



# REPORTE DE INFLACIÓN

*Diciembre 2019*

**Panorama actual  
y proyecciones  
macroeconómicas  
2019-2021**

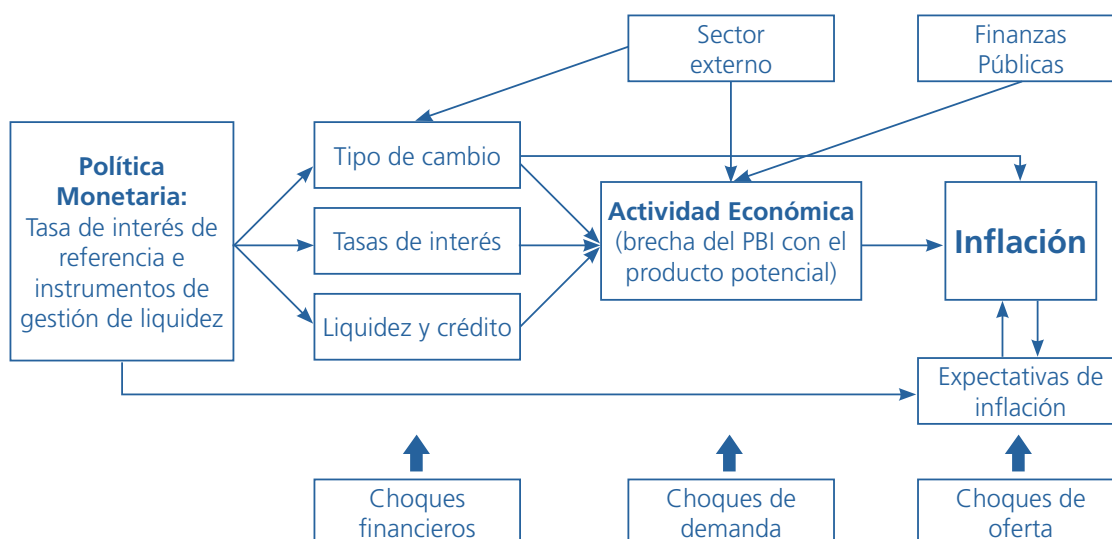


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2021

*Diciembre 2019*



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

**REPORTE DE INFLACIÓN**

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739 (Edición impresa)

ISSN 1816-4412 (En línea)

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

Área de Edición e Imprenta

*Diseño e Impresión*

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

# REPORTE DE INFLACIÓN:

## Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2019-2021

Diciembre 2019

### CONTENIDO

	Pág.
Prólogo .....	5
Resumen.....	7
I. Sector externo.....	11
– Economía mundial .....	11
– Mercados financieros internacionales .....	19
II. Balanza de pagos .....	30
– Cuenta corriente.....	30
– Términos de intercambio.....	33
– Financiamiento externo.....	35
III. Actividad económica .....	38
– PBI sectorial .....	38
– PBI gasto.....	41
IV. Finanzas públicas.....	57
– Evolución reciente.....	57
– Proyecciones .....	58
V. Política monetaria y condiciones financieras.....	68
– Acciones de política monetaria.....	68
– Mercado cambiario .....	74
– Liquidez .....	75
– Crédito al sector privado .....	76
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación .....	92
– Evolución reciente de la inflación .....	92
– Proyecciones .....	97
– Balance de riesgos de inflación.....	99

### RECUADROS

1. Medidas recientes para reactivar la inversión pública.....	54
2. Operaciones de administración de deuda .....	65
3. Condiciones crediticias y escenarios de riesgo para el crecimiento del PBI.....	84
4. Intervención cambiaria y metas de inflación.....	87
5. Efecto de la política monetaria expansiva sobre las tasas de interés del sistema financiero.....	90
6. Relación entre inflación y actividad económica en el corto plazo.....	101

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al tercer trimestre de 2019 de la Balanza de Pagos y Producto Bruto Interno, y a noviembre de 2019 de las cuentas monetarias, 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 el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos y por distintos canales a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de inflación y sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente a la oferta de bienes y servicios, como es el caso de los originados en factores climáticos. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en retornar y mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta.

Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad macrofinanciera y preservar así los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, mediante los encajes y la intervención cambiaria, que permite reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, se busca evitar variaciones excesivas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.

- El Reporte incluye las proyecciones macroeconómicas que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que pueden desviar estas proyecciones.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 12 de diciembre de 2019.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 20 de marzo de 2020.





## Resumen

- i. En el presente Reporte se ha revisado el crecimiento del **PBI mundial** de 2019, de 3,1 a 3,0 por ciento, dicha tasa es la menor desde la crisis financiera global de 2008. Para 2020 y 2021 se espera una recuperación del crecimiento (3,2 y 3,4 por ciento, respectivamente), en concordancia con el mantenimiento de estímulos monetarios en las principales economías desarrolladas y políticas fiscales expansivas en algunas economías como Alemania y China. Este escenario asume que las tensiones comerciales se atenúan en el horizonte de proyección.
- ii. Los **términos de intercambio** han mostrado una recuperación, con alzas desde julio producto de la depreciación del dólar y algunos avances en las negociaciones comerciales que han impulsado los precios de algunos metales. En consecuencia, se revisa al alza la proyección de variación de términos de intercambio, de -2,6 a -1,4 por ciento para 2019 y se espera una variación nula en 2020 y una ligera reducción en 2021 (-0,9 por ciento).
- iii. El menor crecimiento de las importaciones ha implicado una revisión a la baja del **déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos** con respecto a lo esperado en el Reporte previo a 1,6 por ciento del PBI para el período 2019-2021. Este nivel de déficit en cuenta corriente se financiaría con **capitales de largo plazo**, en un escenario en el que se mantienen las políticas monetarias expansivas de parte de los bancos centrales de las economías desarrolladas.
- iv. La **actividad económica** creció 2,2 por ciento en el período enero-octubre de 2019, tasa inferior al 3,8 por ciento observado en igual período de 2018. El menor crecimiento del PBI se explica por las menores exportaciones, principalmente mineras y pesqueras, por choques transitorios de oferta, así como por la caída de la inversión pública y la desaceleración del consumo privado. En consecuencia, se ha revisado la proyección de crecimiento del PBI de 2019 de 2,7 a 2,3 por ciento. Para 2020 y 2021, se proyecta un crecimiento del PBI de 3,8 por ciento en cada año, sustentado principalmente en la recuperación de las exportaciones, por la reversión de los choques de oferta que afectaron a los sectores primarios y la entrada en operación





de nuevas minas, así como en un mayor impulso de la inversión pública, en un contexto de condiciones externas más favorables.

- v. Para 2019 se ha revisado a la baja la proyección del **déficit fiscal** de 2,0 a 1,7 por ciento del PBI con respecto al Reporte de setiembre, por el mayor resultado primario de las empresas públicas y la menor inversión pública. Con ello, el impulso fiscal habría sido negativo este año y se espera un impulso positivo para 2020 y neutral para 2021. El incremento de la inversión pública para 2020 (6,0 por ciento) y los mayores ingresos fiscales anticipados conllevarían a un déficit fiscal de 1,7 por ciento del PBI para dicho año, igual al proyectado para el presente año. Para 2021 se estima que el déficit fiscal se reduzca a 1,6 por ciento del PBI, lo que supone la continuidad de las obras del programa de Reconstrucción con Cambios.
- vi. La **inflación** interanual pasó de 2,0 por ciento en agosto a 1,9 por ciento en noviembre de 2019, manteniéndose cerca del centro del rango meta. Las expectativas de inflación, que desde marzo de 2017 se mantienen dentro del rango, se ubicaron en 2,2 por ciento en noviembre y se estima que disminuirán gradualmente, en un contexto de inflación de alrededor de 2 por ciento en el horizonte de proyección.
- vii. El Directorio del BCRP redujo de manera preventiva **la tasa de interés de referencia** en noviembre a 2,25 por ciento, nivel que mantuvo en diciembre, considerando el sesgo moderado a la baja en la proyección de inflación por un crecimiento de la economía menor al potencial. Con ello se amplía el estímulo monetario, con una tasa de interés real cercana a cero.
- viii. En línea con la posición monetaria expansiva, el **crédito al sector privado** creció 8,0 por ciento interanual en noviembre, principalmente por el incremento del crédito a las personas naturales, que creció 11,4 por ciento. Para el horizonte de proyección, el crédito al sector privado como porcentaje del PBI se incrementaría de 42 por ciento en 2018 a 45 y 46 por ciento en 2020 y 2021, respectivamente. Esta evolución toma en cuenta condiciones monetarias flexibles y la recuperación del crecimiento de la actividad económica.
- ix. El balance de los **factores de riesgo de inflación** considerado en este Reporte – choques de demanda interna, choques de demanda externa y choques financieros internacionales – mantiene desde los dos últimos Reportes un sesgo a la baja en la

proyección de inflación, aunque más moderado que el previsto en setiembre. Se ha reducido el impacto de una posible menor inflación por un crecimiento de la demanda interna inferior al proyectado.





## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

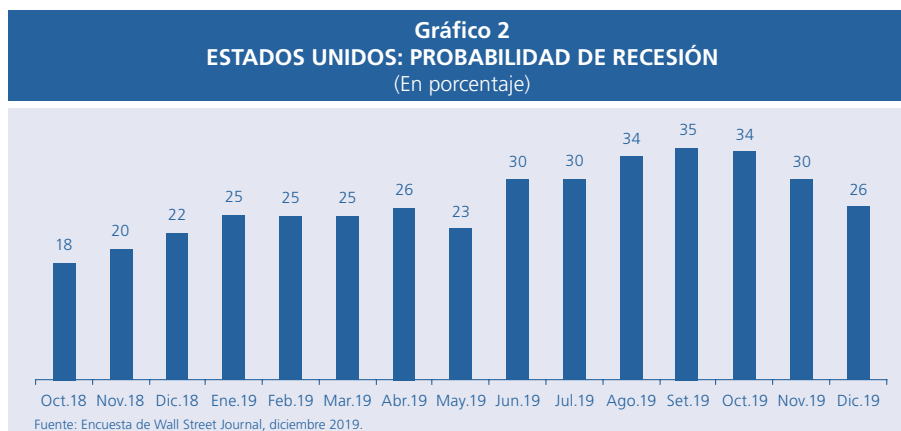
	2018	2019 <sup>1/</sup>		2020 <sup>1/</sup>		2021 <sup>1/</sup>
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>Var. % real</b>						
1. Producto bruto interno	4,0	2,7	2,3	3,8	3,8	3,8
2. Demanda interna	4,2	3,0	2,5	3,7	3,7	3,8
a. Consumo privado	3,8	3,0	3,0	3,7	3,5	3,7
b. Consumo público	0,8	2,0	2,0	2,5	2,5	2,5
c. Inversión privada fija	4,2	4,4	4,2	4,5	3,8	4,0
d. Inversión pública	6,8	0,5	-0,5	5,0	6,0	4,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	2,7	0,9	0,1	5,6	4,5	4,8
4. Importaciones de bienes y servicios	3,2	1,8	0,5	5,6	4,0	4,8
5. Crecimiento de nuestros socios comerciales	3,7	3,1	3,0	3,2	3,1	3,3
<b>Nota:</b>						
Brecha del producto <sup>2/</sup> (%)	-0,1	-1,4 ; -0,9	-1,4 ; -0,9	-1,3 ; -0,4	-1,3 ; -0,4	-0,9 ; 0,0
<b>Var. %</b>						
6. Inflación	2,2	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0
7. Inflación esperada <sup>3/</sup>	2,1	2,2	2,0	2,4	2,2	2,4
8. Depreciación esperada <sup>3/</sup>	4,2	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,4
9. Términos de intercambio	-0,4	-2,6	-1,4	-1,1	0,0	-0,9
a. Precios de exportación	6,3	-3,6	-3,1	-0,2	0,7	0,2
b. Precios de importación	6,7	-1,1	-1,7	0,9	0,7	1,1
<b>Var. %</b>						
10. Circulante	7,9	5,7	5,2	6,0	6,0	6,0
11. Crédito al sector privado	8,7	7,3	7,9	8,5	8,5	8,5
<b>% PBI</b>						
12. Inversión bruta fija	22,4	22,6	22,5	22,8	22,5	22,7
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	-1,6	-1,9	-1,6	-2,1	-1,6	-1,6
14. Balanza comercial	3,2	2,5	2,8	2,4	2,9	2,8
15. Financiamiento externo privado de largo plazo <sup>4/</sup>	2,0	2,7	2,8	2,1	2,1	1,8
16. Ingresos corrientes del gobierno general	19,3	19,7	19,7	19,7	20,0	19,9
17. Gastos no financieros del gobierno general	20,2	20,2	20,1	20,1	20,3	20,3
18. Resultado económico del sector público no financiero	-2,3	-2,0	-1,7	-2,0	-1,7	-1,6
19. Saldo de deuda pública total	25,8	26,5	26,7	27,1	27,3	27,3
20. Saldo de deuda pública neta	11,3	13,0	12,6	14,4	13,7	14,6
RI: Reporte de Inflación.						
1/ Proyección.						
2/ Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje del PBI potencial).						
3/ Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras realizadas al momento de la publicación del respectivo Reporte de Inflación. Para 2018 se ha considerado la información observada en el caso de la depreciación y el promedio de las expectativas a lo largo del año en el caso de la inflación.						
4/ Incluye inversión directa extranjera neta, inversión extranjera de cartera en el país y desembolsos netos de largo plazo del sector privado.						



# I. Sector externo

## Economía mundial

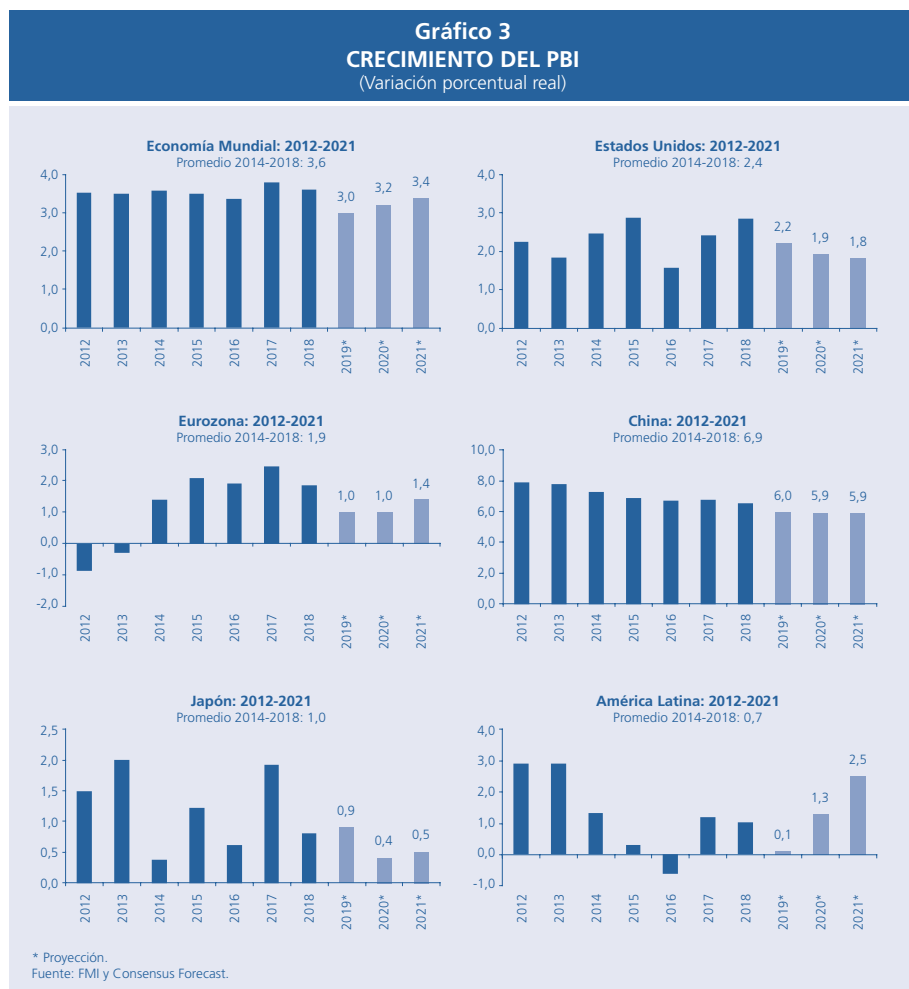
- Al cierre del presente Reporte, las tensiones comerciales se han moderado tras el acuerdo logrado entre China y Estados Unidos y la incertidumbre en torno al *Brexit* se ha reducido tras los resultados de las elecciones parlamentarias en el Reino Unido. Estos eventos se espera reviertan el deterioro observado en la confianza de los consumidores y los inversionistas. Así, los mejores indicadores de actividad en Estados Unidos y el avance en las negociaciones comerciales con China se han reflejado en una menor probabilidad de recesión en los Estados Unidos.





- Desde el último Reporte de Inflación, los indicadores económicos confirman un menor dinamismo en la actividad económica global para este año como consecuencia de la persistencia de choques negativos: tensiones comerciales, factores geopolíticos y eventos de carácter idiosincrático. En línea con estos datos ejecutados, se ha revisado a la baja, de 3,1 a 3,0 por ciento, la proyección de crecimiento mundial.

Sin embargo, se esperan tasas de crecimiento mayores para 2020 y 2021, en línea con las políticas monetarias expansivas de las principales economías desarrolladas, los impulsos fiscales (en China y Alemania), una recuperación de las economías emergentes y un menor grado de incertidumbre respecto a posibles tendencias proteccionistas.



**Cuadro 1**  
**CRECIMIENTO MUNDIAL**  
(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP % <sup>1/</sup>	Comercio Perú % <sup>1/</sup>	2018	2019*		2020*		2021*
				RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>Economías desarrolladas</b>	<b>40,8</b>	<b>44,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>
<i>De las cuales</i>								
1. Estados Unidos	15,2	21,3	2,9	2,2	2,2	1,8	1,9	1,8
2. Eurozona	11,4	10,8	1,9	1,1	1,0	1,2	1,0	1,4
Alemania	3,2	2,8	1,5	0,6	0,5	1,2	0,9	1,2
Francia	2,2	0,7	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3
Italia	1,8	1,7	0,9	0,1	0,1	0,5	0,4	0,7
España	1,4	3,5	2,5	2,2	2,0	1,8	1,6	1,7
3. Japón	4,1	4,1	0,8	0,9	0,9	0,4	0,4	0,5
4. Reino Unido	2,2	1,2	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4
5. Canadá	1,4	2,0	1,8	1,4	1,4	1,7	1,7	1,8
<b>Economías en desarrollo</b>	<b>59,2</b>	<b>55,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>
<i>De las cuales</i>								
1. Asia emergente y en desarrollo	33,3	31,4	6,4	6,0	5,9	6,1	6,0	6,1
China	18,7	29,4	6,6	6,0	6,0	6,0	5,9	5,9
India	7,8	4,3	7,1	6,9	6,3	7,2	7,0	7,0
2. Comunidad de Estados Independientes	4,4	0,7	2,8	1,8	1,7	2,0	2,1	2,4
Rusia	3,1	0,6	2,3	1,1	1,0	1,3	1,5	2,0
3. América Latina y el Caribe	7,7	21,6	1,0	0,3	0,1	1,5	1,3	2,5
Brasil	2,5	5,1	1,1	0,9	1,1	2,0	2,2	2,4
Chile	0,4	3,4	4,0	2,5	1,0	3,1	1,0	3,0
Colombia	0,6	3,0	2,7	3,1	3,2	3,1	3,2	3,3
México	1,9	3,0	2,0	0,5	0,1	1,3	1,1	1,8
Argentina	0,7	1,5	-2,5	-2,7	-2,7	-1,2	-1,8	1,4
Perú	0,3	-	4,0	2,7	2,3	3,8	3,8	3,8
<b>Economía Mundial</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>
Nota:								
Socios Comerciales <sup>1/2/</sup>	65,9		3,7	3,1	3,0	3,2	3,1	3,3
1/ 2018								
2/ Canasta de los 20 principales socios comerciales de Perú.								
* Proyección.								
Fuente: FMI y Consensus Forecast.								

3. En **Estados Unidos** la actividad económica se expandió 2,1 por ciento en el tercer trimestre, ligeramente superior a lo observado en el trimestre previo y a lo esperado por el mercado.





**Cuadro 2**  
**ESTADOS UNIDOS: PBI**  
(Variación porcentual desestacionalizada anualizada)

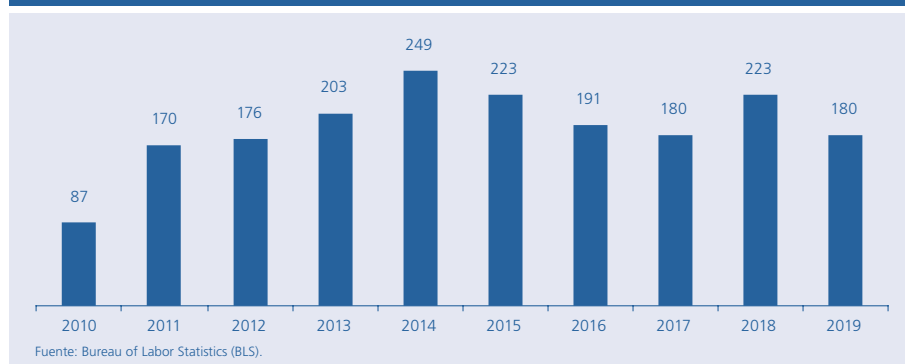
	1T.18	2T.18	3T.18	4T.18	1T.19	2T.19 3a rev.	3T.19 2a rev.
<b>PBI</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	<b>1,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
Consumo Personal	1,7	4,0	3,5	1,4	1,1	4,6	2,9
Duradero	2,3	8,0	3,6	1,3	0,3	13,0	8,3
No Duradero	0,7	4,1	3,6	1,7	2,2	6,5	4,3
Servicios	1,9	3,4	3,4	1,4	1,0	2,8	1,7
Inversión Bruta	6,2	-1,8	13,7	3,0	6,2	-6,3	-0,1
Inversión Fija	5,5	5,2	0,7	2,7	3,2	-1,4	-1,0
No Residencial	8,8	7,9	2,1	4,8	4,4	-1,0	-2,7
Residencial	-5,3	-3,7	-4,0	-4,7	-1,0	-3,0	5,1
Exportaciones	0,8	5,8	-6,2	1,5	4,1	-5,7	0,9
Importaciones	0,6	0,3	8,6	3,5	-1,5	0,0	1,5
Gasto de Gobierno	1,9	2,6	2,1	-0,4	2,9	4,8	1,6
<b>Memo</b>							
Contribución de Inventarios	0,1	-1,2	2,1	0,1	0,5	-0,9	0,2

Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

A nivel de componentes, el consumo siguió siendo el factor más importante en el dinamismo de la economía, impulsado por la solidez del mercado laboral y las favorables condiciones financieras.

Se ha mantenido la solidez del mercado laboral. La planilla no agrícola creció en noviembre por encima de lo esperado y de la cifra del mes anterior. El sector de servicios presentó el mayor dinamismo en la creación de empleo, así como el de manufactura tras la extensa huelga en el sector automotriz. En el mismo sentido, la tasa de desempleo bajó de 3,7 a 3,5 por ciento entre agosto y noviembre.

**Gráfico 4**  
**ESTADOS UNIDOS: CREACIÓN DE EMPLEO**  
(En miles de puestos, promedio mensual enero-noviembre)

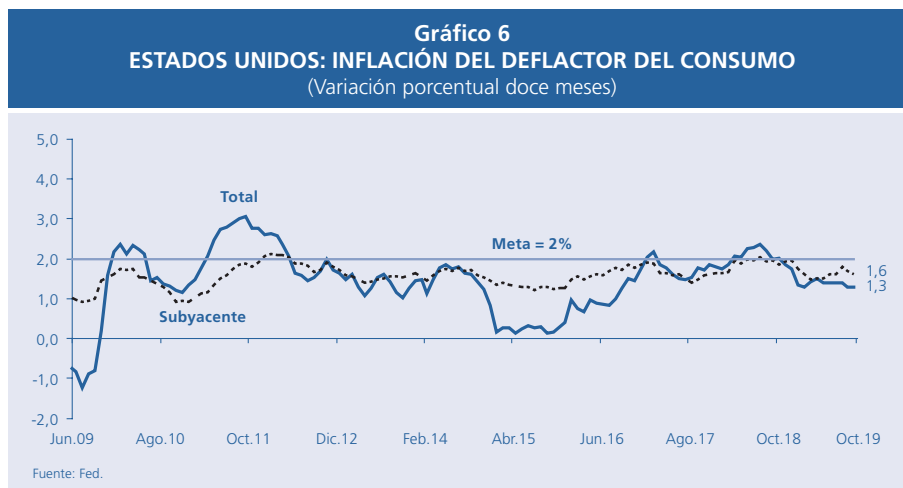




Asimismo, se ha observado una recuperación en la inversión residencial. Por el contrario, los componentes del gasto vinculados a la inversión no residencial y a las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa al crecimiento.

Los mejores indicadores de actividad en Estados Unidos y el avance en las negociaciones comerciales con China se han reflejado en una menor probabilidad de recesión de este país.

La inflación en los Estados Unidos, por su parte, se ha mantenido en tasas bajas. La inflación total y subyacente se ubicaron en 1,8 y 2,3 por ciento en octubre, respectivamente, mientras que la inflación asociada al gasto del consumo personal (PCE) se ubicó en 1,3 por ciento para el índice total y en 1,6 por ciento para el subyacente, siendo esta última variable la que la Fed define para su meta de inflación de 2 por ciento.





En este contexto, la Fed recortó su tasa de política en 25 pbs al rango de 1,50-1,75 por ciento durante la reunión de octubre y en diciembre la mantuvo. En el año ha recortado 75 pbs, luego del alza de 100 pbs en 2018. En el comunicado de diciembre se reiteró que el consumo continúa mostrando una sólida fase de crecimiento, que el mercado laboral continúa fuerte, la actual posición de política monetaria es apropiada para sostener el crecimiento económico, la fortaleza del mercado laboral y la trayectoria de la inflación cerca del objetivo simétrico de 2 por ciento. En las proyecciones de diciembre de la Fed (respecto a las de setiembre), se revisaron a la baja las tasas de desempleo y de la inflación PCE subyacente para 2019, pero se mantiene la posición de política monetaria para 2020.

**Cuadro 3**  
**PROYECCIONES DE LA FED\***

	2019		2020		2021		2022		Largo Plazo	
	Set.19	Dic.19	Set.19	Dic.19	Set.19	Dic.19	Set.19	Dic.19	Set.19	Dic.19
Crecimiento	2,2	2,2	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9
Tasa de desempleo	3,7	3,6	3,7	3,5	3,8	3,6	3,9	3,7	4,2	4,1
Inflación (PCE)	1,5	1,5	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)	1,8	1,6	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	-	-
Nota: PCE subyacente excluye alimentos y energía.										
Tasa de interés (%)	1,9	1,6	1,9	1,6	2,1	1,9	2,4	2,1	2,5	2,5

\* Incorpora 17 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de período  
Fuente: Fed.

En línea con estos desarrollos, se estima que el crecimiento de la economía norteamericana se desacelere en 2019 (2,2 por ciento) y que converja hacia su crecimiento potencial en 2020.

