14,1	1,66	0,21	3,18	0,41
Aparatos electrodomésticos	1,3	-0,42	0,00	1,94	0,02
Artículos del cuidado personal	4,9	0,75	0,03	0,85	0,04
Artículos de limpieza	0,9	0,74	0,01	1,94	0,02
Productos medicinales	2,1	5,53	0,11	2,42	0,05
Compra de vehículos	1,6	3,34	0,06	8,95	0,16
Repuestos y lavado de vehículos	0,2	2,15	0,00	6,06	0,01
Reparación de vehículos	0,2	2,04	0,00	4,94	0,01
Alquileres	2,4	0,50	0,01	1,49	0,03
Pasajes de avión	0,4	-3,32	-0,01	25,42	0,08
Rubros vinculados a cotizaciones internacionales y tipo de cambio	9,8		0,19		1,95
Vinculados a commodities de alimentos	7,0	4,83	0,30	15,62	1,01
Carne de pollo	3,0	6,63	0,17	16,41	0,44
Pan	1,9	0,25	0,00	10,27	0,17
Azúcar	0,5	16,41	0,08	3,65	0,02
Fideos	0,5	5,60	0,03	7,30	0,04
Aceites	0,5	4,09	0,02	59,75	0,27
Huevos	0,6	0,00	0,00	12,21	0,07
Combustibles	2,8	-4,20	-0,11	39,69	0,94
Gasolina y lubricantes	1,3	-11,16	-0,14	40,69	0,42
Gas	1,4	1,97	0,02	42,02	0,51
Otros combustibles	0,1	3,02	0,00	5,09	0,01
Consumo de gas natural para la vivienda	0,0	-5,26	0,00	9,25	0,00
Rubros relacionados al IPM	1,6		0,06		0,20
Consumo de agua	1,6	3,03	0,06	10,41	0,20
Rubros relacionados al tipo de cambio, IPM y cotizaciones	2,9		0,24		0,28
Electricidad	2,9	6,73	0,24	7,76	0,28
Total rubros vinculados a tipo de cambio, IPM y cotizaciones	28,5	2,58	0,70	10,45	2,84
Resto	71,5	1,75	1,27	2,90	2,12

91. La confluencia de todos los choques antes mencionados, ha tenido un mayor impacto sobre la inflación del grupo de alimentos y energía, cuya variación impulsó en mayor medida, el crecimiento de la inflación total en los últimos doce meses. Dentro del grupo, los precios de los combustibles son los que más se incrementaron (39,7 por ciento), seguidos por las tarifas eléctricas (7,8 por ciento). Este último rubro, refleja los reajustes de una serie de componentes afectados por los aumentos del IPM, del tipo de cambio, y de los precios del cobre y el aluminio. Finalmente, el precio de los alimentos habría crecido 6,1 por ciento.



Cuadro 45
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales anuales)

	Peso	2019	2020	2021	
				Ene.-Ago.	12 meses
IPC	100,0	1,90	1,97	4,20	4,95
1. IPC sin alimentos y energía	56,4	2,30	1,76	1,79	2,39
a. Bienes	21,7	1,39	1,52	1,65	2,08
b. Servicios	34,8	2,86	1,91	1,87	2,57
2. Alimentos y energía	43,6	1,43	2,22	7,03	7,98
a. Alimentos y bebidas	37,8	1,00	2,24	5,66	6,10
b. Combustibles y electricidad	5,7	4,32	2,13	15,90	20,45
Combustibles	2,8	-0,39	-4,20	35,12	39,69
Electricidad	2,9	8,04	6,73	3,32	7,76

92. Por otro lado, algunos componentes del IPC se desviaron de sus variaciones promedio históricas. Por ejemplo, los servicios con mayor incremento de precios en los últimos doce meses fueron los de salud (3,1 por ciento), lo cual reflejaría el mayor requerimiento de atención médica y sanitaria por efecto de la pandemia. En contraste, el rubro de comidas fuera del hogar presentó una tasa menor a la registrada en el periodo 2001-2020, a pesar del aumento del costo de insumos. Ello sería resultado de una menor demanda y del bajo nivel de concurrencia a los restaurantes, en comparación al que había previo a la pandemia.

Cuadro 46
INFLACIÓN
(Variaciones porcentuales anuales)

	Peso	2019	2020	Ago.21	2021-20
					Prom. anual
IPC	100,0	1,90	1,97	4,95	2,56
Educación	9,1	5,22	1,98	1,60	4,03
Salud	1,1	1,47	1,20	3,08	2,75
Comidas fuera del hogar	11,7	1,69	1,00	2,33	3,40
Otros servicios personales	3,3	1,35	0,99	1,89	1,49
<i>de los cuales</i>					
Empleados del hogar	2,1	0,81	0,57	1,07	0,69
Servicio de limpieza	0,2	1,45	-0,04	0,21	1,61
Reparaciones diversas	0,1	0,52	-0,37	0,29	2,14

93. En cuanto a la evolución durante 2021, en el periodo comprendido entre los meses de enero y agosto, el nivel general de precios aumentó 4,20 por ciento. El IPC sin alimentos y energía creció 1,79 por ciento en el mismo periodo, mientras que el rubro de alimentos y energía lo hizo a una tasa mayor, de 7,03 por ciento. Los precios de alimentos y bebidas se incrementaron en 5,66 por ciento, mientras que los de la energía crecieron en 15,90 por ciento, reflejando el alza de 35,12 por ciento de los precios de los combustibles y de 3,32 por ciento de las tarifas de electricidad.
94. A nivel desagregado, los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el periodo enero-agosto fueron gas, carne de pollo, gasolina, aceites y comidas fuera del hogar, mientras que los rubros con una contribución negativa más alta fueron mandarina, palta, limón, plátano y uva.

Cuadro 47
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO - AGOSTO 2021

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Gas	1,4	36,6	0,46	Mandarina	0,2	-26,4	-0,06
Carne de pollo	3,0	16,6	0,44	Palta	0,1	-18,5	-0,04
Gasolina y lubricantes	1,3	36,6	0,39	Limón	0,2	-17,2	-0,04
Aceites	0,5	58,9	0,27	Plátano	0,3	-5,7	-0,03
Comidas fuera del hogar	11,7	1,7	0,24	Uva	0,1	-10,7	-0,01
Pescado fresco y congelado	0,7	37,2	0,24	Naranja de mesa	0,1	-16,0	-0,01
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	1,6	0,17	Cebolla	0,4	-3,6	-0,01
Pan	1,9	10,2	0,17	Servicio de internet y otros	0,8	-1,1	-0,01
Compra de vehículos	1,6	8,5	0,15	Apio	0,0	-11,2	-0,01
Consumo de agua	1,6	7,2	0,14	Transporte nacional	0,3	-1,2	0,00
Total			2,67	Total			-0,22

Alimentos

En el periodo de enero a agosto destacaron las alzas en productos como carne de pollo, aceites y pan; todos ellos con alto contenido importado.

El aumento del precio del pollo (16,6 por ciento) respondió al incremento de los costos de producción, afectados por la mayor cotización internacional del maíz amarillo duro, principal insumo del alimento de las aves (variación acumulada en el año de 42 por ciento, y 97 por ciento interanual) y por el incremento del tipo de cambio. Ello en un contexto de aumento de costos, que afectarían la oferta de pollo, y de menor disponibilidad de productos sustitutos como el pescado.

En lo que se refiere al pan (10,2 por ciento), la cotización internacional del trigo alcanzó un incremento de 26 por ciento en los primeros ocho meses del año (58 por ciento interanual), a lo que se sumó el aumento del tipo de cambio.

En el caso del aceite (58,9 por ciento), los costos de producción aumentaron por el alza del precio internacional del aceite de soya, su principal insumo, y por la depreciación del tipo de cambio. Si bien la cotización disminuyó en los dos últimos meses, alcanzó una variación acumulada de aproximadamente 71 por ciento en el periodo enero-agosto (119 por ciento interanual).

Otro alimento que contribuyó al alza de precios del periodo fue el pescado. Los oleajes anómalos y el descenso de la temperatura marina en invierno, dispersaron las especies y dificultaron la pesca. Los mayores incrementos de precios se registraron en las especies de consumo masivo como el jurel, el bonito y la lisa.

Combustibles

En el rubro de gasolina (36,6 por ciento), se registraron incrementos en los precios de los gasoholes, acorde a la variación promedio de los precios ex planta de las refinerías locales. Ello reflejó principalmente las alzas del marcador internacional (precio en la Costa del Golfo). También influyó la actualización de la banda de precio del diésel B5 de uso vehicular efectuada a fines de mayo.