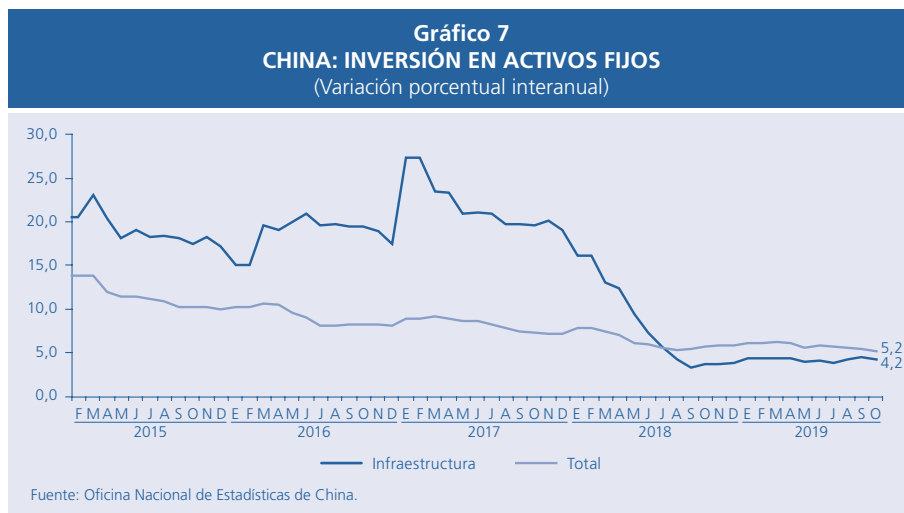
4. En la **Eurozona**, la actividad económica muestra un escaso dinamismo: el crecimiento del PBI en el tercer trimestre fue de solo 0,2 por ciento, tasa similar a la del trimestre previo. En línea con estos desarrollos, la proyección de crecimiento para 2019 se ha revisado a la baja de 1,1 a 1,0 por ciento; y de 1,2 a 1,0 por ciento para 2020. A nivel de países, Alemania presenta la mayor revisión a la baja. Para 2021, se prevé una recuperación de la región (1,4 por ciento).

Cabe señalar que algunos indicadores recientes de octubre y noviembre –como ventas minoristas, índices de manufactura y producción industrial, entre otros– han mostrado una ligera recuperación.

La inflación, por su parte, se mantiene baja, en alrededor de 1 por ciento, influida por la evolución de los precios de energía. La inflación subyacente muestra una

tendencia al alza (de 1,0 por ciento en setiembre a 1,3 por ciento en noviembre), por la evolución del consumo privado y del gasto público, aunque por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE). En ese contexto, el BCE implementó en setiembre medidas de flexibilización de las condiciones financieras a favor del gasto público. Se espera que estas medidas, sumadas a las implementadas previamente, impulsen el crecimiento de la región y favorezca la convergencia de la inflación hacia su meta.

5. En medio de tensiones comerciales con Estados Unidos, el crecimiento del PBI de **China** se redujo a 6,0 por ciento durante el tercer trimestre, la menor tasa registrada desde 1992. No obstante, en noviembre se observó una recuperación en el sector manufactura cuyo PMI se ubicó en 50,2, saliendo de la zona de contracción, luego de seis meses consecutivos, a la vez que el PMI servicios repuntó. Estos indicadores sugieren que el crecimiento podría estabilizarse como consecuencia de las medidas de estímulo adoptadas (condiciones financieras más flexibles y mayor gasto público) y un probable fin al escalamiento de la guerra comercial. En línea con estos desarrollos, para el período 2020 y 2021 se espera una tasa de crecimiento de 5,9 por ciento.



Respecto a las medidas de estímulo, en noviembre el Banco Central de China recortó en 5 puntos básicos la tasa de facilidades de préstamos de mediano plazo, por primera vez desde principios de 2016, lo cual reduce el costo de fondeo de los bancos comerciales. Sin embargo, una mayor flexibilización de la política monetaria se ve limitada por el incremento de la inflación en meses recientes (producto de la fiebre porcina) y por la preocupación asociada al elevado nivel de deuda privada. En este contexto, se espera que el principal estímulo se otorgue a través de la política fiscal, en particular, mediante el mayor gasto en infraestructura.

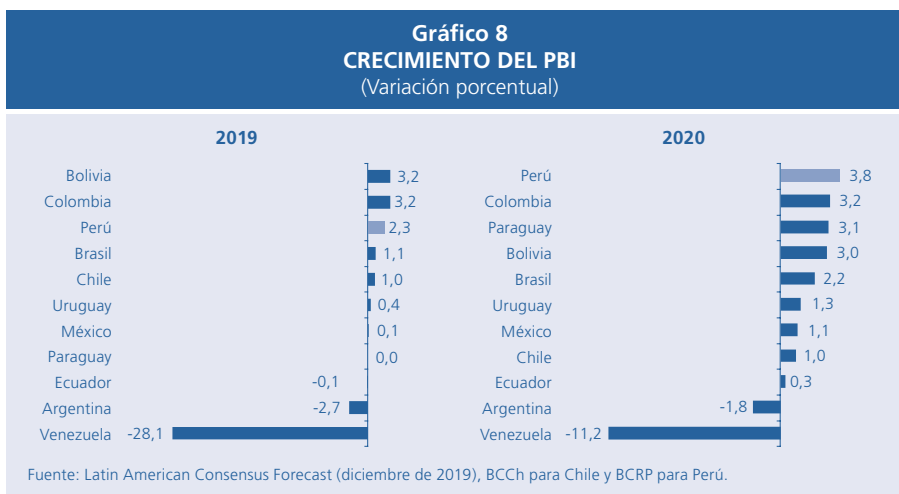




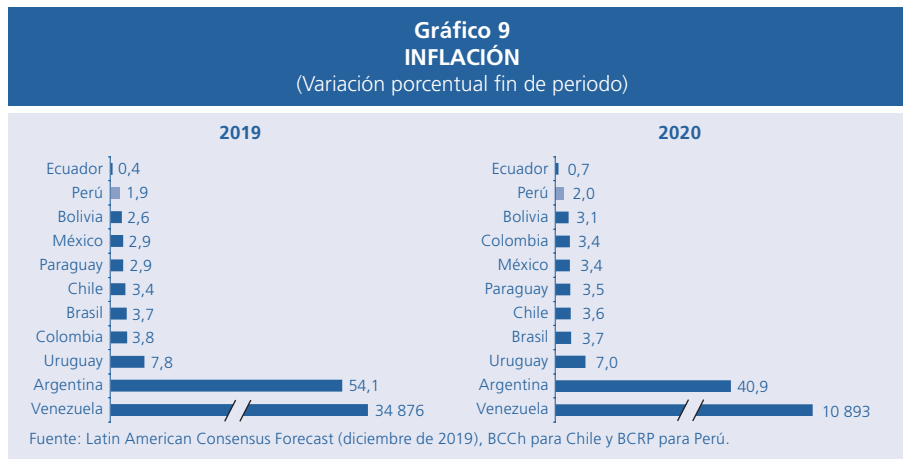


6. La proyección de crecimiento para **América Latina** se ha revisado a la baja de 0,3 a 0,1 por ciento para 2019 y de 1,5 a 1,3 por ciento para 2020; y se espera que la región se recupere a 2,5 por ciento en 2021. Esta revisión recoge el impacto de las condiciones externas (tensiones comerciales, menor crecimiento global y caída del comercio) y también los choques idiosincráticos vinculados, principalmente, a acontecimientos políticos y sociales.

A nivel de países, destaca la revisión a la baja en Chile y México. En el primer caso, las protestas sociales durante dos meses han afectado significativamente la inversión y la confianza del consumidor. Además, el proceso de modificar la constitución, desde el referendo programado para abril de 2020 hasta su ratificación, también por referendo, tomaría alrededor de dos años, lo cual mantendría la aversión al riesgo relativamente elevada durante dicho período. Ante ello, el gobierno ha anunciado varias medidas de estímulo fiscal y el Banco Central de Chile ha reducido su tasa de interés y ha anunciado un programa masivo de intervención cambiaria para evitar una mayor depreciación del peso. Por su lado, la economía mexicana registró un crecimiento nulo en el tercer trimestre, luego de tres trimestres consecutivos con crecimiento negativo. Los efectos negativos de las tensiones comerciales y el proceso de consolidación fiscal han conllevado a que se revise a la baja el crecimiento del PBI para 2019 y 2020.

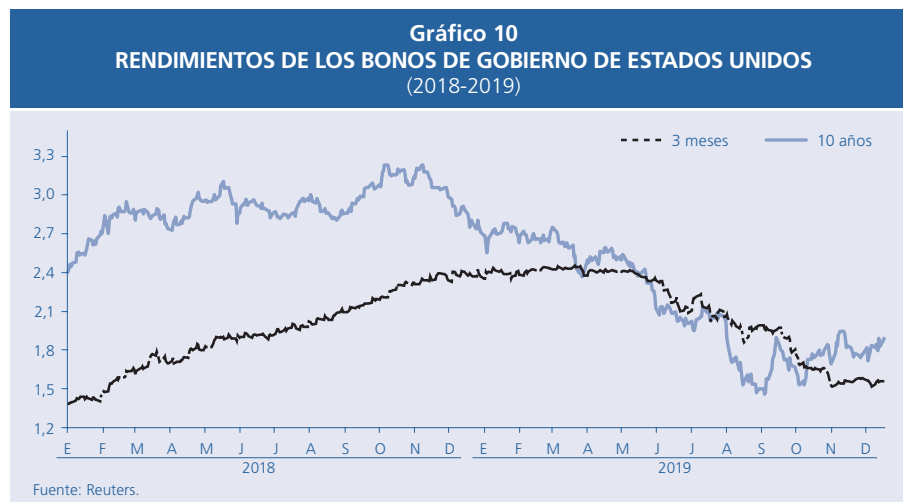


Esta desaceleración se registra en forma paralela al mantenimiento de bajas tasas de inflación. En este contexto, la mayoría de economías con esquemas de metas explícitas de inflación en la región (Chile, México, Brasil y Perú) redujeron su tasa de interés en los meses de octubre y noviembre.



## Mercados financieros internacionales

- En los **mercados de renta fija**, el rendimiento del bono de 10 años de Estados Unidos registró un aumento, en un contexto de sólidos datos económicos locales y de menor incertidumbre sobre las negociaciones comerciales. En cambio, el rendimiento a 3 meses se redujo en línea con el recorte de tasas de la Fed durante la reunión de política de octubre. Ello generó que el diferencial entre el rendimiento a 10 años y a 3 meses pase de -15 puntos básicos (fines de setiembre) a +21 puntos básicos. La curva de rendimiento dejó de estar invertida desde el 10 de octubre y se redujeron los temores de recesión en Estados Unidos.





En la Eurozona, los rendimientos subieron dados los desarrollos de las elecciones en Reino Unido y las expectativas de estímulos fiscales en Alemania. En las economías emergentes, los rendimientos en su mayoría aumentaron, a pesar de los eventos idiosincráticos y de desaceleración económica. Dentro de las economías de América Latina, destaca el alza en los rendimientos de Colombia y Chile, afectados por conflictos sociales y revirtiendo sólo parcialmente las caídas de los meses previos.

**Cuadro 4**  
**RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS**

	Dic.18	Set.19	Dic.19	Variación acumulada 2019 (pbs.)	Variación Dic.2019/ Set.2019 (pbs.)
Estados Unidos	2,69	1,67	1,87	-81	21
Alemania	0,24	-0,57	-0,28	-52	30
Francia	0,71	-0,28	0,02	-69	29
Italia	2,74	0,82	1,29	-145	47
España	1,41	0,14	0,42	-99	28
Grecia	4,35	1,33	1,33	-302	0
Gran Bretaña	1,28	0,48	0,82	-46	34
Japón	-0,01	-0,22	-0,02	-2	20
Brasil	9,24	7,05	6,88	-236	-17
Colombia	6,75	5,99	6,24	-51	25
Chile	4,79	2,80	3,21	-158	41
México	8,64	6,88	6,80	-184	-8
Perú	5,35	3,70	3,56	-178	-13
Sudáfrica	8,70	9,00	9,12	42	12
India	7,37	6,70	6,80	-57	10
Turquía	15,87	13,15	12,12	-375	-103
Rusia	8,70	7,01	6,40	-230	-61
China	3,31	3,14	3,20	-11	6
Corea del Sur	1,96	1,46	1,60	-36	14
Indonesia	7,98	7,26	7,25	-73	-1
Tailandia	2,48	1,47	1,58	-90	11
Malasia	4,08	3,33	3,43	-65	11
Filipinas	7,01	4,63	4,38	-263	-25

Elaborado al 16 de diciembre.  
Fuente: Reuters.

8. En los **mercados de renta variable**, las menores tensiones comerciales, estímulos fiscales, monetarios y resultados corporativos beneficiaron a la mayoría de las bolsas. Sin embargo, ello fue limitado por el ruido geopolítico de Hong Kong y la desaceleración económica global.

En el caso de las economías emergentes, la mayoría de bolsas avanzó durante el período.

		Cuadro 5 BOLSAS MUNDIALES				
		Dic.18	Set.19	Dic.19	Variación (%) acumulada 2019	Variación Dic.2019/ Set.2019 (%)
VIX*	S&P 500	25,42	16,24	12,14	-13,3	-4,1
Estados Unidos	Dow Jones	23 327	26 917	28 236	21,0	4,9
Alemania	DAX	10 559	12 428	13 408	27,0	7,9
Francia	CAC 40	4 731	5 678	5 992	26,7	5,5
Italia	FTSE MIB	18 324	22 108	23 525	28,4	6,4
España	IBEX 35	8 540	9 245	9 681	13,4	4,7
Grecia	ASE	613	868	881	43,6	1,4
Reino Unido	FTSE 100	6 728	7 408	7 519	11,8	1,5
Japón	Nikkei 225	20 015	21 756	23 952	19,7	10,1
Brasil	Ibovespa	87 887	104 745	111 896	27,3	6,8
Colombia	IGBC	11 144	12 832	13 291	19,3	3,6
Chile	IGPA	25 950	25 455	24 316	-6,3	-4,5
México	IPC	41 640	43 011	44 356	6,5	3,1
Argentina	Merval	30 293	29 067	37 620	24,2	29,4
Perú	Ind. Gral.	19 350	19 603	20 011	3,4	2,1
Sudáfrica	JSE	52 737	54 825	56 749	7,6	3,5
India	Nifty 50	10 863	11 474	12 054	11,0	5,1
Turquía	XU100	91 270	105 033	111 126	21,8	5,8
Rusia	RTS	1 066	1 334	1 517	42,3	13,7
China	Shangai C.	2 494	2 905	2 984	19,7	2,7
Corea Del Sur	KOSPI	2 041	2 063	2 168	6,2	5,1
Indonesia	JCI	6 194	6 169	6 212	0,3	0,7
Tailandia	SET	1 564	1 637	1 550	-0,9	-5,3
Malasia	FTSE KLCI	1 691	1 584	1 569	-7,2	-0,9
Filipinas	Psei	7 466	7 779	7 702	3,2	-1,0

\* Datos y variación en puntos.  
Elaborado al 19 de setiembre.  
Fuente: Reuters.

9. Respecto a los **mercados cambiarios**, desde fines de setiembre el dólar se depreció frente a la canasta de principales monedas en un contexto de menores tensiones comerciales, apetito por riesgo global, expectativa de estímulo fiscal en Alemania y posición *dovish* de la Fed.

Sin embargo, las monedas de la región se apreciaron frente al dólar, a excepción del peso chileno y peso argentino, mientras que las monedas asiáticas se apreciaron beneficiadas de las menores tensiones comerciales.





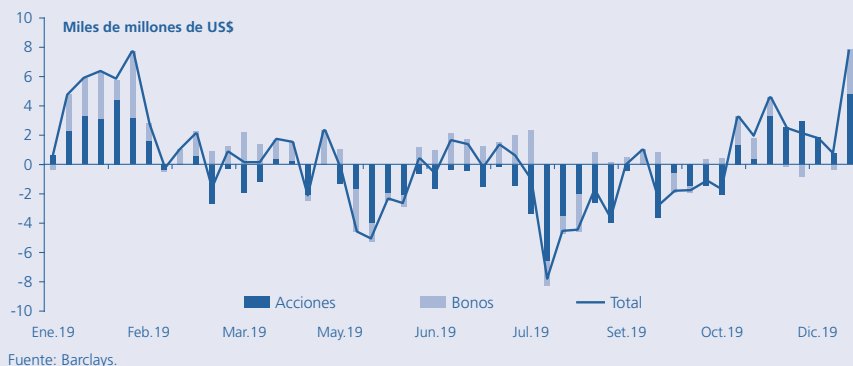
**Cuadro 6  
TIPOS DE CAMBIO**

		Dic.18	Set.19	Dic.19	Variación (%) acumulada 2019*	Variación Dic.2019/ Set.2019 (%)*
Indice dólar**	US Dollar Index	96,17	99,38	97,35	1,2	-2,0
Euro	Euro	1,144	1,090	1,115	-2,5	2,3
Reino Unido	Libra	1,281	1,229	1,294	1,0	5,3
Japón	Yen	109,93	108,06	108,02	-1,7	0,0
Brasil	Real	3,880	4,155	4,017	3,5	-3,3
Colombia	Peso	3 245	3 477	3 377	4,1	-2,9
Chile	Peso	693	728	741	6,9	1,7
México	Peso	19,65	19,73	19,23	-2,2	-2,5
Argentina	Peso	37,65	57,59	59,56	58,2	3,4
Perú	Sol	3,372	3,369	3,344	-0,8	-0,7
Sudáfrica	Rand	14,38	15,13	15,09	5,0	-0,3
India	Rupia	69,77	70,64	70,98	1,7	0,5
Turquía	Lira	5,29	5,65	5,71	7,9	1,0
Rusia	Rublo	69,68	64,81	64,15	-7,9	-1,0
China	Yuan (onshore)	6,876	7,148	7,038	2,4	-1,5
Corea del Sur	Won	1 114	1 198	1 169	5,0	-2,4
Indonesia	Rupia	14 375	14 190	14 032	-2,4	-1,1
Tailandia	Bath	32,33	30,59	30,18	-6,7	-1,3
Malasia	Ringgit	4,130	4,185	4,178	1,2	-0,2
Filipinas	Peso	52,49	51,80	50,76	-3,3	-2,0

\* Un aumento (caída) del índice implica una apreciación (depreciación) del dólar, excepto en el euro y la libra.  
 \*\* Un aumento (caída) del índice implica una apreciación (depreciación) del dólar frente a la canasta de monedas conformado por el euro, yen, libra, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.  
 Elaborado al 16 de diciembre.  
 Fuente: Reuters.

10. La reducción de la probabilidad de alza de la tasa de interés de política monetaria de la Fed en 2020, ha generado mayor interés en inversiones en activos de economías emergentes. De esta manera, en el cuarto trimestre de 2019 se viene registrando flujos de capitales hacia la compra de bonos y acciones emergentes.

**Gráfico 11  
FLUJOS DE CAPITAL A LOS FONDOS ESPECIALIZADOS  
(BONOS Y ACCIONES) EN MERCADOS EMERGENTES**



11. Respecto a los **precios de los commodities**, la mayoría se favoreció por los avances en las negociaciones comerciales (observadas entre octubre y mediados de noviembre) y por la depreciación del dólar. Limitaron esta tendencia la desaceleración de la actividad económica y el menor dinamismo del comercio mundial.

#### a. Cobre

En la primera quincena de diciembre, la cotización del **cobre** alcanzó un promedio mensual de US\$/lb. 2,73, mayor en 4 por ciento respecto a la registrada en setiembre de 2019 y continuó aumentando en lo que va de diciembre (US\$/lb. 2,80 al 17 de diciembre). La cotización del cobre se incrementó en los últimos meses por el reinicio de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, que han culminado con un acuerdo parcial entre ambas economías, y por algunos choques de oferta (disturbios en Chile y menor producción de concentrado en Indonesia). La escasez relativa de cobre se refleja en la caída de los inventarios, que se ubican en su menor nivel en casi ocho años. En línea con ello, el Grupo Internacional de Estudios del Cobre<sup>1</sup> reportó un déficit global de oferta mayor a similar período del año previo.

**Cuadro 7**  
**OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO**  
(Miles de toneladas métricas de cobre)

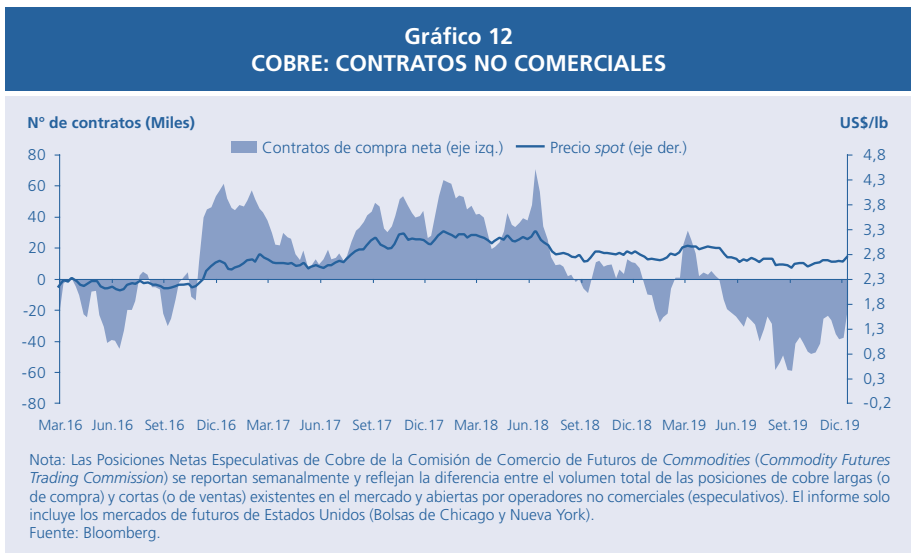
	2016	2017	2018 <sup>2</sup>	2019 <sup>2</sup>	2020 <sup>2</sup>	Ene.18. Ago.18	Ene.19 Ago.19	Var.%
Producción Minera Global	20 402	20 082	20 575	20 483	20 921	13 482	13 435	-0,3%
Producción Global de Refinados (Primaria + Secundaria)	23 357	23 538	24 098	24 250	25 281	15 915	15 924	0,1%
Utilización Global de Refinados	23 505	23 723	24 502	24 570	25 000	16 184	16 254	0,4%
Balance de Refinados <sup>1/</sup>	-149	-184	-404	-320	281	-268	-330	

<sup>1/</sup> El balance calculado utilizando la producción total de refinados menos el uso del refinado.  
<sup>2/</sup> Reporte de noviembre de 2019 y Proyecciones de octubre de 2019.  
Fuente: ICSG.

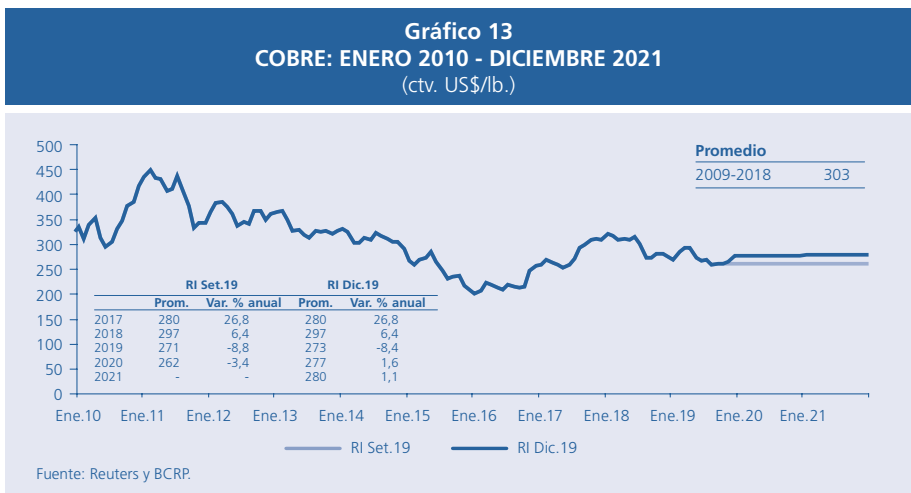
Sin embargo, esta recuperación del precio del cobre fue limitada por la debilidad de la producción manufacturera global y por la menor inversión en redes eléctricas en China (la inversión en redes eléctricas aumentó sólo 0,8 por ciento anual en setiembre, luego de ocho meses de caídas). Asimismo, se observa que las posiciones no comerciales de cobre se mantienen en terreno negativo a pesar de la corrección observada en setiembre y octubre.

1 Copper: Preliminary Data for August 2019 (20 de noviembre 2019)





En línea con estos desarrollos, se ha revisado al alza la cotización promedio para 2020. Se estima que los precios se ubicarán ligeramente por encima de los niveles estimados en el Reporte de Inflación de setiembre.



**b. Zinc**

La cotización internacional del **zinc** disminuyó 4 por ciento entre setiembre y la primera quincena de diciembre de 2019, alcanzando un nivel promedio de US\$/lb. 1,02 en la primera quincena de diciembre. Con ello, el precio del zinc acumuló una caída de 14 por ciento respecto a diciembre de 2018.

Luego de tres años de déficit, el mercado comenzará a registrar superávit debido al incremento de la oferta global de mina, la mayor tasa de utilización de las



fundiciones y el ingreso de nueva capacidad de refinación. Todo ello en un contexto de desaceleración del consumo global de zinc, principalmente por la evolución del mercado global de autos.

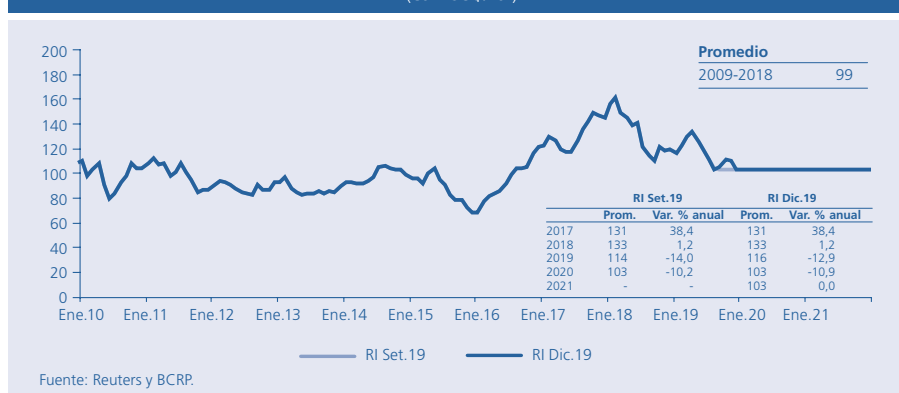
**Cuadro 8**  
**OFERTA Y DEMANDA DE ZINC REFINADO**  
(Millones de toneladas métricas de zinc)

	2016	2017	2018	Ene.-Oct. 2018	Ene.-Oct. 2019	Var.%
Producción Minera Global	12,60	12,74	12,79	10,57	10,80	2,2%
Producción Global de Refinados	13,56	13,39	13,27	10,95	11,18	2,1%
Utilización Global de Refinados	13,67	13,86	13,79	11,29	11,33	0,3%
Balance de Refinados (en miles)	-101	-472	-523	-342	-152	

Fuente: ILZSG, Reportes de noviembre de 2019.