En el caso del balón de gas doméstico, el aumento del precio estuvo en relación al aumento del precio de referencia internacional (precios del gas propano y butano en Mont Belvieu)



y al mayor tipo de cambio. El precio también se vio afectado, en menor medida, por problemas de abastecimiento del GLP, debido a la presencia de oleajes anómalos entre el 12 y el 16 de julio que impidieron el desembarque del producto en el puerto del Callao.

Bienes

En la categoría de bienes, se registraron alzas en el rubro de compra de vehículos (8,5 por ciento). Ello respondería principalmente al impacto del crecimiento acumulado del tipo de cambio en 2021 (13,4 por ciento).

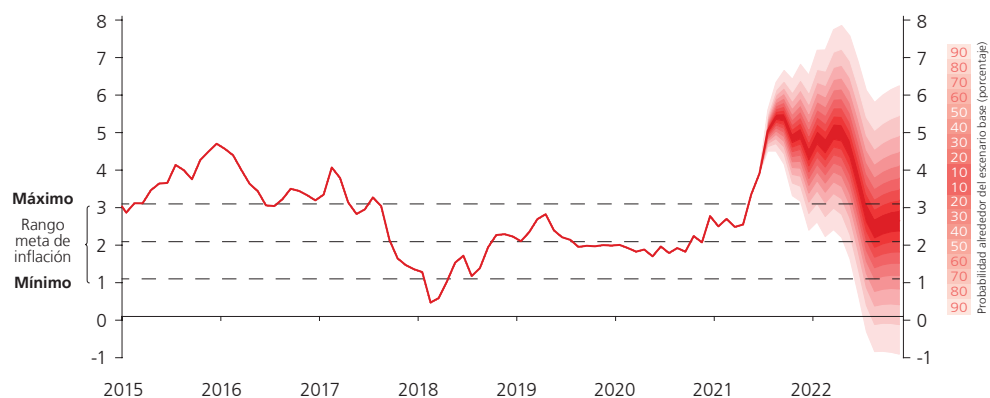
Servicios

Entre los servicios destacó el incremento de la tarifa de agua potable (7,2 por ciento). Las alzas registradas en el periodo enero-agosto se realizaron de acuerdo a la legislación vigente, que establece el incremento automático de la tarifa si el IPM alcanza una variación acumulada de 3 por ciento desde el último reajuste por este concepto. Por este motivo en el mes de marzo la tarifa subió 2,9 por ciento. En julio se autorizó una nueva alza con base al incremento del IPM entre junio y febrero de 2021 (4,6 por ciento).

Proyecciones

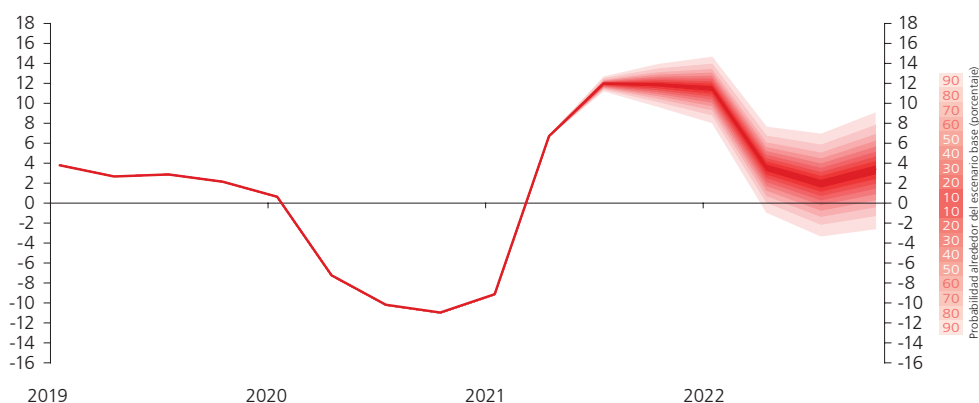
95. El BCRP adopta acciones de política monetaria en respuesta a la proyección de inflación y a sus determinantes, tomando en consideración toda la información macroeconómica y financiera disponible. Entre los determinantes de la inflación destacan: las expectativas de inflación, la inflación importada (que trae consigo el efecto del tipo de cambio), y las presiones inflacionarias tanto de demanda como de oferta.
96. A partir de la información disponible, y teniendo en cuenta la gradual normalización de las actividades económicas, se proyecta que la inflación interanual retorne al rango meta en los próximos doce meses, y se mantenga en dicho rango hacia fines del horizonte de proyección. Esta proyección asume la moderación de los factores de oferta, en un contexto en que la brecha del producto se irá cerrando gradualmente conforme la economía agregada recupere su nivel previo a la pandemia y las expectativas de inflación vayan retornando gradualmente al centro del rango meta.