Consistente con estos desarrollos, se espera que el precio del zinc disminuya para 2020, pero se ubique en los niveles previstos en el Reporte de Inflación de setiembre.

**Gráfico 14**  
**ZINC: ENERO 2010 - DICIEMBRE 2021**  
(ctv. US\$/lb.)



### c. Oro

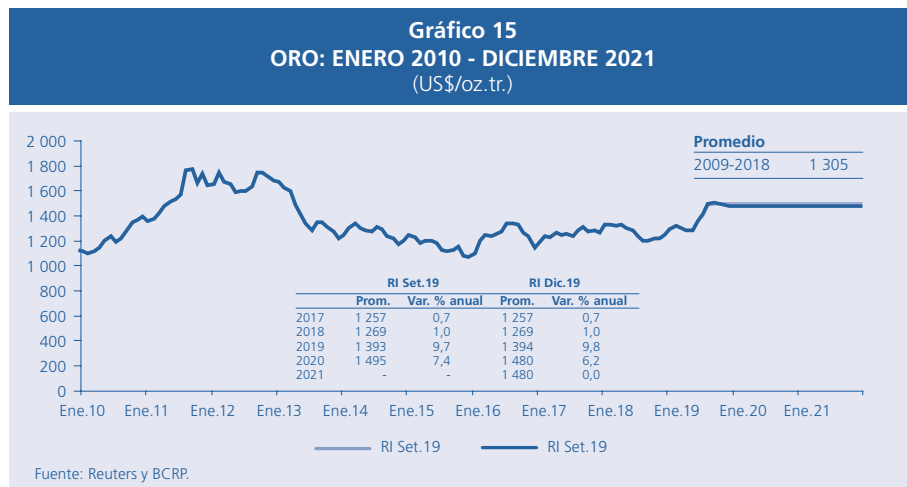
En noviembre, la cotización del **oro** registró un promedio de US\$/oz.tr. 1 470, lo que representa una caída de 3 por ciento frente a setiembre. Sin embargo, esta cotización acumuló un crecimiento de 17 por ciento respecto a diciembre de 2018 y registra niveles no observados desde 2013.

La corrección a la baja refleja las expectativas de que la Fed no realizaría recortes adicionales de tasas de interés en 2020.



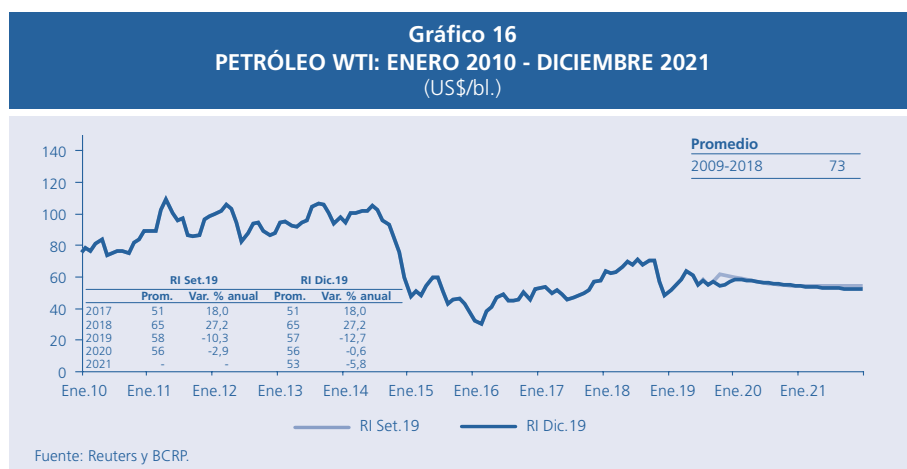


En línea con estos desarrollos se revisa ligeramente a la baja la proyección del precio del oro respecto al Reporte de Inflación de setiembre.



#### d. **Petróleo**

En la primera quincena de diciembre de 2019, la cotización promedio del **petróleo** WTI se incrementó a US\$/bl.59, superior en 21 por ciento respecto a diciembre de 2018. Con ello, el precio del petróleo aumentó 3 por ciento desde el último Reporte de Inflación en setiembre de 2019.



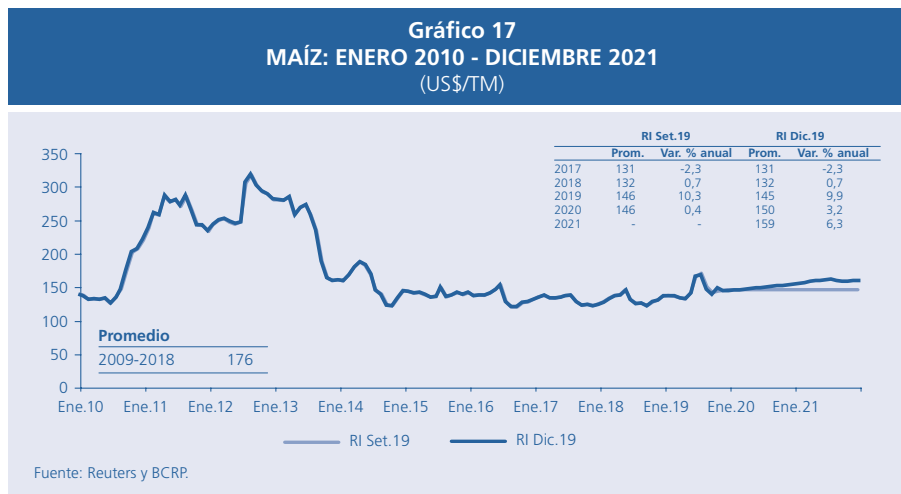
El mercado de petróleo continúa relativamente equilibrado. Los factores que presionaron al alza la cotización fueron los recortes de producción de petróleo de la OPEP y otros países, algunos choques de oferta (Arabia Saudita, Nigeria, Venezuela, Irán y Canadá) y las expectativas en torno a las negociaciones comerciales. Estos

factores han sido contrarrestados por un menor crecimiento global y una mayor producción de Estados Unidos, la que en noviembre alcanzó un nuevo nivel récord.

En el horizonte de proyección, se revisó al alza el precio del petróleo respecto al Reporte de Inflación previo. El cambio de perspectiva se sustenta en la decisión de la OPEP y sus aliados de realizar recortes de producción adicionales en el primer trimestre de 2020, así como por las mejores perspectivas de demanda luego del acuerdo comercial parcial alcanzado entre China y Estados Unidos.

**e. Alimentos importados**

El precio del **maíz** aumentó 4 por ciento en los últimos tres meses, ubicándose en una cotización promedio de US\$/TM 144 en la primera quincena de diciembre. Con ello, la cotización internacional promedio del maíz acumuló un incremento de 5 por ciento respecto a diciembre de 2018.



La cotización del maíz aumentó de manera importante en los últimos meses debido a que el mercado ha continuado ajustándose. Los inventarios globales registran su tercera caída anual consecutiva y alcanzarían su menor nivel en cuatro años, aunque todavía se mantienen en niveles históricamente altos. La demanda mundial ha sido mayor a lo esperado, en particular la destinada a la alimentación del ganado. En el mismo sentido, la producción de Estados Unidos registró una caída mayor que la prevista en el Reporte anterior: el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos estimó en noviembre que la producción de maíz en Estados Unidos será la menor desde la temporada 2015/2016 debido a factores climáticos que afectaron la siembra a mediados de año.

En línea con estos desarrollos, se revisa al alza el precio promedio del maíz para 2020. Las perspectivas han cambiado debido al compromiso del gobierno chino



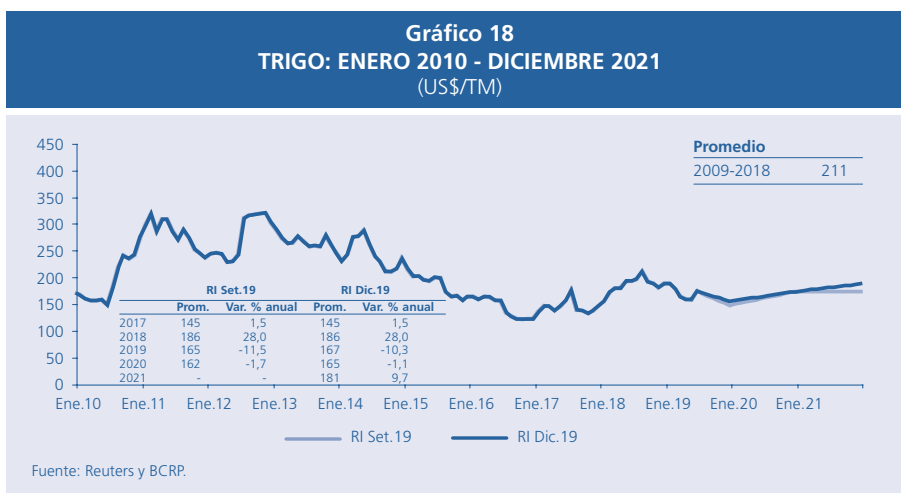


de aumentar la compra de alimentos de Estados Unidos, en el marco del acuerdo comercial parcial alcanzado en diciembre.

En la primera quincena de diciembre de 2019, la cotización promedio del **trigo** aumentó 9 por ciento respecto a setiembre de 2019, alcanzando un promedio mensual de US\$/TM 159. Con ello, el precio del trigo acumuló una reducción de 16 por ciento respecto a diciembre de 2018.

La cotización del trigo aumentó en los últimos meses por cambios en las perspectivas de oferta mundial. La producción se vio afectada por el clima adverso para el trigo de invierno (Unión Europea y Rusia), por el impacto de la sequía sobre los cultivos (Australia) y por un deterioro de la calidad de los cultivos en Estados Unidos. Sin embargo, a pesar de estos choques de oferta, el mercado mundial continúa con excedentes elevados que explican la caída de la cotización del trigo en lo que va del año.

En este contexto de previsiones de un clima adverso, se estima que el precio del trigo se cotice a niveles ligeramente por encima a los del Reporte de Inflación previo. Sin embargo, los riesgos de la proyección son elevados y se centran en el impacto del clima en la siembra de trigo de invierno en el hemisferio norte.

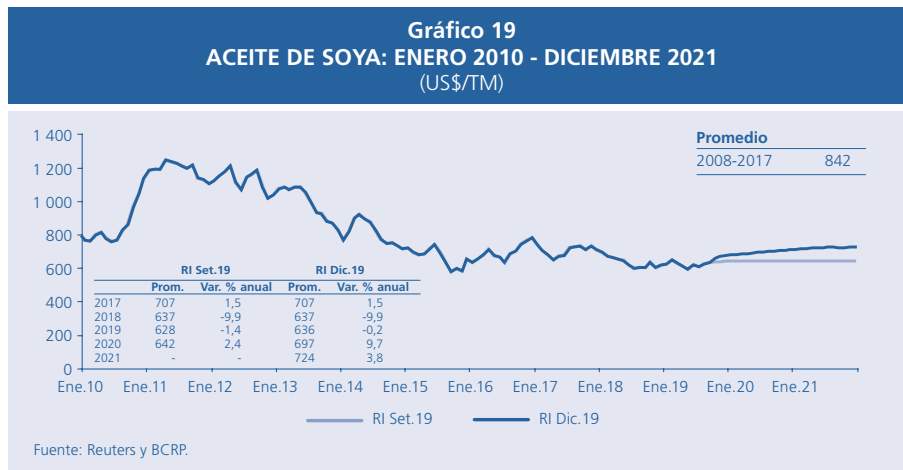


En la primera quincena de diciembre, la cotización promedio mensual del **aceite de soya** fue US\$/TM 673, nivel 6 por ciento superior respecto al mes de setiembre de 2019. Con ello, el precio del aceite de soya acumuló un incremento de 9 por ciento en lo que va de 2019.

La cotización del aceite de soya aumentó sostenidamente por las perspectivas de un sólido crecimiento de la demanda en Estados Unidos y una caída importante de los inventarios de aceite de soya en la temporada 2019/20. Asimismo, se registran una

sólida demanda en China e India. Además, se registra un crecimiento importante de la demanda de biocombustibles en Indonesia y Malasia, que junto a una menor oferta de aceite de palma, favorece los precios del aceite de soya.

Considerando estos desarrollos recientes y las perspectivas de crecimiento de la demanda de aceite de soya en Estados Unidos para la temporada 2019/20, se proyecta que los precios se coticen por encima de la estimación del Reporte de Inflación anterior. Esta proyección presenta como riesgos principales la variación del precio del petróleo y la magnitud del déficit global del aceite de palma. Además, se prevé que de solucionarse el conflicto comercial entre Estados Unidos y China, la demanda mundial por aceites vegetales podría aumentar.



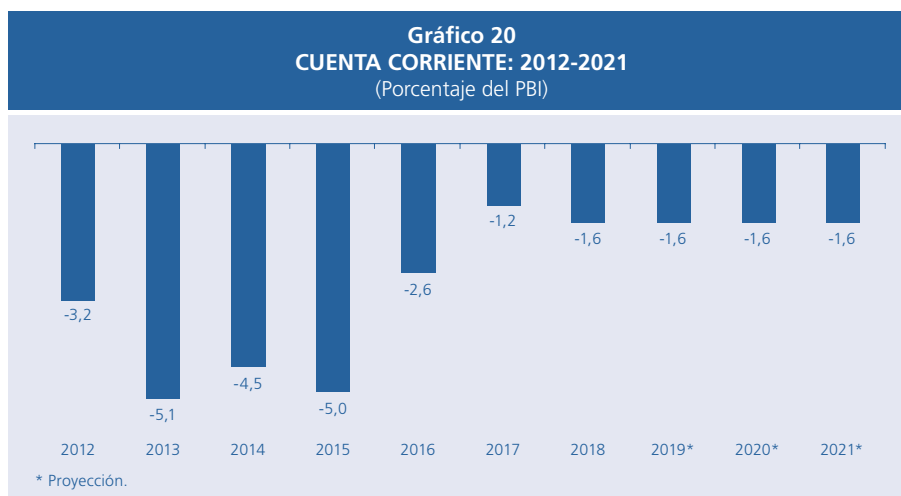


## II. Balanza de pagos

### Cuenta corriente

12. Para 2019 se revisa a la baja el estimado del déficit en cuenta corriente por un mayor superávit comercial en US\$ 838 millones, producto principalmente de las menores importaciones de bienes, en particular los asociados a insumos industriales, esto en un contexto de menor dinamismo de la demanda interna y de reducción del precio del petróleo.

En 2020 se prevé un escenario de menor crecimiento del consumo y de la inversión privada que llevaría a una menor demanda de importaciones que la prevista en el Reporte previo. Asimismo, se contempla que las exportaciones crecerían a un ritmo más lento por menor recuperación del sector minero e hidrocarburos. Con ello, se espera que en 2020 el déficit de la cuenta corriente se ubique en 1,6 por ciento del PBI (2,1 por ciento en el Reporte previo), nivel que se mantendría en 2021. Esta cifra se encuentra por debajo del promedio de los últimos 8 años (3,1 por ciento).



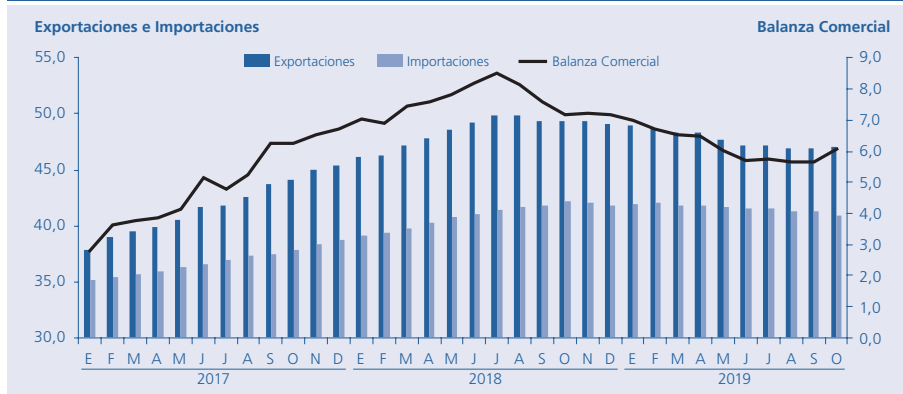
**Cuadro 9**  
**BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de US\$)

	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-3 594</b>	<b>-4 347</b>	<b>-3 756</b>	<b>-4 960</b>	<b>-3 845</b>	<b>-4 092</b>
Porcentaje del PBI	-1,6	-1,9	-1,6	-2,1	-1,6	-1,6
1. Balanza comercial	7 197	5 722	6 560	5 784	7 040	7 086
a. Exportaciones	49 066	47 450	47 422	50 148	49 761	52 149
De las cuales:						
i) Tradicionales	35 638	33 473	33 469	34 731	34 658	35 615
ii) No Tradicionales	13 240	13 813	13 786	15 258	14 945	16 378
b. Importaciones	-41 870	-41 728	-40 862	-44 364	-42 721	-45 063
2. Servicios	-2 532	-2 521	-2 653	-2 935	-2 809	-3 186
3. Renta de factores	-11 814	-11 322	-11 403	-11 685	-11 914	-11 984
4. Transferencias corrientes	3 556	3 774	3 739	3 876	3 838	3 992
Del cual: Remesas del exterior	3 225	3 382	3 347	3 551	3 514	3 690
<b>II. CUENTA FINANCIERA</b>	<b>94</b>	<b>12 882</b>	<b>11 791</b>	<b>6 644</b>	<b>6 186</b>	<b>5 152</b>
1. Sector privado	-2 028	6 916	7 340	3 655	2 802	3 180
a. Largo plazo	917	6 612	5 075	3 633	2 752	3 180
b. Corto plazo <sup>1/</sup>	-2 946	304	2 266	22	50	0
2. Sector público <sup>2/</sup>	2 122	5 966	4 451	2 989	3 385	1 972
<b>III. VARIACIÓN DE RIN</b>	<b>-3 500</b>	<b>8 535</b>	<b>8 035</b>	<b>1 684</b>	<b>2 341</b>	<b>1 060</b>

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

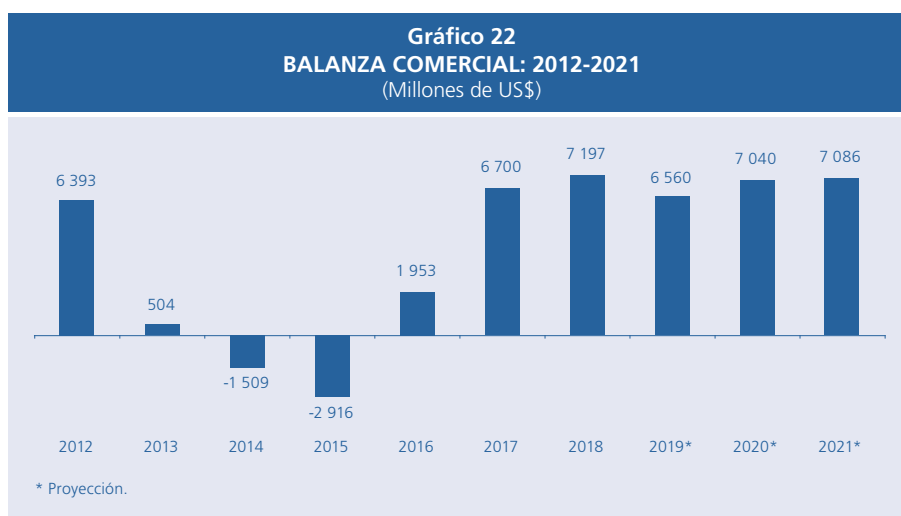
13. En el período de enero a octubre de 2019 la **balanza comercial** acumuló un superávit de US\$ 4 128 millones, menor en US\$ 1 131 millones al registrado en el mismo período del año previo, reflejo de la tendencia a la baja mostrada por las exportaciones desde agosto de 2018, en parte por menor producción de sectores primarios, pero también por menores embarques de sectores de exportación no tradicional (textiles y sidero-metalúrgicos), afectados por un escenario internacional menos favorable.

**Gráfico 21**  
**BALANZA COMERCIAL, EXPORTACIONES E IMPORTACIONES**  
(Acumulado últimos doce meses - Miles de millones de US\$)





La información de balanza comercial al mes de octubre muestra que las importaciones se vienen desacelerando, previéndose que esta evolución se mantendrá durante todo el cuarto trimestre del año, por lo que se proyecta que la balanza comercial alcanzaría un superávit de US\$ 6 560 millones en 2019.



14. En el período comprendido entre enero y octubre de 2019 el valor de las **exportaciones** sumó US\$ 38 550 millones, menor en 5,0 por ciento a lo alcanzado en el mismo período del año previo, hecho que se explica por los menores embarques de productos tradicionales mineros e hidrocarburos. Al cierre de 2019 las exportaciones ascenderían a US\$ 47 422 millones, monto menor al esperado en el Reporte previo, resultado que refleja la menor actividad minera.

Se espera que en 2020 y 2021 el valor de las exportaciones experimente tasas de crecimiento positivas por la recuperación de la producción minera, aunque de manera más gradual que lo previsto en setiembre.

Las **importaciones**, por su parte, sumaron US\$ 34 422 millones en el período comprendido entre enero y octubre, lo cual representó una reducción de 2,5 por ciento respecto a lo registrado en el mismo período de 2018, explicado por los menores precios de los combustibles y de insumos industriales. Esta evolución, aunada a menores volúmenes de importaciones de bienes del último trimestre, llevaría a una contracción de las importaciones totales nominales de 2,4 por ciento respecto al 2018 (0,7 por ciento en términos reales).

Para 2020 y 2021, el crecimiento de las importaciones estaría en línea con la proyección esperada de la demanda interna.



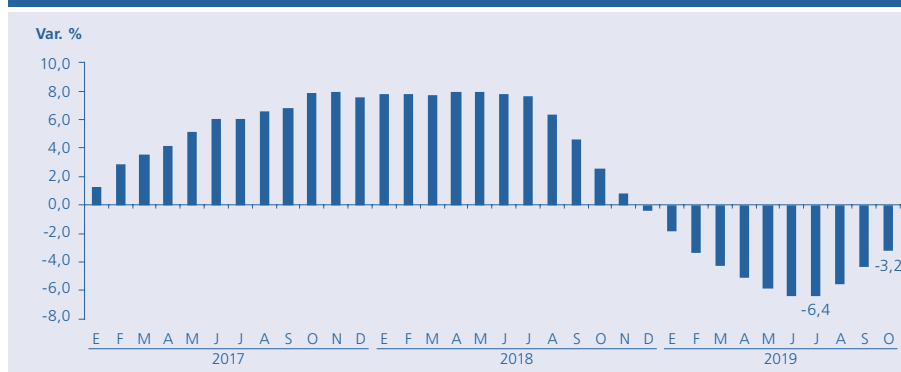
**Cuadro 10**  
**BALANZA COMERCIAL**  
 (Variaciones porcentuales)

	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>1. Valor:</b>						
Exportaciones	8,0	-3,3	-3,4	5,7	4,9	4,8
<i>Productos tradicionales</i>	6,2	-6,1	-6,1	3,8	3,6	2,8
<i>Productos no tradicionales</i>	12,9	4,3	4,1	10,5	8,4	9,6
Importaciones	8,1	-0,3	-2,4	6,3	4,5	5,5
<b>2. Volumen:</b>						
Exportaciones	1,6	0,3	-0,2	5,9	4,2	4,6
<i>Productos tradicionales</i>	-1,5	-2,1	-2,7	5,4	3,3	2,7
<i>Productos no tradicionales</i>	11,0	6,9	6,2	7,2	7,2	7,4
Importaciones	1,6	0,8	-0,7	5,4	3,8	4,3
<b>3. Precio:</b>						
Exportaciones	6,3	-3,6	-3,1	-0,2	0,7	0,2
<i>Productos tradicionales</i>	7,8	-4,1	-3,5	-1,6	0,3	0,1
<i>Productos no tradicionales</i>	1,8	-2,4	-1,9	3,0	1,1	2,0
Importaciones	6,5	-1,1	-1,7	0,9	0,7	1,1

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

## Términos de intercambio

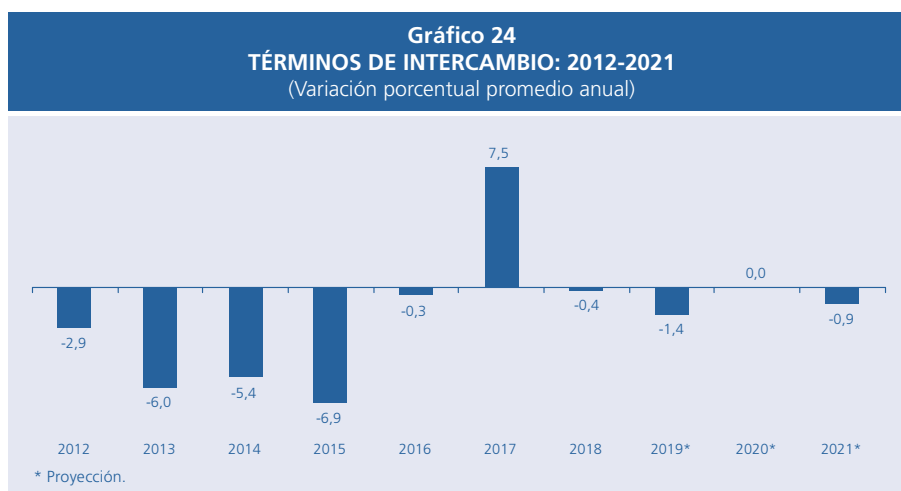
15. Desde mediados de 2018, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y las expectativas de un menor crecimiento mundial, han venido afectando los precios de los principales *commodities*. Sin embargo, desde julio de este año se ha observado una reversión en el precio de las exportaciones tras la recuperación del precio del oro y la plata, sumado a una caída en el precio promedio de los bienes importados, principalmente del petróleo. Así, en los últimos doce meses a octubre de 2019, los **términos de intercambio** han caído 3,2 por ciento, en contraposición a la caída de 6,4 por ciento observada en julio.

**Gráfico 23**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**  
 (Variación porcentual acumulada 12 meses)




Respecto al Reporte previo, se revisa al alza la proyección de términos de intercambio de 2019 (de -2,6 a -1,4 por ciento), explicado por menores precios del petróleo y una ligera alza de los precios de algunos metales. El precio promedio anual de las exportaciones se reduciría 3,1 por ciento; mientras que los precios de las importaciones caerían 1,7 por ciento.

En 2020 los términos de intercambio no registrarían variación y en 2021 disminuirían 0,9 por ciento, reflejando la recuperación del precio de las importaciones.



**Cuadro 11**  
**TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2018-2021**

	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>Términos de intercambio</b>						
Var % anual (promedio)	-0,4	-2,6	-1,4	-1,1	0,0	-0,9
<b>Precios de Exportaciones</b>						
Var % anual (promedio)	6,3	-3,6	-3,1	-0,2	0,7	0,2
Cobre (ctv US\$ por libra)	297	271	273	262	277	280
Zinc (ctv US\$ por libra)	133	114	116	103	103	103
Plomo (ctv US\$ por libra)	102	91	91	94	88	88
Oro (US\$ por onza)	1 269	1 393	1 394	1 495	1 480	1 480
<b>Precios de Importaciones</b>						
Var % anual (promedio)	6,7	-1,1	-1,7	0,9	0,7	1,1
Petróleo (US\$ por barril)	65	58	57	56	56	53
Trigo (US\$ por TM)	186	165	167	162	165	181
Maíz (US\$ por TM)	132	146	145	146	150	159
Aceite de Soya (US\$ por TM)	637	628	636	642	697	724

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

## Financiamiento externo

16. La proyección del Reporte considera un escenario en el que se mantienen las políticas monetarias expansivas de parte de los bancos centrales de las economías desarrolladas y emergentes, ante el menor dinamismo del comercio global y la incertidumbre en torno a las negociaciones comerciales.

Se prevé que en el horizonte de proyección **los capitales de largo plazo** seguirán siendo la principal fuente de financiamiento de la balanza de pagos.

La **inversión directa extranjera (IDE)** continuará siendo el principal componente de la cuenta financiera privada, aunque su aporte en 2019 será más bajo que el previsto en setiembre en línea con la menor reinversión de utilidades observada. En los siguientes años, la IDE evolucionaría acorde al crecimiento de la inversión privada. Entre los principales proyectos de inversión destacan los megaproyectos Quellaveco, Mina Justa y Ampliación de Toromocho, y se espera que en los siguientes años se sumen otros proyectos mineros tales como Corani y Coroccohuayco.

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

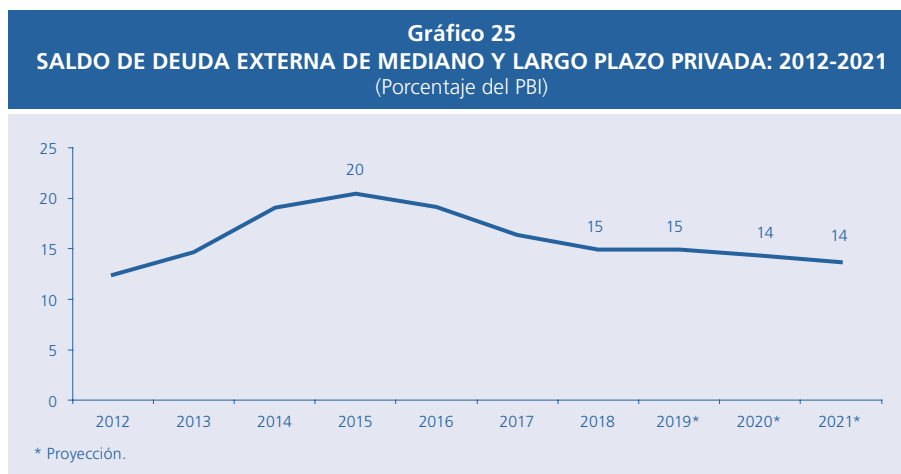
	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>SECTOR PRIVADO (A + B)</b>	<b>-2 028</b>	<b>6 916</b>	<b>7 340</b>	<b>3 655</b>	<b>2 802</b>	<b>3 180</b>
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>-0,9</i>	<i>3,0</i>	<i>3,2</i>	<i>1,5</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>
<b>A. LARGO PLAZO</b>	<b>917</b>	<b>6 612</b>	<b>5 075</b>	<b>3 633</b>	<b>2 752</b>	<b>3 180</b>
<b>1. ACTIVOS</b>	<b>-3 558</b>	<b>-2 314</b>	<b>-2 527</b>	<b>-2 021</b>	<b>-2 752</b>	<b>-2 038</b>
<b>2. PASIVOS</b>	<b>4 476</b>	<b>8 926</b>	<b>7 601</b>	<b>5 654</b>	<b>5 504</b>	<b>5 219</b>
Inversión directa extranjera en el país	6 488	8 164	7 057	5 255	5 292	4 979
Préstamos de Largo Plazo	-1 601	-1 197	-1 594	-238	-425	14
Inversión de cartera	-411	1 959	2 138	637	637	226
<b>B. CORTO PLAZO <sup>1/</sup></b>	<b>-2 946</b>	<b>304</b>	<b>2 266</b>	<b>22</b>	<b>50</b>	<b>0</b>

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

\* Proyección.

Por otro lado, la mayor preferencia por el financiamiento interno y en moneda local se ha reflejado en la amortización anticipada de préstamos, por lo que el endeudamiento externo muestra una tendencia decreciente durante el horizonte de proyección, ubicándose en 13,6 por ciento del PBI en 2021. En lo que va de 2019 destaca el aumento de las emisiones en moneda local de bonos del sector privado en el mercado internacional por el equivalente a US\$ 1 852 millones.





17. La **cuenta financiera pública** de 2019 ha sido revisada a la baja debido a la reducción observada de la demanda de no residentes por nuestros títulos soberanos respecto a lo previsto en el Reporte anterior, en un contexto de mayor aversión de riesgo global hacia la región. Sin embargo, las compras netas de no residentes continúan siendo mayores en US\$ 2 359 millones a las observadas en 2018, lo que incluye la reciente operación de administración de deuda con la emisión del nuevo BTP 2040 a una tasa de 5,35 por ciento. La actual proyección considera además una reasignación de los desembolsos (de 2019 a 2020) asociados al financiamiento del proyecto de la Refinería de Talara.

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

	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>I. Desembolsos<sup>1/</sup></b>	<b>1 800</b>	<b>2 025</b>	<b>1 847</b>	<b>1 851</b>	<b>2 126</b>	<b>1 005</b>
<b>II. Amortización</b>	<b>-1 614</b>	<b>-1 963</b>	<b>-2 199</b>	<b>-335</b>	<b>-254</b>	<b>-531</b>
<b>III. Activos externos netos</b>	<b>-201</b>	<b>308</b>	<b>252</b>	<b>-240</b>	<b>-140</b>	<b>-140</b>
<b>IV. Otras operaciones con títulos de deuda (IV = a - b)</b>	<b>2 137</b>	<b>5 597</b>	<b>4 551</b>	<b>1 714</b>	<b>1 652</b>	<b>1 638</b>
a. Bonos soberanos adquiridos por no residentes	1 822	5 327	4 181	1 714	1 652	1 638
b. Bonos globales adquiridos por residentes	-315	-270	-370	0	0	0
<b>V. TOTAL (V = I+II+III+IV)</b>	<b>2 122</b>	<b>5 966</b>	<b>4 451</b>	<b>2 989</b>	<b>3 385</b>	<b>1 972</b>

<sup>1/</sup> Incluye bonos.  
\* Proyección.

18. La solidez de la balanza de pagos ante eventos externos negativos se puede evaluar considerando la posición de las reservas internacionales en relación al saldo de los adeudados externos de corto plazo o a la suma de estos pasivos con el déficit en cuenta corriente. En estos indicadores, la economía peruana cuenta con niveles

de respaldo elevados en comparación a otras economías emergentes, gracias a la acumulación preventiva de reservas internacionales.

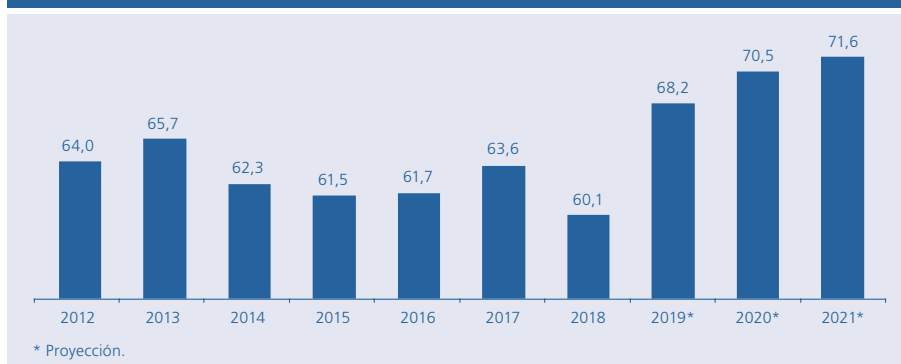
**Cuadro 14**  
**INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL**

	2017	2018	2019*	2020*	2021*
<b>Reservas Internacionales como porcentaje de:</b>					
a. PBI	29,7	26,7	29,5	29,1	28,1
b. Deuda externa de corto plazo <sup>1/</sup>	405	361	549	564	573
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	346	297	421	431	431

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

Al 9 de diciembre, las reservas internacionales netas aumentaron US\$ 8 211 millones respecto al cierre del año pasado. Por un lado, la posición de cambio del BCRP aumentó US\$ 2 629 millones, los depósitos en moneda extranjera del sistema financiero en el BCRP subieron US\$ 5 046 millones, mientras que los correspondientes al sector público, aumentaron US\$ 602 millones.

**Gráfico 26**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS: 2012-2021**  
(Miles de millones de US\$)

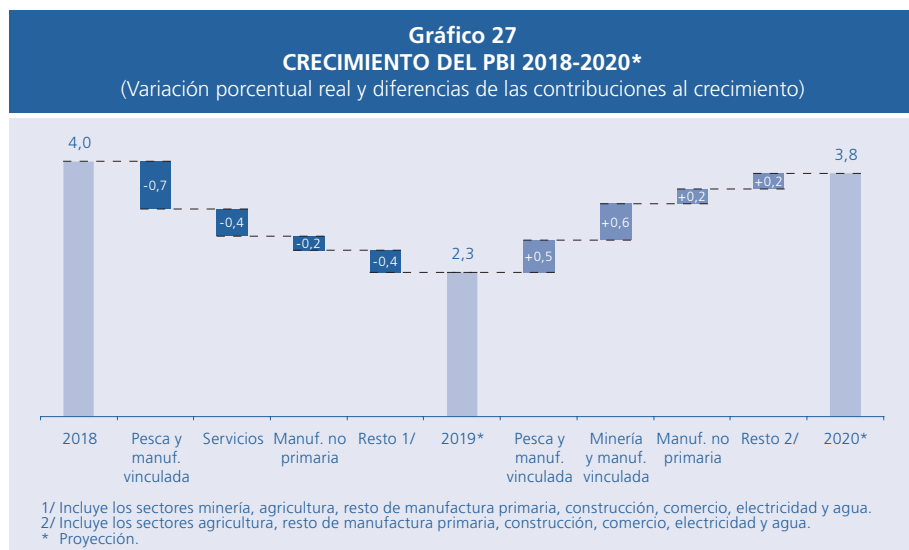




### III. Actividad económica

#### PBI sectorial

- 19. La actividad económica acumuló en enero-octubre un crecimiento de 2,2 por ciento. En particular, la contracción que mostraron algunos sectores primarios, como pesca y minería, especialmente durante el primer semestre, junto a una moderación del crecimiento de los sectores no primarios, contribuyeron a un crecimiento por debajo de lo esperado en lo que va del año.
- 20. Dada esta evolución, se ha revisado la proyección de crecimiento del PBI de 2019, de 2,7 a 2,3 por ciento. Esta revisión refleja el impacto negativo -más prolongado que lo anticipado- de los choques a la actividad minera y pesquera, y en menor medida, una menor expansión de las actividades no primarias (construcción y manufactura principalmente).



Para los próximos dos años se espera un mayor crecimiento del PBI sustentado principalmente en la reversión de los choques de oferta que afectaron la pesca y la minería, y en un mayor dinamismo de la actividad primaria en respuesta al mayor crecimiento de la demanda interna. La mayor cuota de pesca y la mayor producción de Las Bambas, Cerro Verde y Toquepala, respectivamente, sustentan el mantenimiento de la proyección de crecimiento del PBI para 2020 en 3,8 por ciento. Esta tasa de expansión se mantendría en 2021, en un contexto de normalización de la captura de anchoveta y de entrada en operación de nuevas minas (Mina Justa y Ariana) y de la ampliación de Tomocho, además de la normalización de la producción de oro de Buenaventura.

**Cuadro 15**  
**PBI POR SECTORES ECONÓMICOS**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>PBI primario</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>
Agropecuario	8,0	4,1	3,7	4,1	4,0	3,6
Pesca	39,7	-13,6	-18,6	9,6	23,0	-3,9
Minería metálica	-1,7	-0,8	-1,3	3,9	3,6	5,5
Hidrocarburos	0,0	3,4	5,1	0,3	0,9	0,2
Manufactura	12,9	-5,7	-5,5	2,2	9,3	0,9
<b>PBI no primario</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>
Manufactura	3,3	2,2	0,8	3,8	2,7	3,5
Electricidad y agua	4,4	4,3	4,1	4,0	4,0	4,5
Construcción	5,3	5,4	2,9	5,8	5,3	5,1
Comercio	2,6	3,0	3,0	3,5	3,5	3,7
Servicios	4,5	3,7	3,6	3,6	3,6	3,7
<b>Producto Bruto Interno</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

- a) El PBI del sector **agropecuario** acumuló un crecimiento de 2,8 por ciento a octubre de 2019, impulsado por el dinamismo de la agroexportación (arándanos, cacao, uva, palta y mango) y de la actividad avícola (carne de ave y huevos). Con este dinamismo y la mayor producción de algunas frutas (como arándanos, uvas y mangos) en el cuarto trimestre, se prevé un crecimiento de 3,7 por ciento en el sector agropecuario para 2019.

Para 2020 y 2021 se proyectan tasas de crecimiento de 4,0 y 3,6 por ciento, respectivamente, que consideran la mayor producción que alcanzarían en dichos años las plantaciones jóvenes de arándanos y paltos. En 2021, este impulso al crecimiento del sector se atenuaría debido al menor ritmo de expansión de la frontera agrícola, siendo el proyecto de irrigación Olmos el último en incorporar grandes extensiones, con aproximadamente 38 mil hectáreas desde 2014.





- b) La actividad del **sector pesca** registró una reducción de 18,5 por ciento en enero-octubre, explicada por la menor disponibilidad de anchoveta durante la primera temporada en la Zona Norte-Centro. Para 2019, se proyecta una mayor caída del sector respecto al Reporte previo debido a la evolución observada en lo que va de la segunda temporada de pesca en la Zona Norte-Centro por la alta presencia de juveniles.

Para 2020 se proyecta un crecimiento de 23,0 por ciento, consistente con la mayor captura en la segunda temporada de la Zona Norte-Centro de 2019 que concluye en enero de 2020, y con la posterior normalización esperada de la cuota para la primera temporada de la Zona Norte-Centro (que en 2019 fue baja por una alerta de Niño Costero). Para 2021, se espera una reducción de 3,9 por ciento de la actividad del sector debido a la normalización en la captura de anchoveta.

- c) El PBI del sector **minería metálica** disminuyó 1,6 por ciento en enero-octubre. La caída se explica por: i) oro, debido a menores resultados en Barrick y Buenaventura; ii) zinc, debido a menores leyes en Antamina; y iii) hierro, debido a menores leyes en Shougang. En 2019 se espera que el sector muestre una caída de 1,3 por ciento, que supone una ligera recuperación (de 0,3 por ciento) durante el cuarto trimestre.

El mayor crecimiento proyectado para 2020 (3,6 por ciento) se explica por la normalización de la producción minera (al superarse los problemas transitorios en Las Bambas y Cerro Verde) y la mayor producción de Toquepala. Finalmente, el sector crecería 5,5 por ciento en 2021, impulsado por la entrada en operación de Mina Justa, Ariana y la ampliación de Toromocho, además de la normalización de la producción de oro de Buenaventura.

Para 2019, se espera que el sector **hidrocarburos** crezca 5,1 por ciento. Durante el período enero-octubre, el sector creció 4,9 por ciento, impulsado por la mayor producción del lote 95, que inició operaciones en diciembre de 2018, y la recuperación del lote 192. Para 2020, se espera un crecimiento de 0,9 por ciento, también debido a la mayor producción del lote 95. Finalmente, se espera que el nivel de producción de 2021 sea similar al de 2020.

- d) La actividad del subsector **manufactura primaria** se redujo 7,8 por ciento en el período enero-octubre debido a la menor producción de harina y aceite de anchoveta, y de refinación de cobre y petróleo. Para este subsector se espera una caída de 5,5 por ciento para 2019, menor a la registrada en lo que va del año, debido a la mayor refinación de metales no ferrosos.

En 2020 se espera que la manufactura primaria crezca 9,3 por ciento por la recuperación de la producción pesquera y de la refinación de metales no ferrosos, lo que se vería atenuado por la menor refinación de petróleo crudo



por parte de Petroperú. Esto último en razón a que la empresa anunció que dejaría de producir transitoriamente en la actual refinería de Talara en 2020 con el objetivo de interconectar dicha refinería con las unidades de producción que forman parte del proyecto de la nueva refinería. Para 2021, se espera un aumento de 0,9 por ciento por la recuperación de la refinación de petróleo.

- e) La actividad de la **manufactura no primaria** creció 0,8 por ciento en el período enero-octubre por la mayor producción de bienes de capital (productos metálicos para usos estructurales, material de transporte, y cemento) y bienes de consumo masivo (bebidas alcohólicas, muebles, y productos lácteos). Estos factores se mantendrían en lo que queda del año, por lo que se espera un crecimiento de 0,8 por ciento para 2019. Se proyecta un mayor crecimiento en los próximos años: 2,7 por ciento en 2020 y 3,5 por ciento en 2021. Esta evolución se daría principalmente en razón de los bienes orientados a la inversión, de consumo masivo y de insumos, en línea con el crecimiento de la demanda interna.
- f) El PBI del sector **construcción** creció 3,8 por ciento en enero-octubre de 2019 debido a la mayor inversión privada. Sin embargo, para el año se espera una tasa de expansión de 2,9 por ciento, por un menor dinamismo del sector en los últimos meses. Para 2020 y 2021, se prevé que el sector crezca 5,3 y 5,1 por ciento, respectivamente, impulsado por una recuperación en la inversión pública y el crecimiento de la inversión privada.

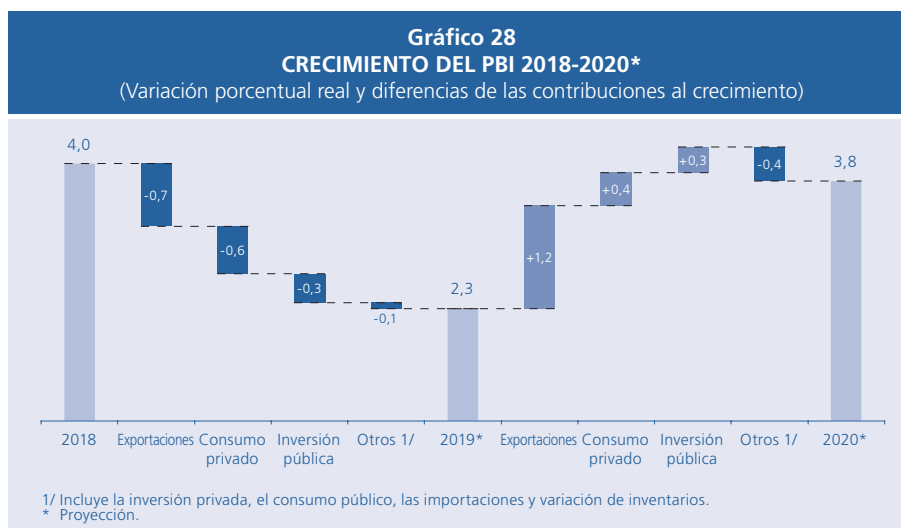
### PBI gasto

- 21. En términos de los componentes del gasto, el menor crecimiento del PBI observado en los primeros diez meses del año respecto al mismo período de 2018 (1,6 puntos porcentuales) se explicó por una menor contribución de las exportaciones (en 0,7 puntos porcentuales) y del consumo privado (0,6 puntos porcentuales). Las exportaciones estuvieron afectadas por el impacto de los choques de la actividad minera y pesquera. Por su parte, la evolución del consumo privado reflejó la moderación del crecimiento del empleo formal.

Desde el tercer trimestre se observa una recuperación significativa del gasto privado (consumo e inversión), pero la evolución del primer semestre y el impacto más prolongado -que el anticipado en setiembre- de los choques a la actividad minera y pesquera han implicado una revisión de la proyección de crecimiento del PBI de 2019 de 2,7 a 2,3 por ciento.

Se mantiene la proyección de crecimiento del PBI de 2020 (en 3,8 por ciento) y se prevé una expansión igual en 2021, sustentadas en una evolución positiva del consumo privado, en un contexto de ausencia de choques de oferta, de condiciones monetarias laxas, de recuperación de la inversión pública y de condiciones externas más favorables.





**Cuadro 16**  
**DEMANDA INTERNA Y PBI**  
(Variaciones porcentuales reales)

	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>Demanda interna</b>	<b>4,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>
Consumo privado	3,8	3,0	3,0	3,7	3,5	3,7
Consumo público	0,8	2,0	2,0	2,5	2,5	2,5
Inversión privada	4,2	4,4	4,2	4,5	3,8	4,0
Inversión pública	6,8	0,5	-0,5	5,0	6,0	4,0
Variación de inventarios (contribución)	0,4	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Exportaciones</b>	<b>2,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>
<b>Importaciones</b>	<b>3,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>5,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>
<b>Producto Bruto Interno</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
Nota:						
Gasto público	2,5	1,6	1,2	3,2	3,5	3,0
Demanda interna sin inventarios	3,7	3,0	2,9	3,7	3,6	3,7

\* Proyección.  
RI: Reporte de Inflación.

22. Las expectativas de crecimiento del PBI han mostrado una corrección a la baja, influenciadas por la evolución de la actividad a setiembre y por la incertidumbre sobre el entorno global. Según la última Encuesta de Expectativas Macroeconómicas, los agentes estiman un crecimiento entre 2,5 y 2,8 por ciento para 2019 y entre 3,0 y 3,2 por ciento para 2020. Para 2021, las expectativas son más positivas, al ubicar el crecimiento en un rango entre 3,3 y 3,5 por ciento.

**Cuadro 17**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Variaciones porcentuales)

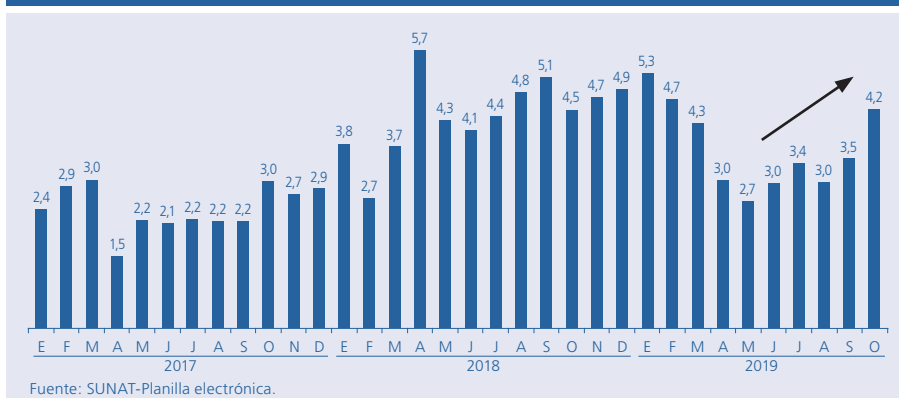
	RI Jun.19	RI Set.19	RI Dic.19*
<b>Sistema Financiero</b>			
2019	3,3	2,8	2,5
2020	3,6	3,3	3,0
2021	--	--	3,3
<b>Analistas Económicos</b>			
2019	3,2	2,5	2,5
2020	3,7	3,3	3,0
2021	--	--	3,5
<b>Empresas No Financieras</b>			
2019	3,5	3,0	2,8
2020	3,8	3,5	3,2
2021	--	--	3,5

\* Encuesta realizada al 30 de noviembre.  
Fuente: BCRP.

23. Como se señaló en el Reporte previo, los indicadores del mercado laboral, importante factor del **consumo privado**, siguen mostrando una recuperación, aunque aún por debajo de los niveles promedio alcanzados en 2018. Por su parte, la confianza del consumidor ha seguido la misma tendencia en los últimos tres meses y el crédito de consumo alcanzó una tasa de expansión cercana a 11 por ciento:

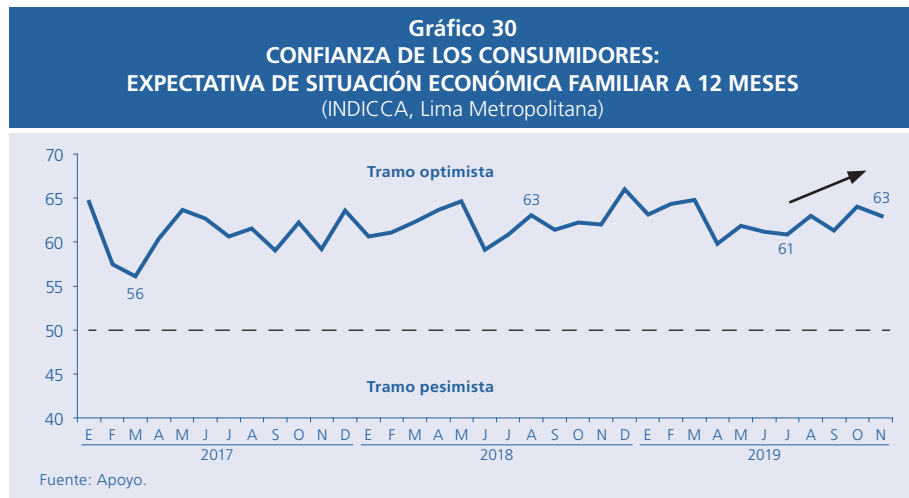
- a) El mercado laboral ha continuado con la recuperación mostrada en el Reporte anterior. Con ello, los puestos de trabajo formales del sector privado, medidos a través de la planilla electrónica de Sunat, crecieron en 4,2 por ciento anual en octubre de este año.

**Gráfico 29**  
**PUESTOS FORMALES DE EMPLEO DEL SECTOR PRIVADO**  
(Variación porcentual interanual)

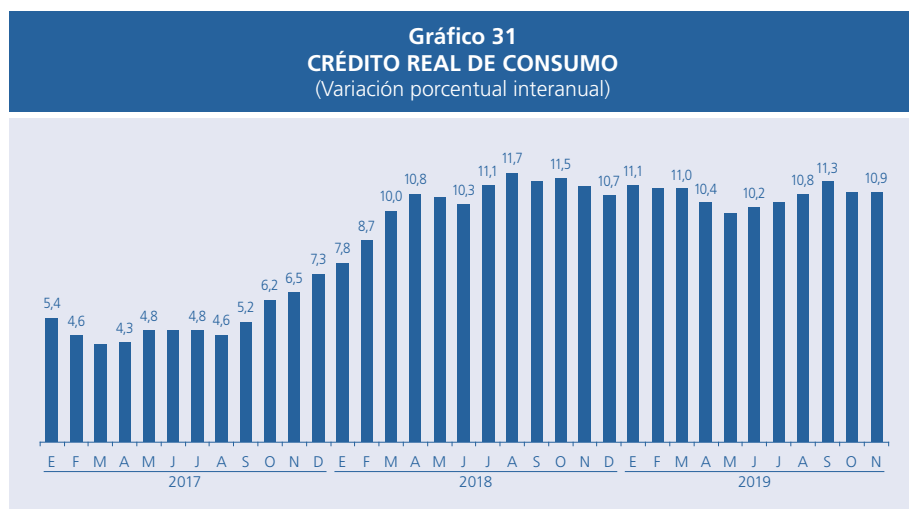




- b) La confianza del consumidor, medida como la expectativa acerca de la situación económica futura de las familias, alcanzó un nivel de 63 puntos en noviembre.