Gráfico 106
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2021-2022
(Variación porcentual últimos doce meses)



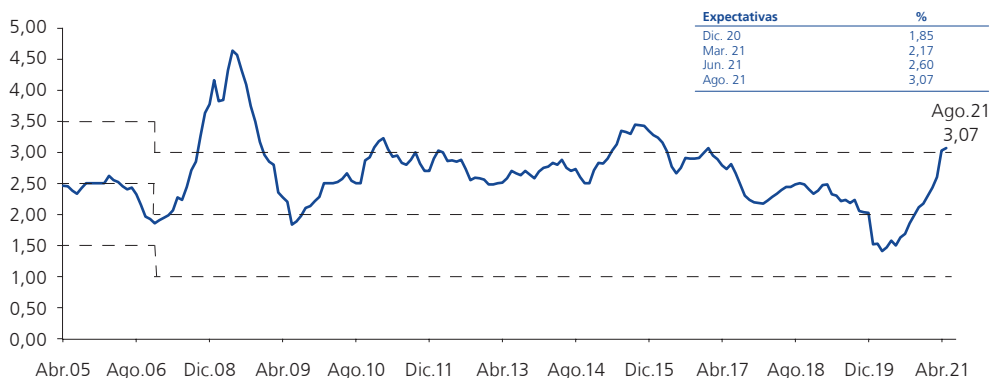
97. Para los años 2021 y 2022 se prevé una recuperación de la actividad económica, sustentada en la mejora gradual de la economía de nuestros principales socios comerciales y de los términos de intercambio, así como también de la recuperación de la confianza empresarial. Con ello, se espera una recuperación paulatina pero sostenida del nivel de actividad económica.

Gráfico 107
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO: 2021-2022
 (Variación porcentual últimos doce meses)



98. Las expectativas de inflación, calculadas en base a encuestas a empresas financieras y no financieras, y también a analistas económicos, revelan un rango para la tasa de inflación esperada entre 3,20 y 3,74 por ciento para 2021, y entre 2,55 y 3,00 por ciento para 2022; indicando que estas expectativas retornarán al rango meta de la inflación hacia fines del horizonte de proyección. Cabe señalar que las expectativas de inflación a doce meses en agosto de 2021 ascendieron a 3,07 por ciento, ubicándose temporalmente cerca del límite superior del rango meta de inflación.

Gráfico 108
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
 (Puntos porcentuales)





Cuadro 48
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(En porcentajes)

	RI Dic. 20	RI Mar. 21	RI Jun.21	RI Set.21*
Sistema Financiero				
2021	1,50	2,00	2,50	3,60
2022	2,00	2,00	2,20	3,00
Analistas Económicos				
2021	1,90	2,20	2,50	3,74
2022	2,00	2,30	2,45	2,55
Empresas No Financieras				
2021	2,00	2,00	2,39	3,20
2022	2,00	2,20	2,30	3,00

*Encuesta realizada al 31 de agosto.

99. Otro determinante de la inflación es el componente importado, el mismo que combina el efecto de los precios internacionales de los productos que importa nuestro país, tales como el crudo del petróleo, el trigo, la soya y el maíz, entre otros, con el efecto de la variación del tipo de cambio (sol respecto al dólar de Estados Unidos).

Así, se proyecta que los precios promedio de las importaciones se incrementen en 13,9 por ciento en 2021, principalmente por el aumento en el precio del crudo del petróleo y de algunos alimentos como el maíz, trigo y la soya. Para 2022 se espera una corrección de estos precios con lo que el precio de las importaciones decrecería en 2,4 por ciento. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado al mes de agosto muestran niveles entre S/ 4,00 y S/ 4,10 para 2021, y entre S/ 4,00 y S/ 4,25 para 2022.

Cuadro 49
EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(Soles por dólar)

	RI Dic. 20	RI Mar. 21	RI Jun. 21	RI Set. 21*
Sistema Financiero				
2021	3,43	3,50	3,50	4,10
2022	3,40	3,43	3,50	4,00
Analistas Económicos				
2021	3,54	3,56	3,70	4,10
2022	3,50	3,53	3,72	4,25
Empresas No Financieras				
2021	3,50	3,60	3,70	4,00
2022	3,50	3,55	3,60	4,00

*Encuesta realizada al 31 de agosto.