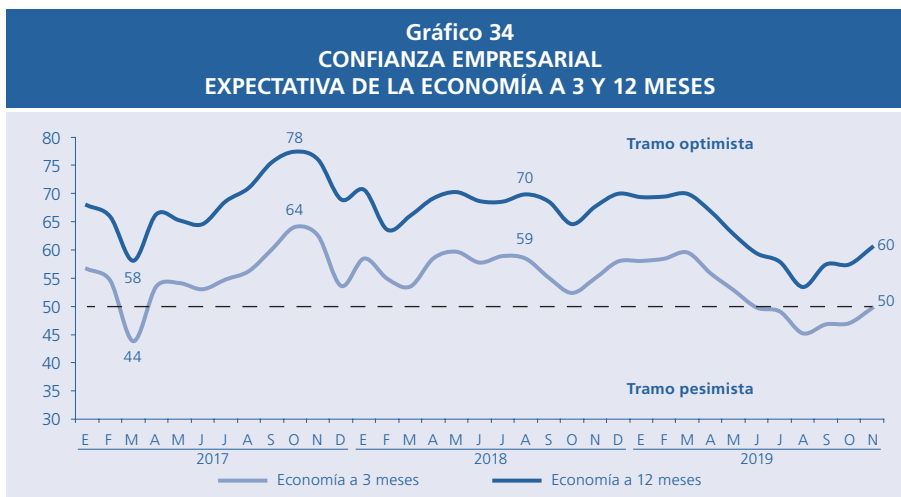
- c) El crédito de consumo continuó con su tendencia positiva con una tasa de crecimiento alrededor de 11 por ciento.



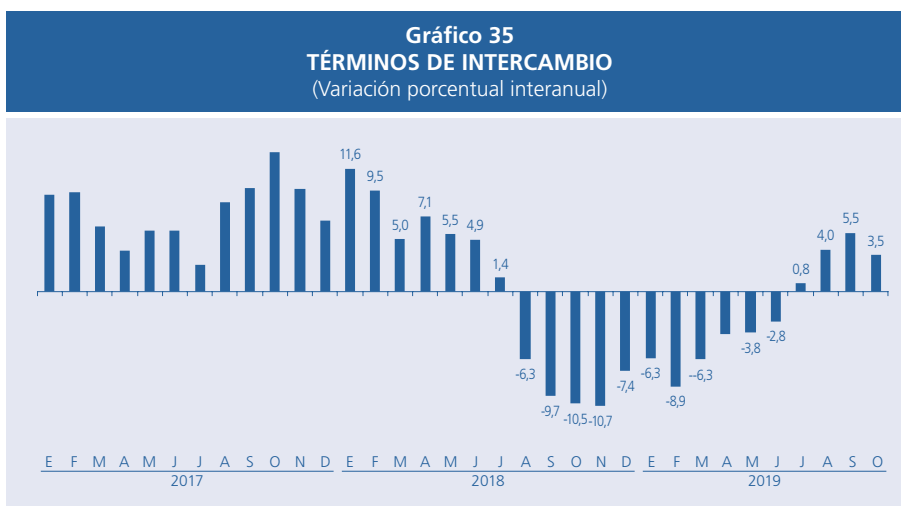
En base a la evolución de estos indicadores adelantados de consumo se prevé que para este año esta variable crezca 3,0 por ciento, tal como se proyectó en el Reporte de setiembre. Para 2020 y 2021, la expansión del consumo ascendería a 3,5 y 3,7 por ciento.



- c) En noviembre, las expectativas de empresarios acerca de la situación de la economía dentro de 3 y 12 meses se elevaron ligeramente a 50 y 60 puntos, respectivamente, luego de descender a 45 y 53 puntos en agosto.



- d) Los términos de intercambio subieron 3,5 por ciento en octubre de 2019 debido a la caída en los precios del petróleo, lo que implicó una reducción en los precios de importación.



25. El crecimiento proyectado de la inversión privada para este año se reduce ligeramente respecto a lo previsto en setiembre, de 4,4 a 4,2 por ciento, por los resultados

observados en el período enero-setiembre y por los indicadores adelantados mostrados previamente. Para el horizonte de proyección, la inversión privada reflejaría la evolución de la inversión no minera (dada la tendencia descendente de la inversión minera), con lo que su ritmo de expansión sería de 3,8 por ciento en 2020 (4,5 por ciento en el Reporte de setiembre), para luego crecer 4,0 por ciento en 2021.



Los principales **anuncios de proyectos de inversión privada** para el período 2020-2021 alcanzan US\$ 17 mil millones, distribuidos en una muestra de 115 proyectos. Entre los sectores que atraerían mayor inversión privada se encuentran minería e infraestructura.

**Cuadro 18**  
**PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2020-2021**  
(Miles de millones de US\$)

	Total Inversión	Número de proyectos
Minería	8,3	27
Hidrocarburos	1,6	15
Energía	1,0	9
Industria	0,3	7
Infraestructura	3,7	20
Otros sectores	2,0	37
<b>Total</b>	<b>17,0</b>	<b>115</b>

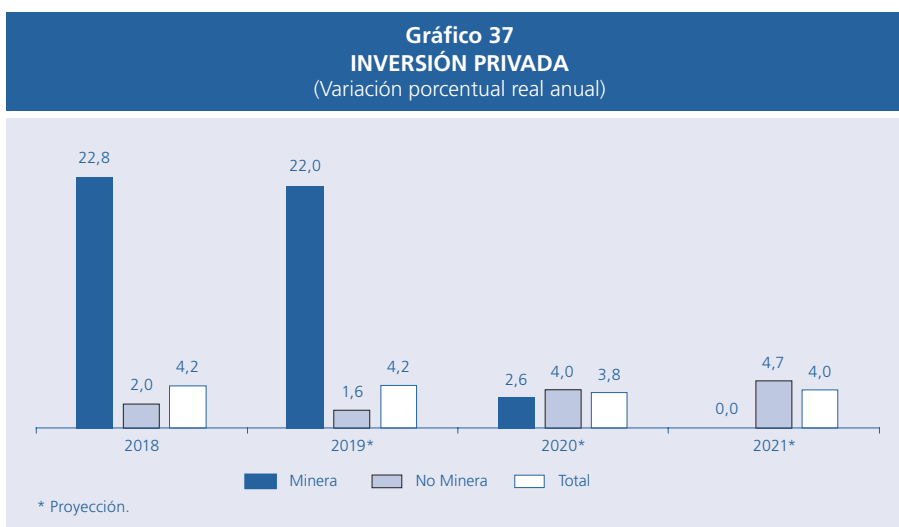
Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.





- a. En el **sector minero**, la proyección considera la inversión de grandes proyectos tales como Quellaveco (US\$ 5,3 mil millones de inversión total), Mina Justa (US\$ 1,6 mil millones) y Ampliación de Toromocho (US\$1,3 mil millones), que impulsarían el sector en los próximos años. Se espera que proyectos como Corani (US\$ 0,6 mil millones de inversión) y Coroccohuayco (US\$ 0,6 mil millones) inicien su construcción en 2020. Sin embargo, los menores precios de los metales básicos han seguido afectando a la inversión en exploración minera. En 2021, la inversión minera se mantendría con la finalización de la construcción de los grandes proyectos indicados.

Según el Ministerio de Energía y Minas la inversión minera alcanzó US\$ 4,7 mil millones en el período enero-octubre, lo que representa un crecimiento de 24,8 por ciento con respecto al mismo período del año anterior.



- b. En **infraestructura**, se espera un mayor impulso en 2020, destacando la Línea 2 del Metro de Lima, que según OSITRAN, al mes de octubre tiene un avance del 27,8 por ciento. Por otro lado, con respecto a la ampliación del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, Lima Airport Partners (LAP), anunció al Consorcio Nuevo Lima Tambo para ejecutar las obras de construcción de la segunda fase. Este consorcio viene desarrollando las obras de la primera fase, la que iniciaría el movimiento de tierras a fines de 2019. La ampliación se realizará en tres etapas: (i) trabajos preparatorios, (ii) construcción de la segunda pista y la nueva torre de control, y (iii) la construcción de un nuevo terminal de pasajeros.



**Cuadro 19**  
**PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN PRIVADA: 2020-2021**

SECTOR	INVERSIONISTAS	PROYECTO
<b>MINERÍA</b>	Angloamerican	Quellaveco
	Grupo Breca	Mina Justa
	Aluminium Corp. of China (Chinalco)	Ampliación de Mina Toromocho
	Antapaccay	Coroccohuayco
	Bear Creek	Corani
<b>HIDROCARBUROS</b>	Calidda Gas Natural del Perú	Masificación de Gas
	Karoon Gas	Exploración Lote Z-38
	Perenco	Exploración Lote 39
<b>ENERGÍA</b>	Interconexión Eléctrica GAZ Energie	Enlace Mantaro-Nueva Yanango-Carapongo y subestaciones asociadas Planta Térmica en Ica
<b>INDUSTRIA</b>	Corporación Aceros Arequipa Precor	Ampliación de planta en Pisco Mega Planta en Chilca
<b>INFRAESTRUCTURA</b>	Grupo Volcan	Terminal Portuario de Chancay
	Consortio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 del Metro de Lima
	Lima Airport Partners	Ampliación del Aeropuerto Jorge Chávez
	Grupo Romero	Puerto Salaverry
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte
	Consortio Paracas	Terminal Portuario San Martín
<b>OTROS SECTORES</b>	Intercorp	Expansión y nuevos centros comerciales
	Grupo Ripley	Expansión y nuevos centros comerciales
	Inversiones Centenario	Inversiones Inmobiliarias y ampliación de centros comerciales
	Imagina Grupo Inmobiliario	Inversiones Inmobiliarias
	Armas Domo	Inversiones Inmobiliarias
	Grupo Falabella	Expansión y nuevos centros comerciales
	Edifica	Proyectos Inmobiliarios

Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

- c. Para el período 2020-2021, **Proinversión** reporta una cartera de US\$ 7,2 mil millones. En abril, el consorcio Fypasa Construcciones S.A. de C.V. y Operadora de Ecosistemas S.A. de C.V., de capitales mexicanos, se adjudicó la buena pro para la concesión del proyecto Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales de la Cuenca del Lago Titicaca. Las obras iniciarían en 2020 y concluirían entre 2022 y 2023. Asimismo, en octubre, se adjudicó a la empresa Cobra Instalaciones y Servicios S.A. las concesiones de tres proyectos de Enlaces eléctricos que beneficiarán a la población de Tumbes, Piura, Huánuco y Ucayali.



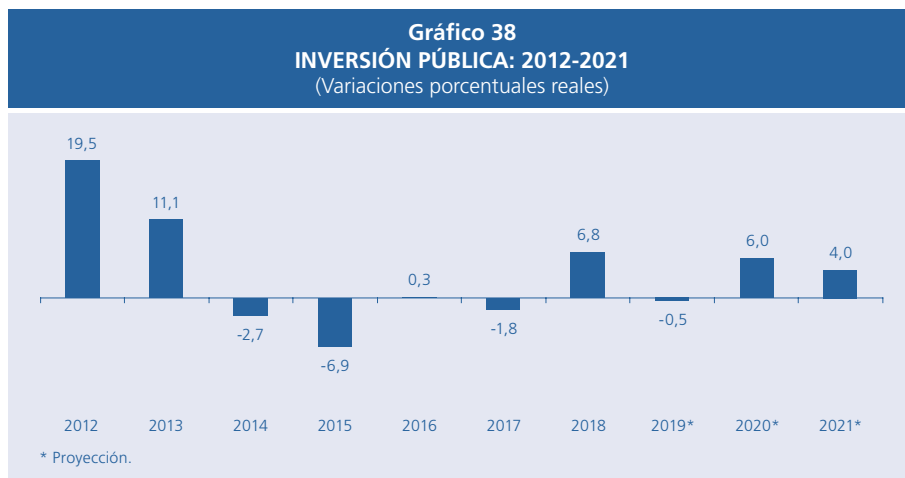


**Cuadro 20**  
**PROYECTOS DE INVERSIÓN: CONCESIONES EN 2019-2021**  
(Millones de US\$)

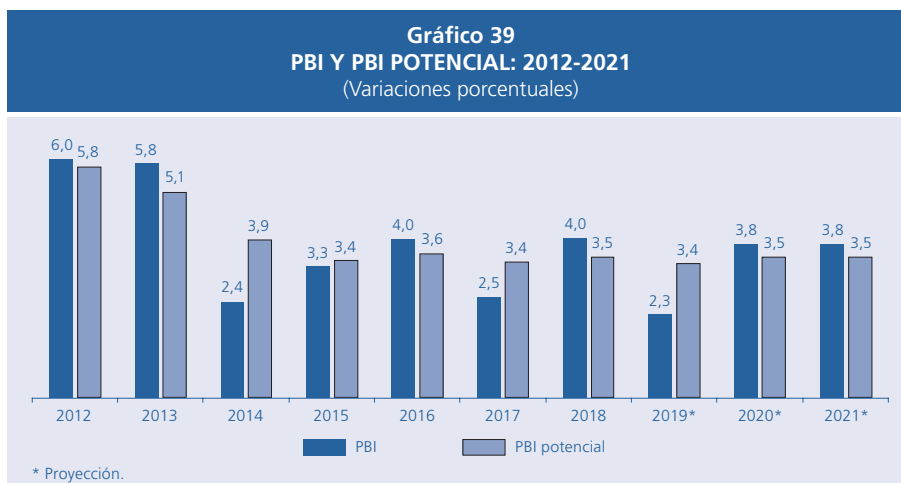
	<b>Inversión estimada</b>
<b>A. Adjudicados</b>	<b>414</b>
Sistema de tratamiento de aguas residuales de la cuenca del Lago Titicaca	270
Líneas de transmisión La Niña - Piura, Pariñas - Nueva Tumbes y Tingo María - Aguaytía; Subestaciones, Líneas y Ampliaciones Asociadas.	144
<b>B. Por Adjudicar</b>	<b>7 231</b>
Anillo Vial Periférico	2 049
Obras de Cabecera y Conducción para el Abastecimiento de Agua Potable para Lima	720
Nuevo Terminal Portuario San Juan De Marcona	540
Parque Industrial de Ancón	500
Longitudinal de la sierra tramo 4	464
Proyecto Minero Algarrobo	350
Dos Centros Hospitalarios de Alta Complejidad	254
Hospital Nacional Hipólito Unanue	250
Ferrocarril Huancayo - Huancavelica	227
Mejoramiento de los Servicios Turísticos en el Parque Arqueológico Choquequirao, Regiones Apurímac - Cusco	221
Masificación del uso del gas natural para el centro y sur del Perú	200
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Trujillo	130
Hospital Huaycán	120
Nuevo Hospital Militar Central	116
Línea de Transmisión 500 kV Subestación Piura Nueva - Frontera	112
Modernización Empresa Regional de Electricidad Electro NOROESTE	105
Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales - Huancayo	90
Colegios en Riesgo: Ate-San Juan de Lurigancho	85
Colegios en Riesgo: Lima Metropolitana	80
Mejoramiento y Ampliación del Servicio de Abastecimiento de Agua - Ciudad de Cajamarca	72
Colegios en Riesgo: Comas - San Martín de Porres	61
Colegios de Alto Rendimiento: COAR Centro	59
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cajamarca	56
Sistema de Tratamiento de Aguas Residuales - Chiclayo	48
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cusco	42
Gestión de Residuos Sólidos de Establecimientos de Salud Minsa	35
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Cañete	35
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Chincha	35
Subestación Chincha Nueva DE 220/60 KV, Subestación Nazca Nueva DE 220/60 KV	30
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Tarapoto	27
Tratamiento de aguas residuales para disposición final o reúso - Huaraz	27
Línea de Transmisión 138 KV Puerto Maldonado-Iberia y Subestación Valle del Chira DE 220/60 /23 KV DE 100 MVA	24
Planta de Tratamiento de aguas Residuales de Puerto Maldonado	20
Reforzamiento de Infraestructura, Equipamiento y Mantenimiento de Colegios de Cusco	19
Colegios en Riesgo: Villa María del Triunfo	17
Proyecto Turístico Teleférico Centro Histórico Lima- Cerro San Cristóbal	13

Fuente: Proinversión.

26. Se revisa a la baja la proyección de crecimiento de la **inversión pública** para 2019 por el menor avance de obras respecto a lo esperado. Esta proyección se sustenta principalmente en el cambio de autoridades subnacionales ocurrido a inicios de año. Para 2020 y 2021, se espera que esta se recupere alcanzando una tasa de crecimiento de 6,0 por ciento y 4,0 por ciento, respectivamente, considerando una mayor ejecución en inversión por parte de los gobiernos regionales y locales.

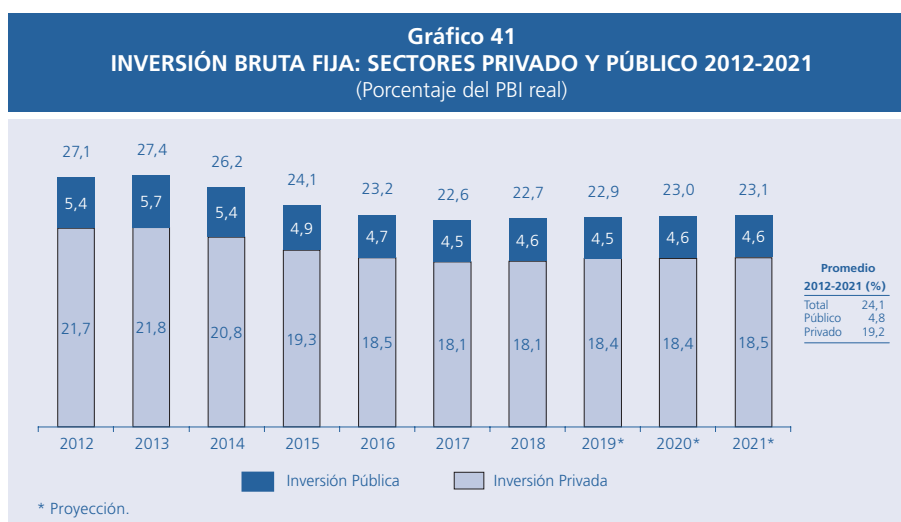


27. Considerando la revisión a la baja en el crecimiento del PBI para este año, se espera una reducción gradual de la brecha del producto (margen porcentual entre el nivel del PBI y su potencial) en el horizonte de proyección. Esta estimación incorpora un crecimiento del PBI potencial de 3,5 por ciento para 2020 y 2021. El crecimiento potencial de 2019 se estima en 3,4 por ciento por el impacto de los choques de oferta transitorios ocurridos durante el año.





28. La inversión bruta fija de 2019, en porcentaje del PBI real, alcanzará el 22,9 por ciento del producto, y se mantendrá alrededor de ese nivel en el horizonte de proyección.



29. En relación a la brecha ahorro-inversión, el requerimiento de ahorro externo como porcentaje del producto en 2019-2021 se mantendrá en los niveles registrados en 2018 correspondiendo dicha brecha principalmente al déficit fiscal.

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

	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI. Dic. 19
1 Inversión Bruta Interna <sup>1/</sup>	21,5	21,6	21,2	21,8	21,3	21,5
2 Ahorro Interno	19,9	19,7	19,5	19,7	19,7	19,8
<u>Brecha Externa (=2-1)</u>	<u>-1,6</u>	<u>-1,9</u>	<u>-1,6</u>	<u>-2,1</u>	<u>-1,6</u>	<u>-1,6</u>
1.1 Inversión Bruta Interna Privada <sup>1/</sup>	16,6	16,9	16,5	17,1	16,5	16,7
1.2 Ahorro Privado	17,3	17,0	16,6	17,0	16,7	16,7
<u>Brecha Privada (=1.2-1.1)</u>	<u>0,7</u>	<u>0,1</u>	<u>0,0</u>	<u>-0,1</u>	<u>0,2</u>	<u>0,0</u>
2.1 Inversión Pública	4,8	4,7	4,6	4,7	4,7	4,7
2.2 Ahorro Público	2,5	2,7	3,0	2,7	3,0	3,1
<u>Brecha Pública (=2.2-2.1)</u>	<u>-2,3</u>	<u>-2,0</u>	<u>-1,7</u>	<u>-2,0</u>	<u>-1,7</u>	<u>-1,6</u>

<sup>1/</sup> Incluye variación de inventarios.

\* Proyección.

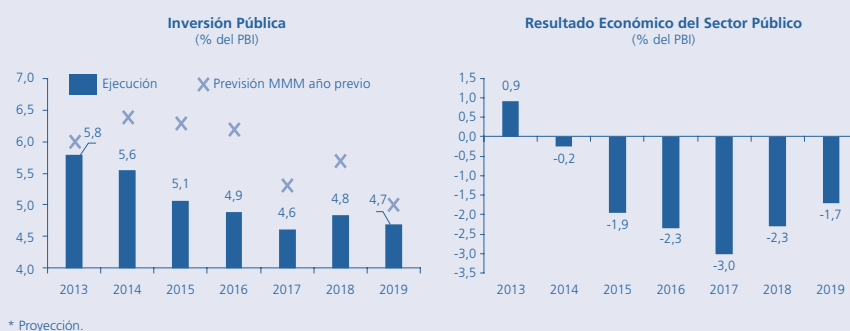
Fuente: BCRP.





### Recuadro 1 MEDIDAS RECIENTES PARA REACTIVAR LA INVERSIÓN PÚBLICA

En los últimos años la inversión pública ha mostrado un escaso dinamismo. Luego de alcanzar un pico de 5,8 por ciento del PBI en 2013, esta variable se redujo hasta el 4,6 por ciento del PBI en 2017, y se espera que este año sea equivalente a 4,7 por ciento del PBI, nivel inferior al promedio histórico (5,1 por ciento del PBI para 1980-2018).



Se observa que en este período la inversión pública ha tenido recurrentes problemas de ejecución, lo que se refleja en niveles de inversión consistentemente por debajo de los montos previstos al momento de formular el presupuesto anual (representado por el pronóstico del Marco Macroeconómico Multianual - MMM del año previo).

En este contexto, el Poder Ejecutivo ha aprobado un conjunto de medidas orientadas a estimular la ejecución general de proyectos de inversión pública (Decretos de Urgencia 004, 008 y 011-2019), así como medidas específicas para promover la ejecución de los proyectos considerados en el Plan Nacional de Infraestructura para la Competitividad -PNIC (Decreto de Urgencia 011-2019).

Las medidas están referidas a la reasignación de los recursos presupuestales, a la reactivación de obras públicas paralizadas y a los incentivos para mejorar la capacidad de ejecución de proyectos a cargo de los gobiernos subnacionales.

#### **Reasignación de recursos presupuestales (D.U. 004-2019)**

Con esta norma el Poder Ejecutivo autoriza a sus entidades a transferir S/ 965 millones por la fuente de recursos ordinarios a favor de la reserva de contingencia del MEF. Asimismo, de dicha reserva de contingencia se transferirán S/ 1 009 millones, a favor de diversos pliegos del Gobierno Nacional y gobiernos regionales, para financiar la ejecución de inversiones y mantenimiento de locales escolares y hospitales y la adquisición de bienes, entre otros. Con esta norma se reasigna presupuesto de entidades y proyectos con baja ejecución hacia proyectos de pliegos que no han presentado problemas en la ejecución presupuestal, para elevar la tasa de ejecución de presupuesto.

### **Reactivación de obras públicas paralizadas (D.U. 008-2019)**

La norma define obras públicas paralizadas a aquellas que tienen un avance físico mayor o igual al 50 por ciento, y que cuenten con un contrato vigente pero no reportan ejecución física en al menos 3 meses; o que correspondan a contratos resueltos o declarados nulos.

Para reactivar la ejecución de estas obras se ha dispuesto un procedimiento acelerado para que las entidades identifiquen el saldo de obras paralizadas, así como los cambios necesarios para poder terminar la ejecución mediante informes situacionales de cada obra. Adicionalmente, las entidades podrán realizar todas la contrataciones necesarias para terminar la obra mediante contratación directa (a los consultores para realizar los informes situacionales, los contratistas para hacer el saldo de las obras, consultores para elaborar expedientes técnicos del saldo de la obra y la supervisión del saldo de la obra). En todo este proceso se aplicará el control concurrente por parte de la Contraloría, que se financiará hasta con el 2 por ciento del saldo de inversión por ejecutar.

De acuerdo al MEF y la Contraloría, en el nivel nacional y regional se ha identificado un total de 867 obras paralizadas por un monto contractual de S/ 16 871 millones, de los cuales 528 proyectos -por un monto contractual de S/ 6 503 millones- cuentan con una ejecución física superior al 50 por ciento. Se estima que el reinicio de estas obras debe ocurrir en el segundo trimestre de 2020.

### **Incentivos y flexibilidad para la ejecución de inversiones subnacionales (D.U. 011-2019)**

Esta medida tiene por objeto mejorar la ejecución de inversiones en 2019 y 2020 a través de las siguientes disposiciones:

*Durante el año 2020*, otorgar a los gobiernos subnacionales un incentivo presupuestario para incrementar la capacidad de ejecución de las inversiones. Para ello se autoriza al MEF a realizar las modificaciones presupuestarias con cargo a los recursos de la reserva contingencia hasta por S/ 200 millones, de acuerdo a la verificación del cumplimiento del desempeño establecida mediante resolución directoral de la Dirección General de Presupuesto Público.

*Durante el año 2019*, reorientar recursos presupuestales al financiamiento de inversiones de gobiernos subnacionales, con cargo a los recursos transferidos por el gobierno nacional en el presente año (los que totalizaron S/ 4 244 millones) y que no hayan sido gastados:

- Se anulará el crédito presupuestal de inversiones que tengan un impedimento comprobable que haga inviable su ejecución en el año 2019, pero que cuenten con recursos para asegurar su ejecución en 2020 consignados en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2020. También se anulará el presupuesto de proyectos con estado cerrado en el Banco de Inversiones, de proyectos que cuenten con recursos PIM del año 2019 que exceden el monto requerido para la culminación de la ejecución en el presente año y que cuenten con recursos consignados en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2020.





- Se aumentará el techo presupuestal de los proyectos que requieran recursos para actualizar el expediente técnico, elaboración de expediente técnico de saldo de obra, ejecución de obra y/o liquidación de obra (estas obras requieren tener expediente técnico, más de 30 por ciento de ejecución presupuestal acumulada respecto al monto total de inversión, tener recursos previstos en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2020, y encontrarse en la cartera de Inversiones de la Programación Multianual de Inversiones 2019 – 2021).

Con la medida se reorienta presupuesto de inversión de los gobiernos subnacionales hacia proyectos con mayor probabilidad de ejecución durante 2020.

***Medidas extraordinarias para promover la ejecución de proyectos del Plan Nacional de Infraestructura para la Competitividad- PNIC (D.U. 018-2019)***

La norma busca acelerar la ejecución de los proyectos contenidos en el PNIC al exonerarlos de ciertos requisitos administrativos (licencias habilitación urbana y de edificación), facilitar su acceso a terrenos (servidumbre obligatoria, prioridad sobre otros proyectos para el uso de terrenos, determinar directamente el valor de tasación de los terrenos a expropiar), a la liberación de interferencias (las entidades podrán ejecutar y financiar las intervenciones necesarias para liberar interferencias), y garantizar la eficacia, celeridad y predictibilidad en los procesos en materia ambiental (estudio de impacto ambiental) y materia de intervención arqueológica (Certificado de Inexistencia de Restos Arqueológicos -CIRA, e informe del Plan de Monitoreo Arqueológico).

Además, autoriza a todas las entidades del Gobierno Nacional a que suscriban convenios con gobiernos subnacionales competentes para que financien, contraten y ejecuten los proyectos complementarios, que resulten indispensables para la adecuada implementación de los proyectos PNIC. Para tal efecto, la contratación de obras y servicios para la adquisición de áreas y liberación de interferencias en los PNIC y sus proyectos complementarios, están exoneradas de la Ley de Contrataciones del Estado (obras de hasta S/ 15,1 millones o servicios de hasta S/ 0,4 millones), creándose un procedimiento especial para dichas contrataciones.

La implementación de la presente norma se financia con cargo al presupuesto institucional de las entidades involucradas. Asimismo, se autoriza en el Presupuesto Público de 2020 transferir hasta S/ 13,2 millones, a favor de diversas entidades públicas encargadas del acompañamiento en el desarrollo de la línea base de 16 proyectos priorizados en el PNIC.

En conjunto, estas medidas buscan asegurar un nivel elevado de ejecución del presupuesto en los años 2019 y 2020 para apuntalar el crecimiento de la inversión pública, y con esta, el crecimiento de la demanda interna y de la actividad económica.

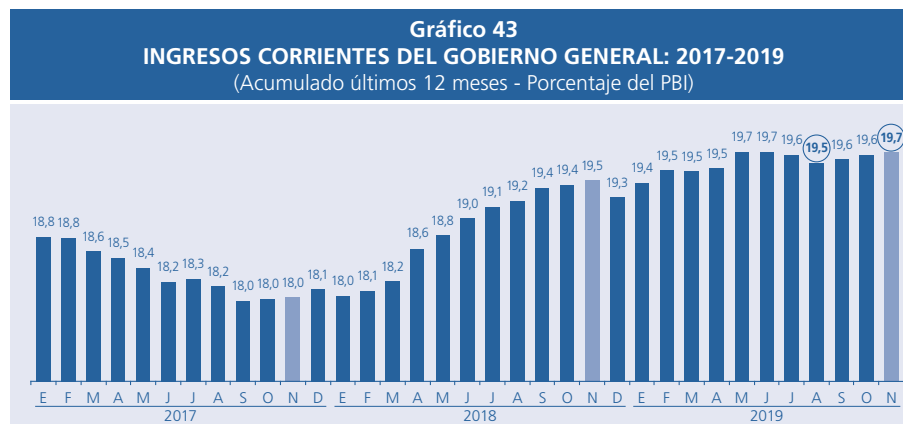
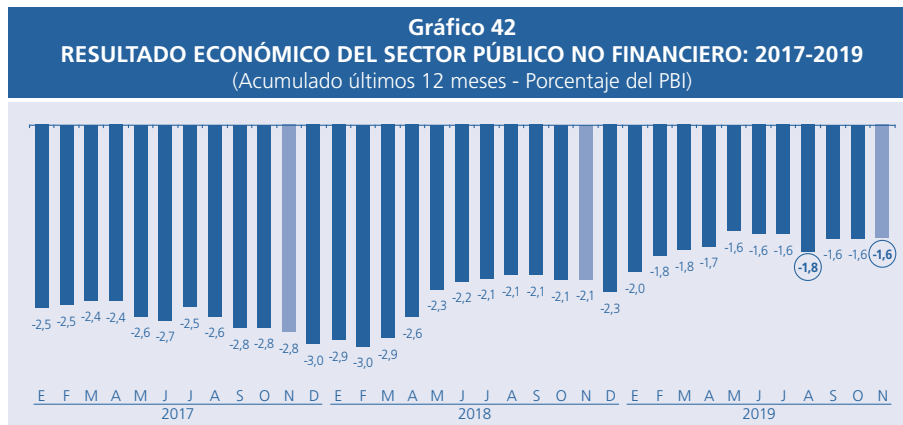
Para asegurar que las medidas tengan el impacto deseado, es necesario que se fortalezca el seguimiento periódico de la inversión en todos los niveles de gobierno, para poder identificar y gestionar adecuadamente cualquier inconveniente que retrase el cronograma de los proyectos.

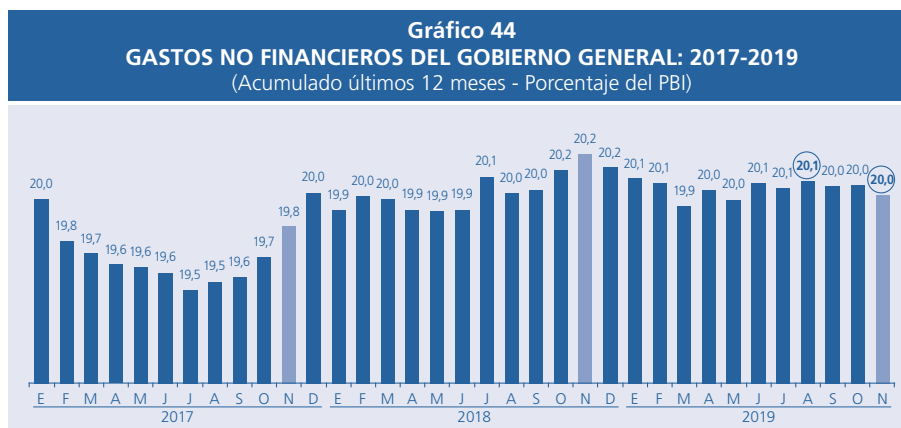


## IV. Finanzas públicas

### Evolución reciente

30. Desde la publicación del Reporte de Inflación de setiembre, el déficit fiscal acumulado de los últimos doce meses continuó reduciéndose, pasando de 1,8 por ciento del PBI en agosto a 1,6 por ciento en noviembre de 2019. Esta evolución se debió tanto a mayores ingresos (0,2 puntos porcentuales del producto) como a menores gastos (0,1 puntos porcentuales del producto).





### Proyecciones

31. La proyección del **déficit fiscal** de 2019 se ha revisado a la baja, de 2,0 por ciento del PBI en el Reporte de setiembre a 1,7 por ciento en el presente Reporte. Esta reducción se debe a un mayor resultado primario de las empresas públicas no financieras y al menor gasto no financiero observado en lo que va del año.

Para 2020 se estima que el déficit se ubicaría en el mismo nivel de 2019 (1,7 por ciento del PBI) a pesar del mayor crecimiento esperado del gasto público, debido a mayores ingresos corrientes extraordinarios, asociados a la recaudación que se obtendría por las ganancias de capital en la operación de venta de una empresa del sector eléctrico. Para 2021 se estima que el déficit se reduzca a 1,6 por ciento del PBI, lo que supone la continuidad de las obras públicas bajo el programa de Reconstrucción con Cambios. El crecimiento del gasto del gobierno general (3,8 por ciento en términos reales) es consistente con una posición fiscal neutral, en un contexto en que se espera que la brecha del producto aun no termine de cerrarse en dicho año.

**Cuadro 22**  
**RECONSTRUCCIÓN CON CAMBIOS: INVERSIÓN PÚBLICA**  
(Millones de soles)

	Plan original 1/	2007		2018		2019		2020	2021
		PIM	Ejec.	PIM	Ejec.	PIM	Proy.	Proy.	Proy.
Nacional	12 122	170	1	637	224	2 138	500	2 000	3 000
Regional	3 521	225	60	812	274	1 483	450	1 000	1 000
Local	3 627	85	42	1 266	365	2 724	1 550	1 000	670
<b>TOTAL</b>	<b>19 270</b>	<b>479</b>	<b>103</b>	<b>2 715</b>	<b>863</b>	<b>6 345</b>	<b>2 500</b>	<b>4 000</b>	<b>4 670</b>

1/ Plan original revisado a fines de diciembre de 2018.  
Fuente: MEF-SIAF y MEF-FONDES / Elaboración: Propia.

**Cuadro 23**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Porcentaje del PBI)

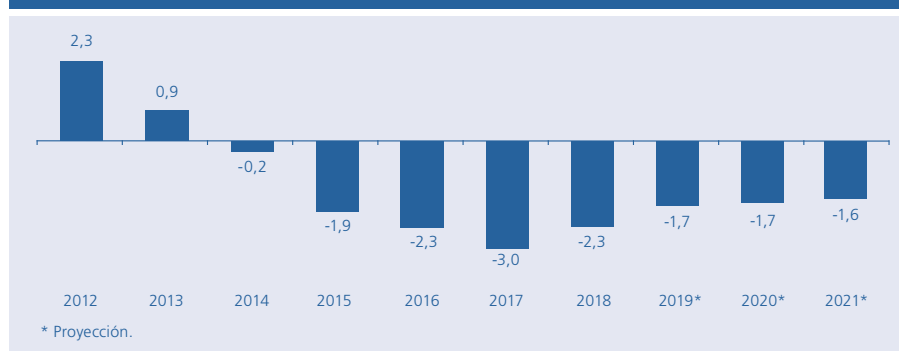
	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set. 19	RI Dic. 19	RI Set. 19	RI Dic. 19	RI Dic. 19
<b>1. Ingresos corrientes del gobierno general</b>	<b>19,3</b>	<b>19,7</b>	<b>19,7</b>	<b>19,7</b>	<b>20,0</b>	<b>19,9</b>
Variación % real	11,2%	4,4%	4,4%	3,6%	5,3%	3,4%
<b>2. Gastos no financieros del gobierno general</b>	<b>20,2</b>	<b>20,2</b>	<b>20,1</b>	<b>20,1</b>	<b>20,3</b>	<b>20,3</b>
Variación % real	5,3%	2,5%	1,5%	3,1%	4,8%	3,8%
<i>Del cual:</i>						
Gasto corriente	15,3	15,6	15,5	15,4	15,5	15,5
Variación % real	4,5%	4,2%	3,2%	2,5%	4,4%	3,2%
Formación bruta de capital	4,3	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3
Variación % real	10,6%	-1,9%	-3,7%	4,9%	5,9%	6,4%
<b>3. Otros</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>
<b>4. Resultado primario (1-2+3)</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
<b>5. Intereses</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
<b>6. Resultado económico</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,6</b>
Flujo de deuda bruta	2,0	1,8	1,9	2,1	2,1	1,5
Flujo de depósitos públicos	0,3	0,4	-0,1	0,0	-0,3	0,2
Otros	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0

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

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 45**  
**RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2012-2021**  
(Porcentaje del PBI)



32. Para 2019 se mantiene la proyección de **ingresos corrientes** en 19,7 por ciento del producto. La proyección considera los mayores ingresos extraordinarios por acciones de fiscalización y resoluciones del Tribunal Fiscal realizados en lo que va del año.

Para 2020 los ingresos se ubicarían en 20,0 por ciento del PBI, 0,3 puntos porcentuales más que lo proyectado en el Reporte previo. Este aumento se explica por los ingresos





extraordinarios relacionados a la venta de una empresa del sector eléctrico. Para 2021 se proyecta que los ingresos corrientes se sitúen en 19,9 por ciento del PBI, menores en 0,1 puntos porcentuales con respecto al año previo, lo cual refleja la normalización de la recaudación del impuesto a la renta. La evolución de los ingresos es consecuente con la recuperación de la actividad en el horizonte de proyección y el impacto de las mejoras en los mecanismos de fiscalización de la administración tributaria.

**Cuadro 24**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL**  
(Porcentaje del PBI)

	2018	2019*		2020*		2021*	
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>INGRESOS TRIBUTARIOS</b>	<b>14,5</b>	<b>14,6</b>	<b>14,8</b>	<b>14,8</b>	<b>15,1</b>	<b>15,1</b>	<b>15,1</b>
Impuesto a la Renta <sup>1/</sup>	5,6	5,6	5,8	5,5	5,9	5,7	5,7
Impuesto General a las Ventas	8,2	8,3	8,2	8,4	8,4	8,6	8,6
Impuesto Selectivo al Consumo	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Impuesto a las Importaciones	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos tributarios	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8
Devolución de impuestos	-2,2	-2,3	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,1
<b>INGRESOS NO TRIBUTARIOS</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>
Contribuciones sociales	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
Recursos propios y transferencias	1,5	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
Canon y Regalías	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Resto	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>TOTAL</b>	<b>19,3</b>	<b>19,7</b>	<b>19,7</b>	<b>19,7</b>	<b>20,0</b>	<b>19,9</b>	<b>19,9</b>

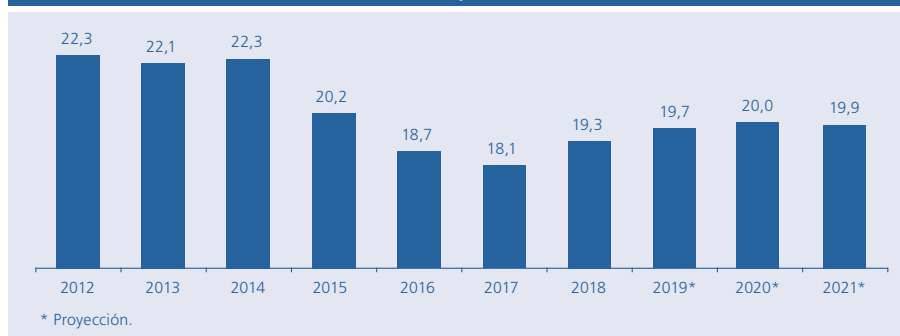
Nota: La suma de los parciales podría no cuadrar exactamente con los totales debido al redondeo.

<sup>1/</sup> Incluye los ingresos por repatriación de capitales.

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 46**  
**INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2012-2021**  
(Porcentaje del PBI)



33. Para 2019 la reducción de los **gastos no financieros** con respecto al Reporte de setiembre refleja principalmente los menores gastos de los gobiernos locales, en tanto que, para 2020 el incremento de los gastos en 0,2 por ciento del producto refleja principalmente los aumentos salariales otorgados durante 2019, así como los anuncios de aumentos para 2020 en los sectores de educación y salud. Para 2021 los gastos se mantendrían en 20,3 por ciento del PBI.

**Cuadro 25**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL**  
 (Porcentaje del PBI)

	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>GASTO CORRIENTE</b>	<b>15,3</b>	<b>15,6</b>	<b>15,5</b>	<b>15,4</b>	<b>15,5</b>	<b>15,5</b>
Gobierno Nacional	10,3	10,5	10,5	10,4	10,6	10,6
Gobiernos Regionales	3,4	3,5	3,4	3,3	3,4	3,4
Gobiernos Locales	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	1,5
<b>GASTO DE CAPITAL</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
<b>Formación Bruta de Capital</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>
Gobierno Nacional	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Gobiernos Regionales	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Gobiernos Locales	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8
<b>Otros</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
<b>TOTAL</b>	<b>20,2</b>	<b>20,2</b>	<b>20,1</b>	<b>20,1</b>	<b>20,3</b>	<b>20,3</b>
Gobierno Nacional	12,3	12,5	12,6	12,5	12,7	12,7
Gobiernos Regionales	4,2	4,3	4,3	4,1	4,2	4,2
Gobiernos Locales	3,6	3,5	3,2	3,5	3,3	3,4

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

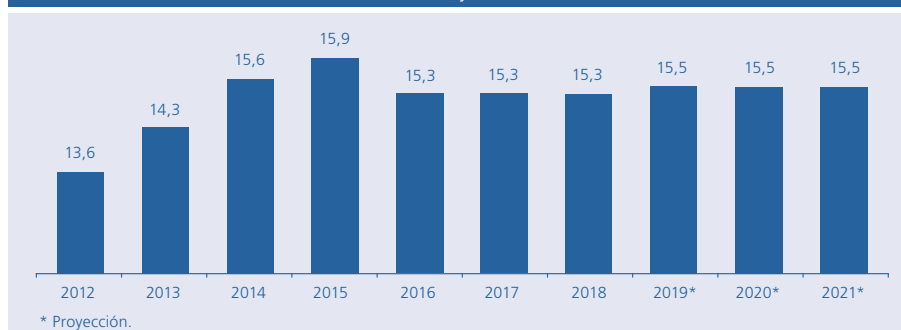
\* Proyección.

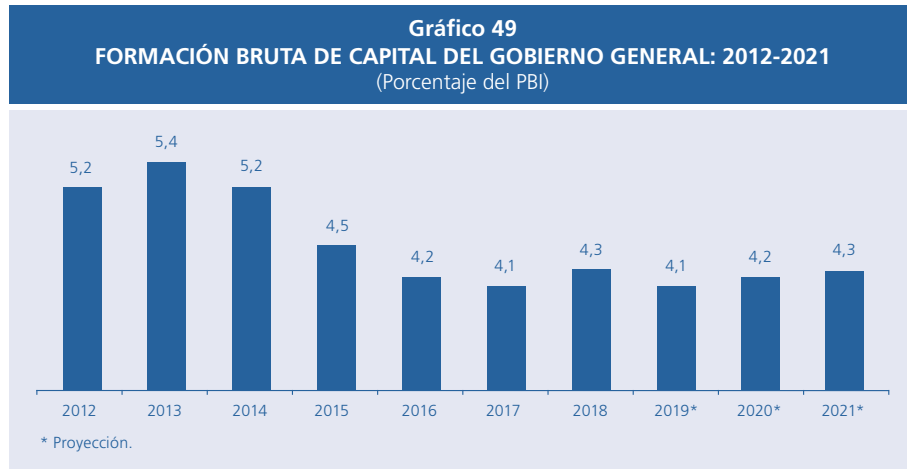
RI: Reporte de Inflación.

**Gráfico 47**  
**GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL: 2012-2021**  
 (Porcentaje del PBI)



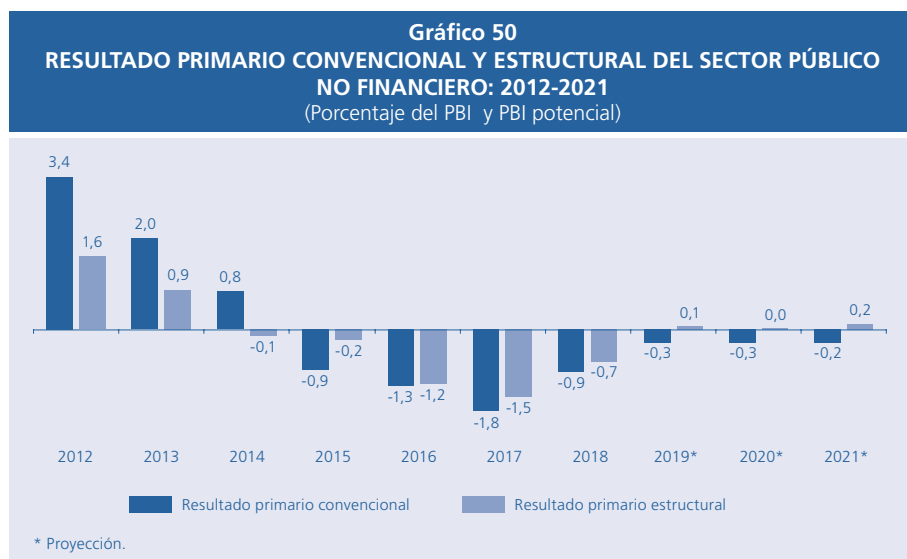
**Gráfico 48**  
**GASTOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL: 2012-2021**  
 (Porcentaje del PBI)



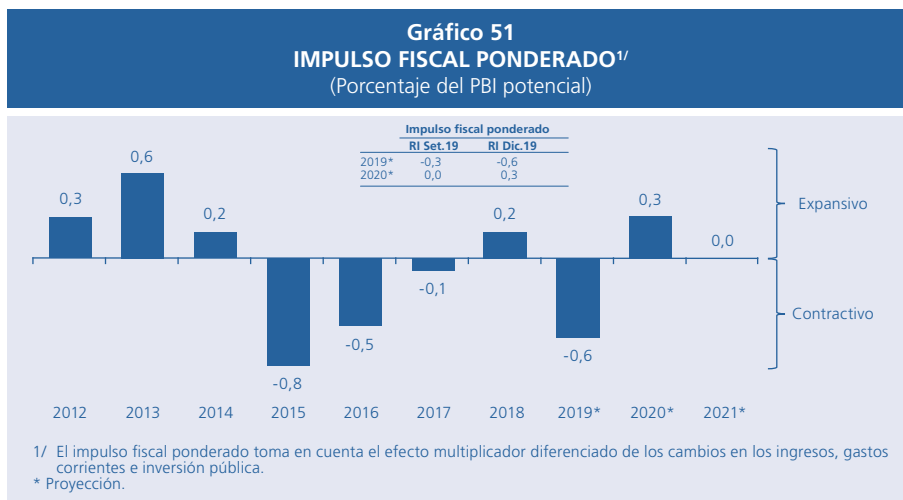


34. El **resultado primario estructural** sería positivo en 0,1 por ciento del PBI potencial en 2019, sería nulo en 2020 y se ubicaría en 0,2 por ciento del PBI potencial en 2021. Este indicador busca identificar el efecto de las decisiones de la política fiscal más allá de factores fuera de control gubernamental, como es el caso de los precios de exportación o el de la posición en el ciclo económico y su efecto en la recaudación tributaria.

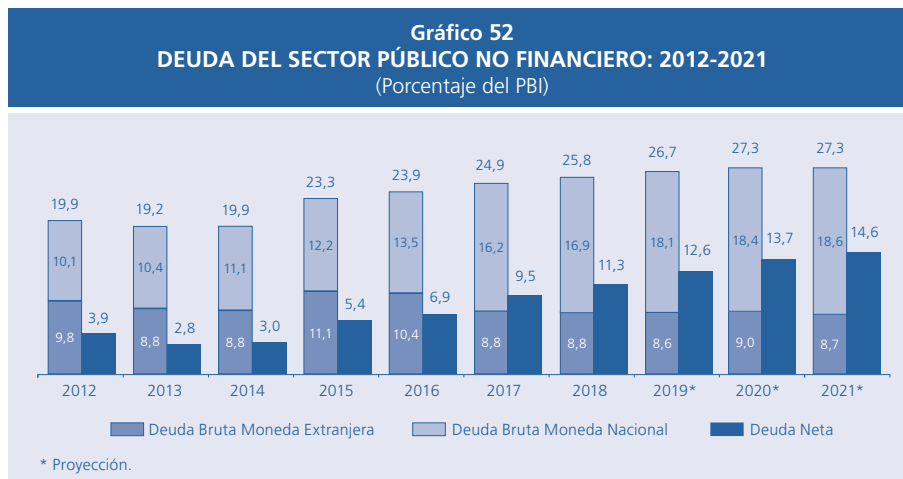
El cambio del resultado estructural en un año respecto al anterior señala en qué medida la política fiscal ha sido expansiva o contractiva. Así, entre 2018 y 2019 se registraría un incremento del resultado estructural en 0,8 puntos del PBI potencial, lo que permite caracterizar a la política fiscal como contractiva en 2019. Pero en 2020 se tendría una política fiscal expansiva en 0,1 puntos del PBI y para 2021 se alcanzaría una política fiscal contractiva en 0,2 puntos del PBI.



35. Una metodología alternativa para evaluar si la política fiscal es contractiva o expansiva, consiste en ponderar los cambios de los ingresos estructurales, y los gastos corrientes y de capital por sus respectivos multiplicadores del gasto. En este caso, se mantiene la conclusión de una política fiscal contractiva en 2019 y expansiva en 2020 (0,3 por ciento del PBI potencial), pero sería más bien neutral en 2021, debido al dinamismo de la inversión pública.



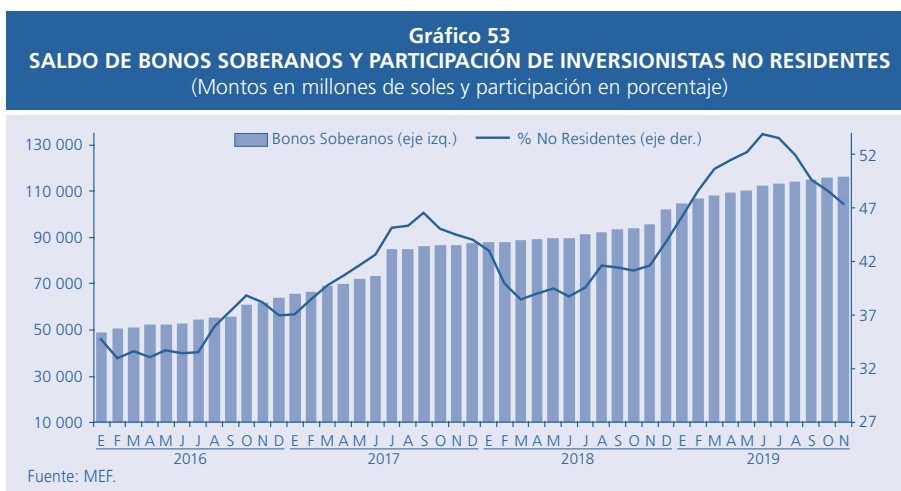
36. La **deuda pública neta de activos del sector público** pasaría de 12,6 a 14,6 por ciento del PBI entre 2019 y 2021, mientras que en términos brutos el adeudado aumentaría a un menor ritmo, pasando de 26,7 a 27,3 por ciento del PBI, lo que se explica por la reducción de los activos en términos del PBI entre esos años. El incremento en la deuda, con respecto al Reporte previo, se explicaría por la operación de administración de deuda (OAD) en noviembre de 2019 (S/ 10,1 mil millones).





La operación de administración de deuda fue financiada con la emisión del nuevo bono del tesoro público BTP 2040 (por S/ 8 261 millones a una tasa de 5,35 por ciento) y la reapertura del BTP 2034 (por S/ 1 842 millones a una tasa de 4,9 por ciento). La tasa del BTP 2040 fue la menor en una emisión con vencimiento de 20 años.

El saldo de **bonos soberanos** asciende a S/ 116 212 millones a noviembre de 2019, monto superior en S/ 1 112 millones al saldo registrado a fines del tercer trimestre del año. Por el lado de la demanda, la participación de los inversionistas no residentes fue de 47 por ciento sobre el saldo de bonos. Así, sus tenencias se redujeron de S/ 59 315 millones en agosto de 2019 a S/ 55 107 millones en noviembre.



**Cuadro 26**  
**REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(Millones de soles)

	2018	2019*		2020*		2021*
		RI Set.19	RI Dic.19	RI Set.19	RI Dic.19	RI Dic.19
<b>I. USOS</b>	<b>28 425</b>	<b>28 971</b>	<b>32 521</b>	<b>19 345</b>	<b>16 976</b>	<b>16 913</b>
1. Amortización	11 488	13 548	19 672	2 949	2 752	2 788
a. Externa	4 222	3 707	4 506	1 010	744	1 690
b. Interna	7 266	9 841	15 165	1 939	2 008	1 098
<i>Del cual: bonos de reconocimiento</i>	<i>1 171</i>	<i>806</i>	<i>892</i>	<i>550</i>	<i>550</i>	<i>550</i>
2. Resultado económico (signo negativo indica superávit)	16 938	15 423	12 849	16 396	14 224	14 125
<b>II. FUENTES</b>	<b>28 425</b>	<b>28 971</b>	<b>32 521</b>	<b>19 345</b>	<b>16 976</b>	<b>16 913</b>
1. Desembolsos y otros	25 630	29 378	36 918	18 456	19 018	14 935
a. Externas	5 896	4 256	3 662	6 171	7 204	3 421
b. Bonos	19 734	25 122	33 256	12 285	11 813	11 513
2. Variación de depósitos y otros <sup>1/</sup>	2 795	-407	-4 397	889	-2 042	1 979
Nota: Porcentaje del PBI						
Saldo de deuda pública bruta	25,8	26,5	26,7	27,1	27,3	27,3
Saldo de deuda pública neta	11,3	13,0	12,6	14,4	13,7	14,6

<sup>1/</sup> Signo positivo indica reducción de depósitos.

\* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.



## Recuadro 2 OPERACIONES DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA

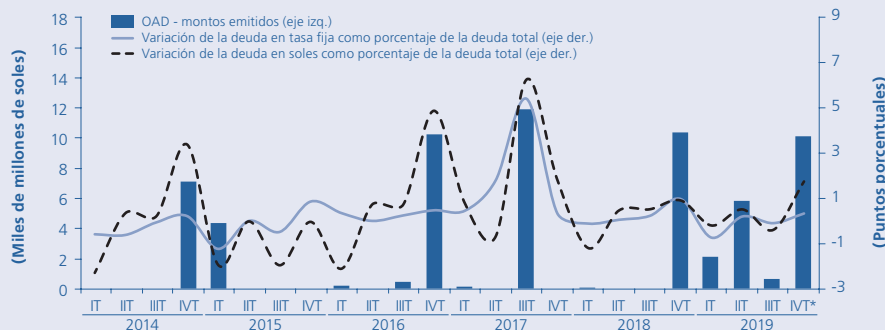
La Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento de junio de 2005 define a la operación de administración de deuda (OAD) como “aquella que tiene por finalidad renegociar las condiciones de deuda pública”. En 2013 se estableció la Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos (EGIAP), la cual promueve lineamientos sobre la estrategia financiera para desarrollar el mercado de valores de deuda pública contribuyendo al manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas.

En el marco de la EGIAP, en 2015 se suscribió un convenio con la Central Depositaria de Valores Internacionales Euroclear con el fin de diversificar la participación de inversionistas e incrementar la liquidez y la profundidad del mercado de valores de deuda en soles. Este convenio ha facilitado a los inversionistas no residentes el acceso a instrumentos de deuda en soles en el mercado internacional realizando las transacciones en su moneda.

En los últimos años se han realizado diversas OAD, destacando las realizadas en 2017 y 2018 por montos del orden de S/ 10 mil millones en el mercado internacional. Las OAD han consistido en la emisión de Bonos Soberanos (BTP) para el prepago de créditos externos o intercambio y/o recompra de BTP y Bonos Globales (BG). A través de éstas, se ha reperfilado los vencimientos de la deuda del sector público no financiero y se ha reestructurado su composición por monedas y tasas, a la vez que se han generado nuevos puntos de referencia de largo plazo en la curva de rendimiento de estos títulos, aunque con ello se ha reducido el tamaño de los bonos que dan referencia a plazos de 5 años o menos.

Adicionalmente, se realizan OAD anuales de refinanciación con el Banco de la Nación, mediante las cuales se cancelan los créditos con dicha entidad a cambio de la adjudicación de BTP en operaciones extra mercado. Estos créditos se han dirigido principalmente a financiar proyectos del Ministerio de Defensa (MINDEF) y, en menor medida, de gobiernos subnacionales.

### INDICADORES DE DEUDA PÚBLICA Y MONTOS EMITIDOS EN OPERACIONES DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA

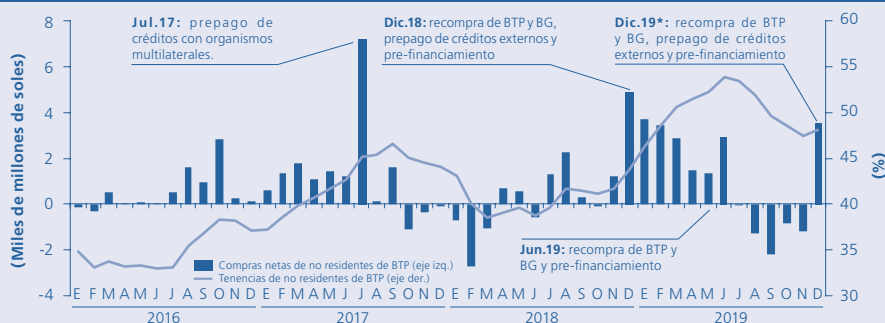


\*Preliminar.  
Fuente: MEF, BCRP.





**TENENCIAS DE NO RESIDENTES DE BTP Y COMPRAS NETAS DE NO RESIDENTES**



\*Preliminar.  
Fuente: MEF, BCRP.

Durante 2019 se han realizado seis OAD, dos con el Banco de la Nación, dos en el mercado local y dos en el Euroclear.

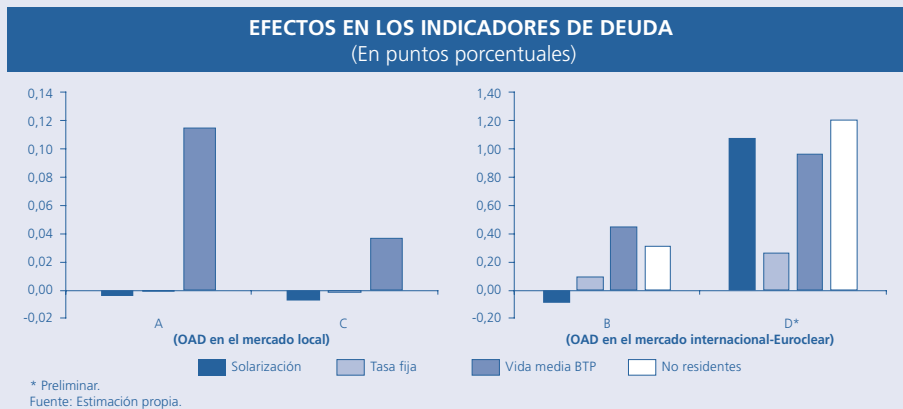
**OPERACIONES DE ADMINISTRACIÓN DE DEUDA: 2019 (\*)**

OAD	Emisiones <sup>1/</sup>	Retiro de deuda <sup>1/</sup>	Pagos	Efecto en deuda
<b>A. Marzo: Intercambio y/o recompra de BTP</b>	<b>Intercambio</b> BTP 2029E S/ 216,6 <b>Recompra</b> BTP 2029E S/ 253,9 BTP 2037 S/ 572,0 <b>Total S/ 1 042,5</b>	<b>Intercambio</b> BTP 2020 S/ 215,2 <b>Recompra</b> BTP 2020 S/ 714,8 BTP 2029 S/ 134,3 <b>Total S/ 1 064,3</b>	- Recompra de BTP: S/ 849,1 millones - Intereses corridos: S/ 10,1 millones - Fracción de bonos <sup>2/</sup>	<b>Reducción de S/ 21,8 millones en el saldo de deuda</b> , debido a: - Diferencial de precios de mercado entre los bonos entregados y los bonos retirados.
<b>B. Junio: Intercambio y/o recompra de BTP y BG, y pre-financiamiento (Euroclear)</b>	<b>Intercambio</b> BTP 2040 S/ 4 772,0 <b>Recompra</b> BG 2030 US\$ 392,0 <b>Pre-financiamiento <sup>3/</sup></b> BTP 2040 S/ 1 055,5 BG 2030 US\$ 358,0 <b>Total</b> BTP 2034 S/ 5 827,5 BG 2030 US\$ 750,0	<b>Intercambio</b> BTP 2023 S/ 4 109,6 BG 2025 US\$ 36,2 BG 2027 US\$ 16,2 BG 2033 US\$ 9,7 BG 2037 US\$ 25,5 <b>Recompra</b> BG 2025 US\$ 110,1 BG 2027 US\$ 172,2 BG 2033 US\$ 26,7 BG 2037 US\$ 9,1 BG 2026 € 2,7 BG 2030 € 1,6 <b>Total</b> BTP S/ 4 109,6 BG en US\$ US\$ 405,7 BG en € € 4,3	- Recompra de BG en US\$ y €: US\$ 392 millones - Intereses corridos de BG en US\$ y €: US\$ 7,8 millones	<b>Incremento de S/ 2,8 mil millones en el saldo de deuda</b> , debido a: - Aumento en el saldo de BTP de S/ 1,7 mil millones: S/ 662,4 millones por la operación de intercambio y S/ 1,1 mil millones por pre-financiamiento. - Aumento en el saldo de BG de US\$ 339,6 millones: US\$ 358,0 millones por pre-financiamiento y US\$ 69,1 millones por la operación de recompra, compensado por el retiro de BG con la emisión de BTP de US\$ 87,6 millones.
<b>C. Julio: Intercambio y/o recompra de BTP y BG</b>	<b>Intercambio</b> BTP 2029E S/ 62,8 <b>Recompra</b> BTP 2031 S/ 155,0 BTP 2037 S/ 152,4 <b>Total S/ 370,2</b>	<b>Intercambio</b> BTP 2020 S/ 67,2 <b>Recompra</b> BTP 2020 S/ 345,2 <b>Total S/ 412,4</b>	- Recompra de BTP: S/ 345,2 millones. - Intereses corridos: S/ 13,3 millones. - Fracción de bonos <sup>4/</sup>	<b>Reducción de S/ 42,2 millones en el saldo de deuda</b> , debido a: - Diferencial de precios de mercado entre los bonos entregados y los bonos retirados.
<b>D. Noviembre-Diciembre: Intercambio y/o recompra de BTP y BG, pre-pago de créditos externos y pre-financiamiento (Euroclear)</b>	<b>Intercambio</b> BTP 2040 S/ 6 268,4 <b>Recompra</b> BTP 2034 S/ 222,9 <b>Pre-pago de créditos externos</b> BTP 2034 S/ 265,7 <b>Pre-financiamiento <sup>3/</sup></b> BTP 2034 S/ 1 353,6 BTP 2040 S/ 1 992,3 <b>Total</b> BTP S/ 10 102,9	<b>Intercambio</b> BTP 2023 S/ 467,5 BTP 2024 S/ 4 804,5 BG 2025 US\$ 82,9 BG 2027 US\$ 11,9 <b>Recompra</b> BTP 2024 S/ 0,3 BG 2025 US\$ 21,9 BG 2027 US\$ 36,6 <b>Pre-pago de créditos externos CAF</b> CAF US\$ 82,0 <b>Total</b> BTP S/ 5 272,3 BG US\$ 153,3 CAF US\$ 82,0	- Recompra de BTP: S/ 333,8 mil millones. - Intereses corridos de BTP: S/ 89,9 millones. - Recompra de BG: US\$ 68,7 millones. - Intereses corridos de BG: US\$ 3,4 millones. - Pre-pago de créditos con CAF: US\$ 82 millones.	<b>Incremento de S/ 4,0 mil millones en el saldo de deuda</b> , debido a: - Aumento en el saldo de BTP de S/ 4,8 mil millones: S/ 3,3 mil millones por pre-financiamiento, S/ 996,3 millones por la operación de intercambio, S/ 265,7 millones por el pre-pago de créditos externos y S/ 222,9 millones por la operación de recompra, compensado por el retiro del BTP 2020 de 74,3 millones. - Reducción en el saldo de BG por S/ 519,1 millones y en el saldo de créditos externos por S/ 277,7 millones.
	<b>Emisión local de BTP <sup>5/</sup></b>	<b>Recompra del BTP 2020 <sup>5/</sup></b> BTP 2020 S/ 74,3	- Recompra del BTP 2020: S/ 77,4 millones.	

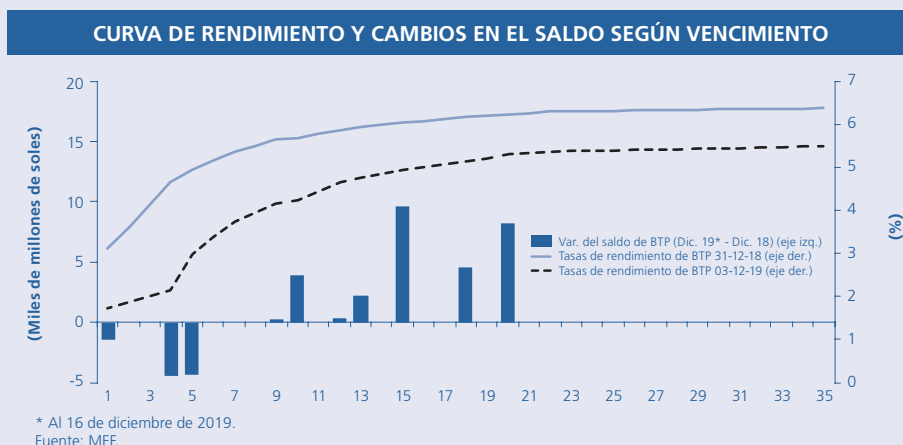
1/ Los montos se expresan en millones y en valor nominal.  
2/ Se pago S/ 1 585 por fracción de bonos. Por cada unidad de bono que se intercambia, se entrega una cantidad equivalente del nuevo bono teniendo en cuenta los precios de mercado de ambos bonos (para el bono por entregar se consideran los intereses corridos en el precio). De generarse una fracción, ésta se cancela en efectivo en la fecha de liquidación.  
3/ Los montos son nominales, el ingreso a caja de la operación de junio fue aproximadamente de S/ 2 250 millones, mientras que la de diciembre fue aproximadamente S/ 3 404 millones.  
4/ Se pago S/ 3 874 por fracción de bonos.  
5/ La recompra del BTP 2020 se realizó en otra OAD financiada temporalmente con recursos del Tesoro Público, los que fueron devueltos con la emisión local del BTP 2029E.  
\* No incluye las operaciones de administración de deuda con el Banco de la Nación.  
Fuente: MEF, BVL, BCRP.

Respecto a los efectos de las OAD sobre la estructura de la deuda del sector público no financiero, contribuyen a mejorar el perfil de vencimientos, lo que se puede aproximar a partir de la vida media de la deuda; a la "solarización" de la deuda del sector público no financiero, lo que se puede calcular a partir del ratio entre la deuda en moneda nacional respecto a la deuda total; y al aumento en la participación de la deuda a tasa fija respecto a la deuda total.

Así, en 2019, el efecto promedio de las OAD (excluyendo las OAD de refinanciación con el Banco de la Nación) fue un incremento de 0,39 años en la vida media de los BTP, de 0,24 puntos porcentuales en la solarización y de 0,09 puntos porcentuales en el ratio de deuda a tasa fija. Estas mejoras se traducen en una reducción de los riesgos de refinanciación, cambiario y de tasas de interés. En el caso de las OAD realizadas en el mercado internacional, el efecto promedio en el ratio de participación de la tenencia de BTP de los no residentes fue de 0,83 puntos porcentuales.



Además, respecto al desarrollo del mercado de valores de deuda pública, se han logrado crear nuevos puntos de referencia en la curva de rendimiento de los BTP, con lo que el sector privado cuenta con un *benchmark* para sus colocaciones, aunque se ha reducido la profundidad del mercado de BTP de corto plazo. Ello se refleja en la reducción del monto de BTP con vencimiento menor a 5 años como porcentaje del monto total de BTP de 19 por ciento a fines de diciembre de 2018 a 12 por ciento a fines de noviembre de 2019.





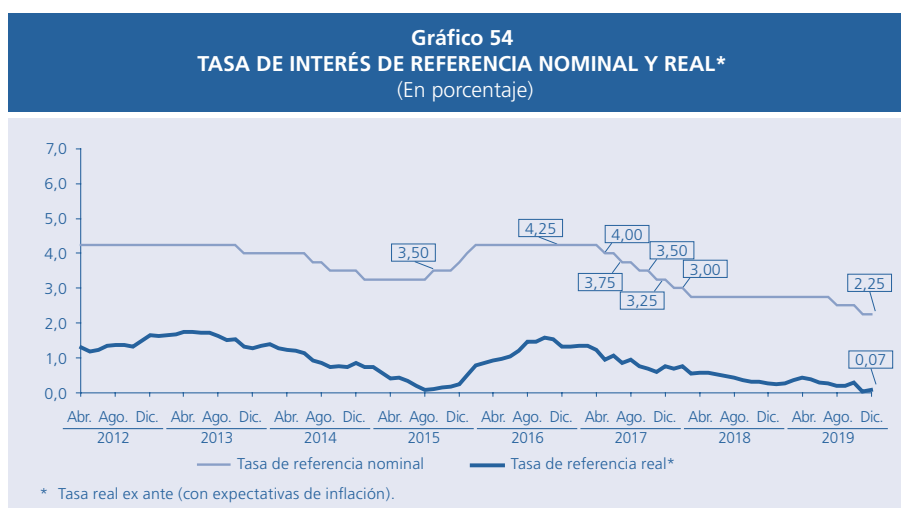
## V. Política monetaria y condiciones financieras

### Acciones de política monetaria

37. Entre setiembre y diciembre de 2019 las acciones de **política monetaria** del BCRP continuaron orientadas a mantener una posición expansiva, tomando en consideración el sesgo a la baja en la proyección de inflación por un crecimiento de la economía menor al potencial.

De este modo, el Directorio del BCRP redujo **la tasa de interés de referencia** de 2,50 a 2,25 por ciento en noviembre, y enfatizó en su comunicado que *“esta decisión no implica necesariamente reducciones adicionales de tasa de interés”*. Posteriormente, en diciembre el Directorio mantuvo dicha tasa de interés en 2,25 por ciento. Asimismo, tanto en el comunicado de noviembre como de diciembre se reiteró que *“el Directorio se encuentra atento a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, para evaluar ajustes a la posición de política monetaria”*.

Como resultado de las acciones de política monetaria del BCRP, la tasa de interés real se ubicó en 0,07 por ciento en diciembre, por debajo de su nivel neutral estimado en 1,50 por ciento. Con ello, el Banco Central amplió su posición de estímulo monetario en el cuarto trimestre, contribuyendo a una mayor flexibilización de las condiciones monetarias y crediticias, lo que se ha reflejado en tasas de interés más bajas en todos los segmentos de crédito.



38. La decisión de ampliar el estímulo monetario en el cuarto trimestre, tomó en cuenta los siguientes factores:

- i. La proyección de la tasa de inflación interanual se ubica alrededor de 2,0 por ciento en el horizonte de proyección, con un sesgo a la baja por la posibilidad de un crecimiento de la demanda interna menor que el esperado.
- ii. Entre setiembre y diciembre de 2019, la tasa de inflación interanual y los indicadores de tendencia inflacionaria se ubicaron dentro del rango meta y la mayoría de ellos por debajo del centro del rango meta.
- iii. Las **expectativas de inflación** se ubicaron dentro del rango meta, muy cerca del punto medio de 2,0 por ciento.
- iv. **La actividad económica** de los sectores primarios y la inversión del gobierno general tuvieron un desempeño negativo en el periodo enero-octubre, lo cual ha sido compensado por la actividad de los sectores no primarios. Las expectativas empresariales registran una leve recuperación y los indicadores de actividad económica señalan un cierre más gradual de la brecha de producto.
- v. Los riesgos respecto a **la actividad económica mundial** por las tensiones comerciales se habrían atenuado.





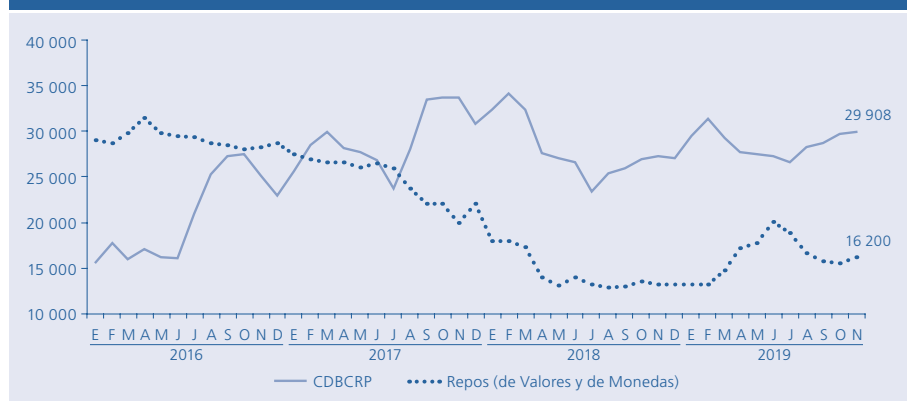
### Operaciones Monetarias

39. Las **operaciones del Banco Central** se orientaron a mantener niveles adecuados de liquidez entre setiembre y noviembre, con el objetivo de potenciar la transmisión de la reducción de la tasa de interés de política monetaria al resto de tasas de interés del Sistema Financiero. Para ello, el banco inyectó liquidez mediante la colocación neta de repo de valores de plazos de hasta 6 meses, la reducción del saldo de depósitos a plazo y *overnight* y la disminución de los depósitos del Sector Público en el BCRP. Estas operaciones fueron parcialmente compensadas por la colocación neta de Certificados de Depósitos del BCRP. Con ello, el saldo de operaciones de reporte pasó de S/ 15 750 millones en setiembre a S/ 16 200 millones a fines de noviembre de 2019, mientras que el saldo de CDBCRP pasó de S/ 28 691 millones en setiembre a S/ 29 908 millones en noviembre.

**Cuadro 27**  
**SALDO DE OPERACIONES MONETARIAS DEL BCRP**

	Saldos (Millones S/)			Tasa de interés promedio del saldo (%)		
	Dic.18	Set.19	Nov.19	Dic.18	Set.19	Nov.19
<b>Esterilización Monetaria</b>						
1. CDBCRP	27 061	28 691	29 908	2,70	2,62	2,52
2. Depósitos <i>overnight</i>	1 802	2 373	1 572	1,50	1,25	1,00
<b>Inyección Monetaria</b>						
3. Repos de Monedas	7 358	11 450	11 250	3,80	3,88	3,86
4. Repos de Valores	5 950	4 300	4 950	3,95	3,84	3,57
5. Subastas de fondos del Tesoro Público	4 000	4 100	4 100	4,22	4,31	4,06

**Gráfico 55**  
**SALDO DE OPERACIONES REPO Y DE CDBCRP**  
(En millones de S/)



El saldo de las operaciones de reporte aumentó a 6,7 por ciento de los activos netos del BCRP desde 6,4 por ciento en setiembre. Por el lado de los pasivos del BCRP, los certificados de depósitos del BCRP incrementaron su participación en los pasivos netos del BCRP a 13,0 por ciento de 12,8 por ciento en setiembre 2019, mientras que los depósitos del Sector Público disminuyeron su participación a 30,1 por ciento de 30,4 por ciento en setiembre 2019, aunque este último se mantuvo como el pasivo más importante del BCRP.

<b>Cuadro 28</b>			
<b>BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP*</b>			
<b>(Como porcentaje de los Activos Netos)</b>			
	<b>Dic.18</b>	<b>Set.19</b>	<b>Nov.19</b>
<b>I. Activos netos</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Reservas Internacionales Netas</b>	93,8%	93,6%	93,3%
	(US\$ 60 121 mills.)	(US\$ 67 986 mills.)	(US\$ 66 771 mills.)
<b>Repos</b>	6,2%	6,4%	6,7%
<b>II. Pasivos netos</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>1. Depósitos totales del Sector Público</b>	<b>31,3%</b>	<b>30,4%</b>	<b>30,1%</b>
En moneda nacional	18,5%	18,9%	19,0%
En moneda extranjera	12,8%	11,5%	11,1%
<b>2. Depósitos totales del sistema financiero</b>	<b>25,6%</b>	<b>29,9%</b>	<b>29,0%</b>
En moneda nacional	5,3%	4,9%	4,8%
En moneda extranjera	20,3%	25,0%	24,3%
<b>3. Instrumentos del BCRP</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,0%</b>
CD BCRP	12,6%	12,2%	12,4%
Depósitos <i>overnight</i> y a plazo	0,8%	0,6%	0,6%
<b>4. Circulante</b>	<b>22,9%</b>	<b>19,8%</b>	<b>20,0%</b>
<b>5. Otros*</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,9%</b>

\* Incluye patrimonio y otras cuentas.

### Tasas de interés

40. La reducción de 25 puntos básicos en la tasa de referencia del BCRP se reflejó inmediatamente en menores tasas de interés en el mercado monetario. Así, la tasa interbancaria convergió rápidamente a su nuevo nivel de referencia de 2,25 por ciento, y las tasas activas y pasivas preferenciales a plazos entre *overnight* y 12 meses disminuyeron en promedio en 21 y 15 puntos básicos, respectivamente. De forma similar, las tasas de depósitos y créditos descendieron en promedio en 13 y 15 puntos básicos, respectivamente.

El rápido traspaso de la reducción de tasa al resto de tasas, en parte refleja el modo que los agentes financieros ya habían descontado en sus expectativas una reducción adelantada de la tasa de referencia en el cuarto trimestre de 2019.





**Cuadro 29**  
**TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL**  
(En porcentaje)

		Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Nov.19
<b>Pasivas</b>	Depósitos hasta 30 días	3,1	2,6	2,9	2,3	2,2
	Depósitos a plazo de 31 a 180 días	4,0	3,6	3,4	2,9	2,8
	Depósitos a plazo de 181 a 360 días	4,2	4,1	3,9	3,4	3,3
<b>Activas</b>	Preferencial Corporativa 90 días	4,5	4,0	4,0	3,5	3,2
	Corporativos	4,9	4,7	4,5	3,6	3,9
	Grandes Empresas	6,4	6,5	6,3	6,2	5,9
	Medianas Empresas	9,8	10,3	9,9	9,9	9,7
	Pequeñas Empresas	18,5	18,5	18,8	18,8	18,3
	Consumo	44,9	40,8	41,1	39,8	39,6
	Hipotecario	7,6	7,9	7,7	7,2	7,1

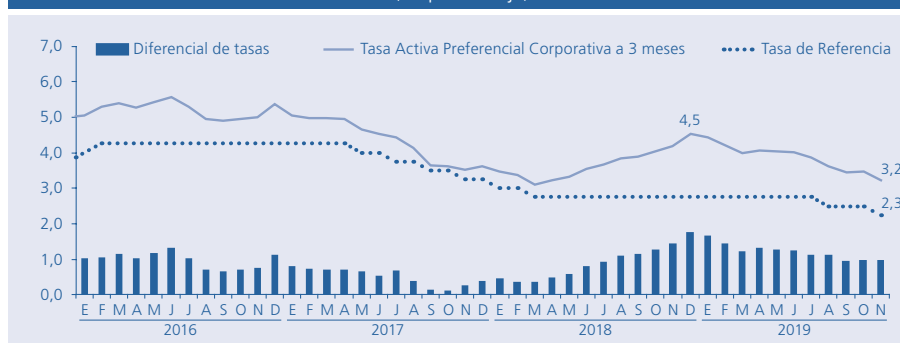
Nota: Tasas en términos anuales de las operaciones en los últimos 30 días útiles

\* Al 29 de noviembre.

Fuente: SBS.