Balance de riesgos de la proyección de inflación

100. El balance de riesgos en la proyección de inflación de este Reporte se revisa de neutral a positivo, sustentado en los siguientes choques:

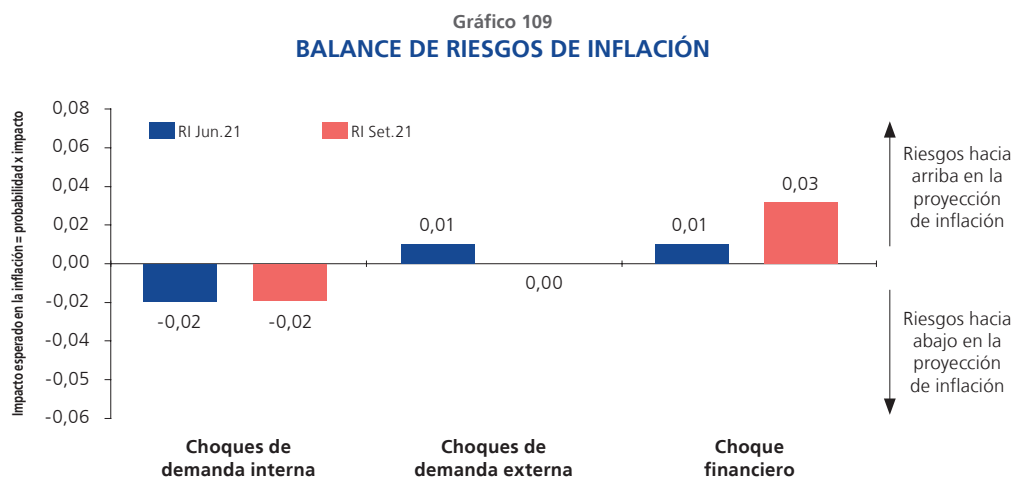
- **Choques de demanda interna**

De no recuperarse la confianza del consumidor y empresarial, se generaría un menor crecimiento del consumo e inversión del sector privado. Por otro lado,

de darse demoras en la ejecución del gasto público, sobre todo el de inversión, podrían también reducir la velocidad de recuperación de la actividad económica. Los impactos de corto y mediano plazo de estos episodios se traducirían en una contracción de la demanda interna, y afectarían negativamente a la inflación a través de una disminución en la brecha del producto.

- **Choques financieros**

Un episodio de salida de capitales extranjeros en economías emergentes o de demora en la normalización de la volatilidad en los mercados financieros locales, generaría presiones al alza del tipo de cambio y, por ende, una mayor inflación en el horizonte de proyección.



Recuadro 8**METAS DE INFLACIÓN EN EL PERÚ Y ANCLAJE DE EXPECTATIVAS**

Las expectativas de inflación hacen referencia a la tasa a la que los agentes económicos esperan que aumente el nivel de precios de una economía. Mientras más bajas y estables sean estas expectativas, las empresas y hogares podrán tomar mejores decisiones de precios y salarios. Por tanto, es clave para la política monetaria que las expectativas de inflación se encuentren dentro del rango meta de inflación de un banco central. En el caso del BCRP, que sigue un esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI), esta referencia es el rango meta de inflación que se encuentra entre 1 y 3 por ciento.

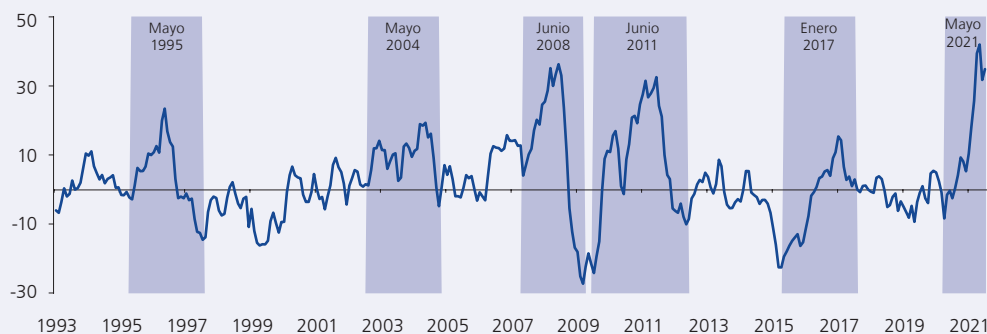
Desde la implementación del esquema de MEI a inicios de 2002, las expectativas de inflación se han encontrado dentro del rango meta de inflación durante 195 meses, es decir, el 83 por ciento del tiempo transcurrido hasta la fecha.

La inflación total está sujeta a la evolución de la brecha del producto, la variación de los precios internacionales, el tipo de cambio, y factores de oferta, como los cambios en los precios relativos de alimentos, que pueden afectar la formación de expectativas de los agentes económicos. Cuando la inflación responde a choques significativos y persistentes de oferta, los agentes económicos podrían empezar a otorgar mayor ponderación a la inflación realizada como predictor de la inflación futura. En este sentido, las acciones de política monetaria de los bancos centrales deben procurar evitar que las expectativas de inflación se desvíen de su rango meta, ya que ello podría convertir un alza transitoria de la inflación en un proceso más prolongado.

Debido a que la producción de alimentos tiene un componente importado significativo, la variación de los precios internacionales de alimentos tendrá una influencia importante en la evolución de la inflación de alimentos. En los últimos meses la tasa de inflación anualizada de alimentos se aceleró de 4,2 por ciento en julio a 6,1 por ciento en agosto de 2021, en línea con el comportamiento del índice de precios de alimentos FFPI de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO).⁴⁸ El FFPI alcanzó en mayo de 2021 su pico más alto desde setiembre de 2011, registrando un nivel de 127,1 y un incremento anual de 39,7 por ciento. Las cifras más recientes indican que el crecimiento interanual de dicho índice sigue siendo alto, ubicándose en 32,9 por ciento en agosto. Por su parte, el índice de precios de alimentos del Fondo Monetario Internacional (FMI) muestra que la reciente alza de precios internacionales de alimentos no se ha observado en los últimos 20 años, y la tasa de crecimiento anualizada en el segundo trimestre de 2021 es superior a aquellas observadas en los episodios de 2007-2009 y 2009-2012.

ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS

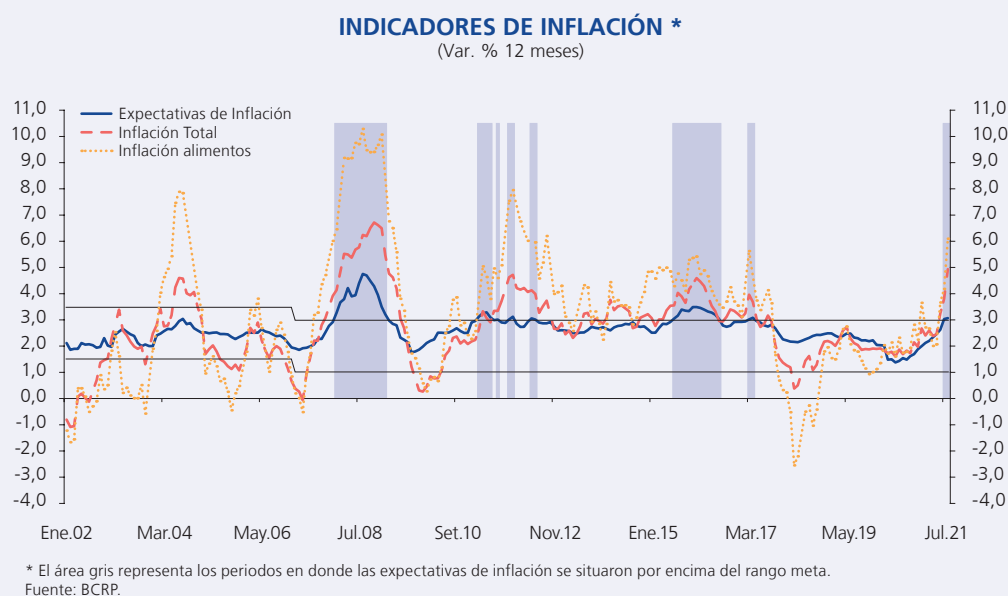
(Variación % a 12 meses)



Fuente: FMI.

48 El FFPI es un índice construido por la FAO que mide el cambio mensual de precios internacionales de una canasta de bienes (cereales, aceite vegetal, lácteos, carne y azúcar).

Adicionalmente, en el gráfico a continuación, las zonas grises hacen referencia a los meses en los que las expectativas de inflación se han ubicado por encima del límite superior del rango meta, que típicamente han coincidido con episodios en los que la inflación total, y el aumento de precios de alimentos, se han ubicado fuera del rango meta. Se observa que estos desvíos son de corto plazo, pues las acciones de política monetaria del BCRP y la comunicación con los mercados ha coadyuvado a que en episodios de aumento de las cotizaciones internacionales de alimentos y combustibles (por ejemplo, durante los años 2008 y 2009), o del tipo de cambio (por ejemplo, durante los años 2014 y 2016 por la caída de precios de minerales) no se trasladen a las expectativas de inflación de manera sostenida y persistente.



Episodios	Fechas	Duración	Max. Expectativas Inflación	Max. Inflación Total	Max. Inflación Subyacente	Max. Tipo de cambio	Max. Depreciación 12 meses
Episodio 1	Ene08-Feb09	14 meses	4,8	6,7	4,6	3,24	11,4
Episodio 2	Mar11-Jun12	16 meses	3,3	4,7	2,6	2,82	-0,9
Episodio 3	Jul15-Jul16	13 meses	3,5	4,6	3,8	3,51	15,1
Episodio 4	Mar17-Abr17	2 meses	3,1	4,0	2,8	3,26	-1,6

La duración del desalineamiento de las expectativas de inflación con respecto al rango meta de inflación (en número de meses) ha ido decreciendo en el tiempo. En primer lugar, el episodio más prolongado en el que las expectativas de inflación se ubicaron por encima del rango meta tuvo una duración de 14 meses consecutivos (entre enero de 2008 y febrero de 2009); mientras que el segundo episodio más extenso de desalineamiento de expectativas se observó por 13 meses consecutivos (entre julio de 2015 y julio de 2016). Otros periodos en los que las expectativas se han encontrado por encima del rango meta han sido de muy corta duración, como por ejemplo entre marzo y abril de 2017, o han sido intermitentes, como por ejemplo entre marzo de 2011 y junio de 2012.

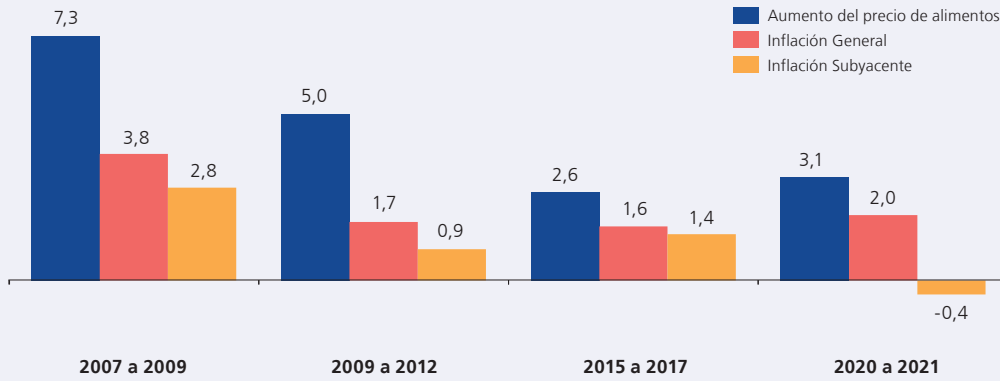
En lo que va del actual episodio (que se inició en julio de 2021), la inflación total y el aumento de precios de alimentos se han ubicado por encima del límite superior del rango meta durante los meses de junio, julio y agosto. No obstante, la desviación de la inflación total y del crecimiento de precios de alimentos respecto del límite superior del rango meta son menores a las registradas en episodios previos, tal como se observa en el siguiente gráfico.





INFLACIÓN TOTAL, DE ALIMENTOS Y SUBYACENTE EN PERÚ DURANTE LOS EPISODIOS DE ALTA INFLACIÓN INTERNACIONAL DE ALIMENTOS

(Desviación máxima de la inflación interanual respecto del límite superior del rango meta)



A manera de conclusión, el esquema de MEI y el compromiso con la estabilidad monetaria del BCRP, que le ha permitido adquirir un elevado nivel de credibilidad, facilita el anclaje de las expectativas en el rango meta. Así, desvíos temporales de la inflación respecto a su rango meta no generan en el mediano plazo un desanclaje de las expectativas. Ello se refuerza también con la transparencia y la comunicación de las acciones del BCRP.