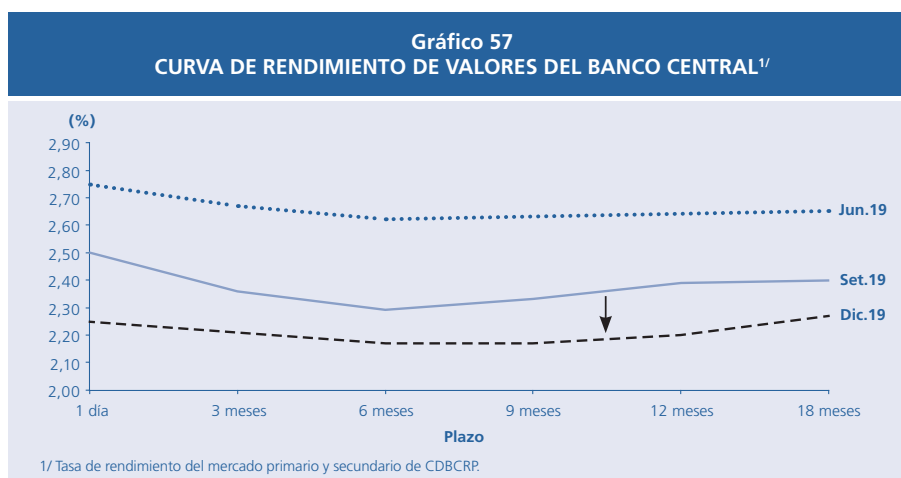
En particular, la tasa de interés activa preferencial a 90 días presenta una tendencia descendente desde enero de 2019, disminuyendo desde su nivel máximo de 4,52 por ciento en diciembre de 2018 al nivel actual de 3,22 por ciento. Este comportamiento se explica principalmente por el aumento del saldo de las operaciones de inyección de liquidez del BCRP y la mayor disponibilidad de activos líquidos.

**Gráfico 56**  
**TASAS DE INTERÉS EN SOLES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA A 90 DÍAS Y TASA DE REFERENCIA**  
(En porcentaje)



41. Entre setiembre y diciembre de 2019, **la curva de rendimiento de CDBCRP** a plazos entre 3 y 18 meses disminuyó en promedio 15 puntos básicos, asociado a la reducción en la tasa de referencia del BCRP de 2,50 a 2,25 por ciento. Cabe destacar que, la estructura temporal a plazos de valores del BCRP a plazos hasta 6 meses presenta una forma invertida, explicado por la expectativa de reducciones adicionales de la tasa de referencia y a los vencimientos de CDBCRP concentrados en dichos plazos.





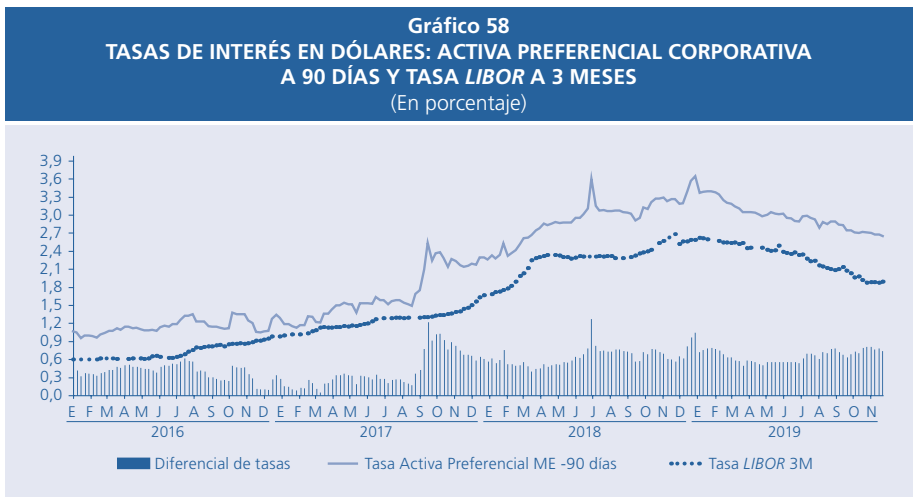
42. Las tasas de interés en dólares, también disminuyeron y fueron influenciadas principalmente por el entorno monetario internacional. En primer lugar, la tasa interbancaria en moneda extranjera se redujo de 2,00 a 1,75 por ciento entre setiembre y noviembre, ubicándose en los mismos niveles que la tasa de interés de la Reserva Federal. Por su parte, las tasas de interés preferenciales activas y pasivas a plazos entre 1 y 6 meses disminuyeron en promedio 10 y 12 puntos básicos, respectivamente. De otro lado, las tasas de interés cobradas por sector crediticio presentaron comportamientos mixtos, entre las que destaca la caída en la tasa de crédito hipotecario a su nivel mínimo histórico (5,5 por ciento), de manera similar a tasas de crédito hipotecario en moneda local (7,1 por ciento).

**Cuadro 30**  
**TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA**  
(En porcentaje)

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

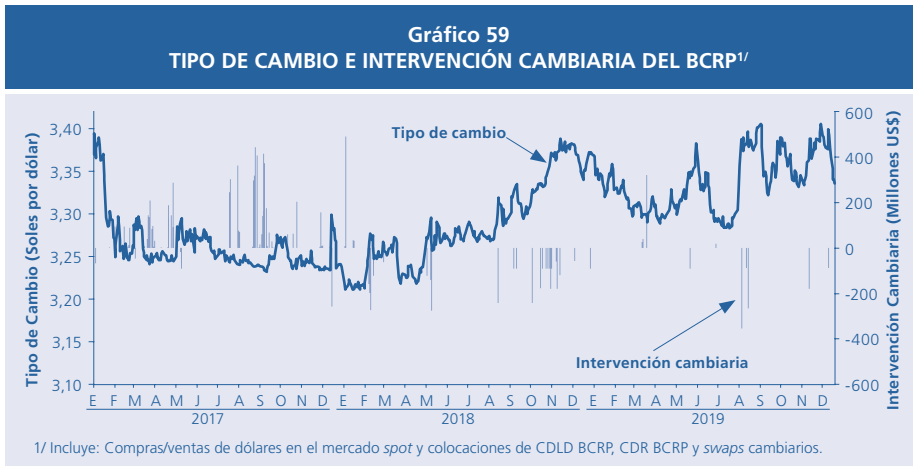
Nota: Tasas en términos anuales de las operaciones en los últimos 30 días útiles.  
Fuente: SBS.





**Mercado cambiario**

43. Entre setiembre y diciembre de 2019, el sol se apreció 1,0 por ciento, al pasar de S/3,370 a S/3,336 por dólar, asociado a la menor aversión al riesgo por la reducción de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Con ello, la moneda local registra una apreciación acumulada de 1,0 por ciento en lo que va del año, mientras que en la región la depreciación promedio asciende a 11,6 por ciento, reflejando un desempeño negativo por la crisis política y social en varios países de la región. En este contexto, el Banco Central intervino en el mercado cambiario a través de la colocación de *Swaps* Cambiarios Venta por US\$ 266 millones en el cuarto trimestre de 2019. A la fecha el saldo de *swaps* cambiarios corresponde a dichas operaciones (US\$ 266 millones), los cuales vencerán en enero y febrero de 2020.



**Cuadro 31**  
**INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP**

Días de negociación	Número de días de intervención						Desviación estándar del Tipo de Cambio (Var.% anualizada)	
	Mercado Spot	Colocación de derivados e instrumentos indexados	Total (spot y/o colocación)	Porcentaje de días con intervención				
				Spot	Instrumentos	Total		
2015	248	150	203	208	60%	82%	84%	3,9%
2016	250	50	119	134	20%	48%	54%	7,3%
2017	249	55	23	63	22%	10%	26%	4,5%
2018	245	4	27	30	2%	11%	12%	3,4%
2019*	242	4	6	10	2%	2%	4%	4,4%

\* Al 19 de diciembre.

44. Con respecto a los flujos en el mercado cambiario local, se observan comportamientos diferentes en los períodos correspondientes a enero-julio y agosto-diciembre de 2019. De un lado, los inversionistas no residentes destacaron como ofertantes en el mercado *spot* hasta julio 2019, mientras que en agosto-diciembre presentan una posición de demanda de dólares. En lo que va de 2019, la demanda neta de dólares del sector financiero (US\$ 770 millones) se compensó con la oferta del sector no financiero (US\$ 1 410 millones) y la intervención neta del BCRP en el mercado cambiario (US\$ 640 millones). Los inversionistas no residentes destacaron como ofertantes en el mercado *spot* y demandantes en el mercado de derivados para cobertura de sus compras de bonos soberanos, mientras las AFP fueron los principales demandantes de dólares en el mercado *spot*.

**Cuadro 32**  
**FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO\***  
(Millones de US\$)

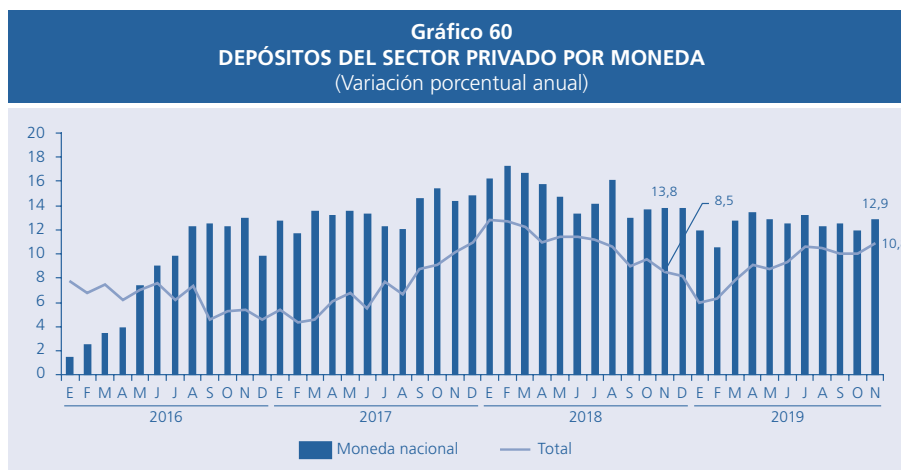
	Enero-Julio 2019			Agosto-Diciembre 2019**		
	Spot	Derivados	Total	Spot	Derivados	Total
<b>Sector Financiero (1)</b>	<b>910</b>	<b>-1 280</b>	<b>-370</b>	<b>-33</b>	<b>-367</b>	<b>-400</b>
1. AFP	-2 213	282	-1 931	1 483	837	2 320
2. No residentes	3 276	-1 562	1 714	-1 296	-1 204	-2 500
3. Entidades Financieras	-153	0	-153	-220	0	-220
<b>Intervención cambiaria del BCRP (2)</b>	<b>-405</b>	<b>-501</b>	<b>-906</b>	<b>0</b>	<b>266</b>	<b>266</b>
<b>Sector no Financiero (3)</b>	<b>1 912</b>	<b>-636</b>	<b>1 276</b>	<b>631</b>	<b>-497</b>	<b>134</b>
<b>Flujo Neto total (1) + (2) + (3)</b>	<b>2 417</b>	<b>-2 417</b>	<b>0</b>	<b>598</b>	<b>-598</b>	<b>0</b>

\* Positivo (negativo) indica oferta (demanda).  
\*\* Al 19 de diciembre.

## Liquidez

45. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos del sector privado fue 12,9 por ciento en noviembre. Por monedas, los depósitos en soles crecieron 10,8 por ciento interanual, mientras que los depósitos en dólares crecieron 7,3 por ciento, reflejando así una mayor preferencia del público por el ahorro en moneda nacional.





El coeficiente de dolarización de los depósitos se redujo de 37,3 por ciento en setiembre a 36,6 por ciento en noviembre. Esto fue explicado por una disminución del coeficiente de dolarización de las personas (de 31,5 a 30,8 por ciento) y de las empresas (de 47,7 a 46,7 por ciento).

Para 2020 y 2021 se espera que los depósitos continúen creciendo a una tasa mayor a la del crédito al sector privado. Ello está en línea con la tendencia de los últimos años, donde se observa un mayor uso de fondeo local por parte de la banca.

**Cuadro 33**  
**AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO**  
**(FIN DE PERIODO) 1/**  
(Variaciones porcentuales anuales)

	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Nov.19	Dic.19*	Dic.20*	Dic.21*
Circulante (fin de periodo)	10,8	10,3	8,5	7,9	5,3	4,8	5,4	7,0	5,2	6,0	6,0
Depósitos en moneda nacional	16,7	13,3	13,0	14,1	12,7	12,5	12,5	12,9	11,5	11,1	12,4
Depósitos totales 1/	12,2	11,5	9,0	8,3	7,8	9,3	10,0	10,8	10,0	10,0	11,0
Liquidez en moneda nacional	14,9	12,5	11,8	12,1	11,3	10,7	10,8	11,3	10,0	10,0	11,0
Liquidez total 1/	12,2	11,4	9,2	8,1	7,4	8,5	9,3	10,4	8,9	8,5	9,5
Crédito al sector privado en moneda nacional	7,4	9,3	10,1	11,6	11,7	10,7	10,4	10,5	10,5	10,5	10,5
<b>Crédito al sector privado total 1/</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>

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

## Crédito al sector privado

46. El **crédito al sector privado** creció 8,0 por ciento interanual en noviembre. Por segmentos, el crédito a empresas creció 5,9 por ciento, mientras que el crédito a las personas naturales lo hizo en 11,4 por ciento. En el caso del crédito a las personas, el crédito de consumo e hipotecario continúan mostrando un mayor dinamismo (13,0 y

9,0 por ciento de crecimiento, respectivamente). En el caso de los créditos a empresas, los segmentos con mayores tasas de expansión del crédito son corporativos y grandes empresas, así como la pequeña y microempresa (7,8 y 7,1 por ciento de crecimiento, respectivamente). Por su parte, se ha registrado una desaceleración del crecimiento del crédito a medianas empresas. En particular, en este segmento los bancos vienen siendo más selectivos en el proceso de otorgamiento de préstamos, con el objetivo de mejorar la calidad de los nuevos créditos, lo que también en el corto plazo se ha reflejado en menores tasas de crecimiento del crédito.

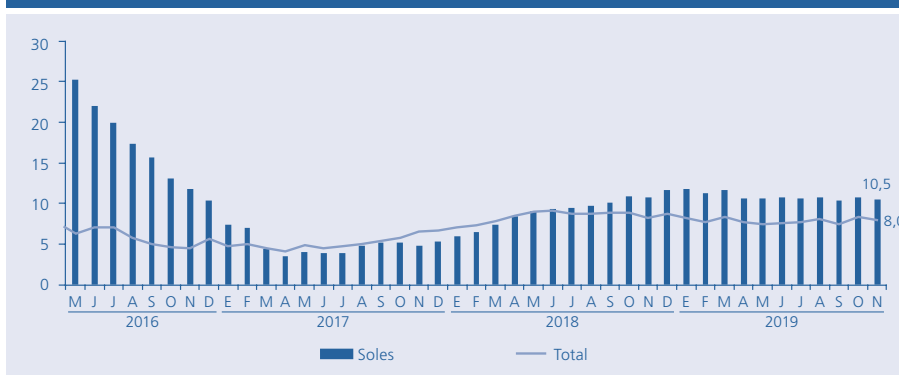
**Cuadro 34**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL 1/**  
(Tasas de crecimiento anual)

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

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

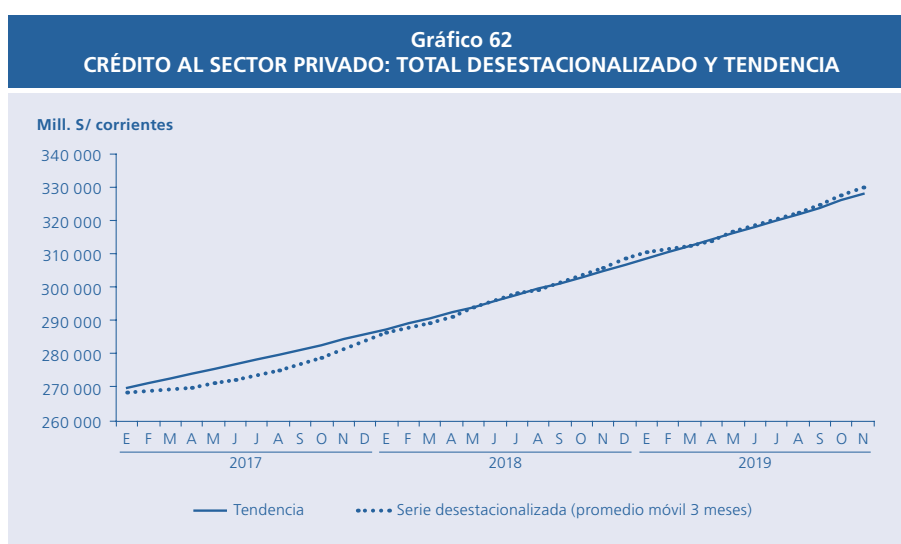
47. El crédito en soles continúa creciendo a tasas de dos dígitos, mientras que el crédito en dólares ha moderado su crecimiento por la mayor preferencia por fondeo local y por tasas de interés en soles, que permanecieron por debajo de sus promedios históricos. Así, el crédito en soles se expandió 10,5 por ciento, mientras que el denominado en dólares lo hizo en 1,6 por ciento en noviembre.

**Gráfico 61**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL**  
(Tasas de crecimiento anual)





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



**Cuadro 35**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/**  
(Variación porcentual anual)

	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Nov.19
Moneda Nacional	7,4	9,3	10,1	11,6	11,7	10,7	10,4	10,5
Moneda Extranjera	8,6	8,7	6,0	1,9	0,6	0,2	0,3	1,6
<b>Total</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>

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

49. A noviembre de 2019, el crédito al sector privado de las sociedades creadoras de depósitos en moneda nacional se incrementó en S/ 23 259 millones en los últimos doce meses. Este incremento se ha financiado, principalmente, a través de mayor captación de depósitos del sector privado (S/ 20 031 millones).

Las entidades financieras realizaron mayores depósitos en el Banco Central (S/ 531 millones en fondos de encaje y S/ 3 564 millones en otros depósitos) y adquirieron más Valores del BCRP (S/ 1 589 millones). Ello fue compensado por medio de operaciones

de reporte por un monto de S/ 2 672 millones y subastas de los depósitos del Tesoro Público a cargo del BCRP por S/ 900 millones. Por su parte, el resto de operaciones de las sociedades de depósito contribuyeron al fondeo del crédito en moneda nacional en S/ 4 383 millones.

**Cuadro 36**  
**FUENTES DE EXPANSIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL<sup>1/</sup>**  
(En millones de soles)

Moneda Nacional	Saldos	Flujos		
	Nov.19	2018	Acum. 2019	Nov.19/Nov.18
<b>Crédito al Sector Privado</b>	<b>244 171</b>	<b>23 382</b>	<b>19 912</b>	<b>23 259</b>
<b>1.- Obligaciones Totales</b>	<b>224 968</b>	<b>17 812</b>	<b>14 884</b>	<b>19 785</b>
a.- Privados no financieros	177 778	19 105	15 266	18 942
Depósitos	175 528	19 386	15 780	20 031
Otros valores	2 250	-281	-514	-1 089
b.- Sector público no financiero 2/	21 253	-141	-164	1 036
c.- Otras entidades financieras 3/	20 613	-3 133	115	-96
d.- No residentes	5 324	1 980	-333	-97
<b>2.- Operaciones a cargo del BCRP</b>	<b>-27 253</b>	<b>-1 265</b>	<b>-388</b>	<b>-2 111</b>
a.- Fondos de Encaje	-10 865	-491	502	-531
b.- Otros depósitos 4/	-9 951	64	-1 846	-3 564
c.- Valores	-26 406	4 773	-1 767	-1 589
d.- Operaciones de Reporte	15 868	-8 412	2 622	2 672
Valores	4 950	530	-1 000	-1 150
Moneda	10 918	-8 942	3 622	3 822
e.- Subastas depósitos del Sector Público	4 100	2 800	100	900
<b>3.- Financiamiento al sector Público</b>	<b>-25 760</b>	<b>-3 055</b>	<b>881</b>	<b>1 203</b>
<b>4.- Resto 5/</b>	<b>72 216</b>	<b>9 889</b>	<b>4 535</b>	<b>4 383</b>

Crédito al sector privado = (1) + (2) + (3) + (4)  
1/ Saldos con el signo positivo significan pasivos, flujos con el signo positivo implican fuentes de expansión del crédito al sector privado.  
2/ Excluye subastas de depósitos del Tesoro Público y Banco de la Nación a cargo del BCRP.  
3/ Incluye obligaciones con fondos mutuos, AFPs, COFIDE y Mivivienda.  
4/ Incluyen depósitos *Overnight*, a Plazo y Especiales.  
5/ Incluye capital, provisiones, posición de cambio, patrimonio y otros pasivos con signo positivo y otros activos con signo negativo.

### Dolarización del crédito y de la liquidez

50. El coeficiente de dolarización del crédito medido a tipo de cambio constante se ubica en 26,7 por ciento en noviembre, menor al nivel observado en diciembre de 2018 (28,2 por ciento). Esta reducción es consecuencia, principalmente, de una menor dolarización del crédito a personas, la que se redujo de 10,5 a 9,2 por ciento en





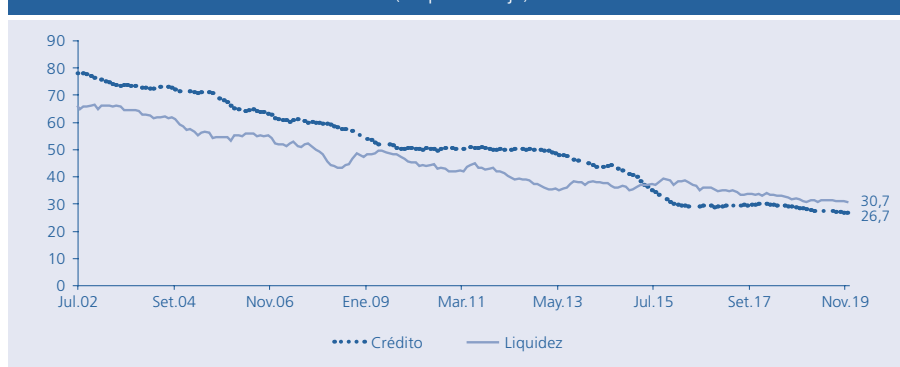
el mismo período. Asimismo, la dolarización continuó con su tendencia a la baja en el segmento de créditos hipotecarios (de 16,6 por ciento a 13,9 por ciento en noviembre), lo que también está en línea con el comportamiento observado en los últimos años luego de la implementación del programa de desdolarización del crédito.

**Cuadro 37**  
**COEFICIENTES DE DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO 1/**  
(En porcentajes)

	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Nov.19
<b>Crédito a empresas</b>	<b>40,5</b>	<b>40,5</b>	<b>40,0</b>	<b>39,1</b>	<b>38,7</b>	<b>38,8</b>	<b>38,5</b>	<b>38,1</b>
Corporativo y gran empresa	54,5	54,4	53,7	52,3	51,7	52,3	51,8	51,4
Medianas empresas	41,2	41,4	40,5	40,6	40,4	40,2	39,8	39,2
Pequeña y microempresa	6,7	6,6	6,6	6,3	6,0	5,8	5,8	5,8
<b>Crédito a personas</b>	<b>11,8</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>10,5</b>	<b>10,1</b>	<b>9,8</b>	<b>9,5</b>	<b>9,2</b>
Consumo	6,8	6,8	6,7	6,5	6,4	6,4	6,3	6,2
Vehiculares	18,1	16,4	15,1	14,2	13,6	14,4	15,0	14,7
Tarjetas de crédito	7,3	7,4	7,5	7,3	7,3	7,5	7,6	7,7
Resto	6,0	6,0	5,9	5,7	5,5	5,4	5,2	5,1
Hipotecario	19,1	18,3	17,5	16,6	15,8	15,1	14,4	13,9
<b>TOTAL</b>	<b>29,7</b>	<b>29,5</b>	<b>29,0</b>	<b>28,2</b>	<b>27,6</b>	<b>27,4</b>	<b>27,0</b>	<b>26,7</b>

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

**Gráfico 63**  
**COEFICIENTE DE DOLARIZACIÓN DE CRÉDITO Y LIQUIDEZ: 2002-2019**  
(En porcentaje)



### Morosidad

51. El ratio de morosidad del crédito se ubicó en 3,45 por ciento en noviembre, menor en 0,04 puntos porcentuales respecto al registrado en junio de 2019. En particular, la morosidad en los créditos a empresas disminuyó en 0,07 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2018, en tanto que en los créditos a personas se incrementó 0,03 puntos porcentuales.



**Cuadro 38**  
**ÍNDICE DE MOROSIDAD DE LOS CRÉDITOS**  
(En porcentajes)

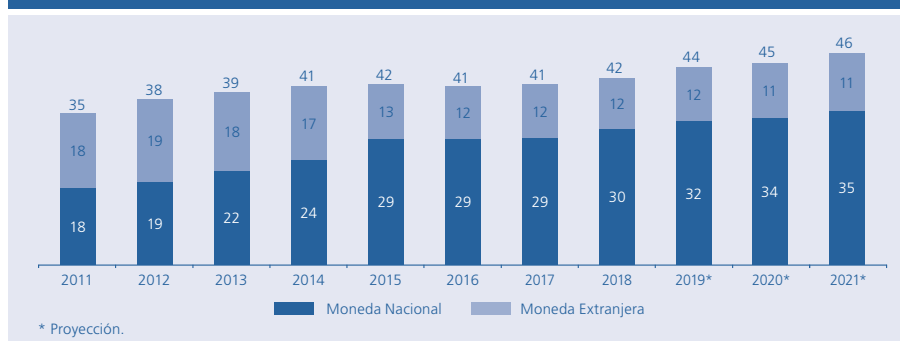
	Mar.18	Jun.18	Set.18	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Set.19	Nov.19
<b>Crédito a empresas</b>	<b>3,48</b>	<b>3,54</b>	<b>3,62</b>	<b>3,42</b>	<b>3,60</b>	<b>3,69</b>	<b>3,70</b>	<b>3,62</b>
Corporativo y grandes empresas	0,54	0,57	0,60	0,55	0,61	0,64	0,57	0,57
Medianas empresas	7,38	7,46	7,75	7,53	8,02	8,28	8,67	8,45
Micro y pequeñas empresas	7,53	7,75	7,83	7,35	7,44	7,50	7,52	7,37
<b>Crédito a personas</b>	<b>3,27</b>	<b>3,28</b>	<b>3,15</b>	<b>3,13</b>	<b>3,07</b>	<b>3,15</b>	<b>3,17</b>	<b>3,18</b>
Consumo	3,60	3,59	3,32	3,21	3,16	3,26	3,28	3,31
Tarjetas de crédito	4,89	4,84	4,16	3,88	3,87	4,09	4,16	4,19
Vehicular	6,14	5,59	5,30	4,45	3,92	3,97	3,97	3,90
Resto	2,60	2,68	2,68	2,70	2,66	2,69	2,68	2,72
Hipotecario	2,86	2,89	2,92	3,03	2,96	2,99	3,02	2,99
<b>PROMEDIO</b>	<b>3,40</b>	<b>3,45</b>	<b>3,45</b>	<b>3,32</b>	<b>3,41</b>	<b>3,49</b>	<b>3,50</b>	<b>3,45</b>

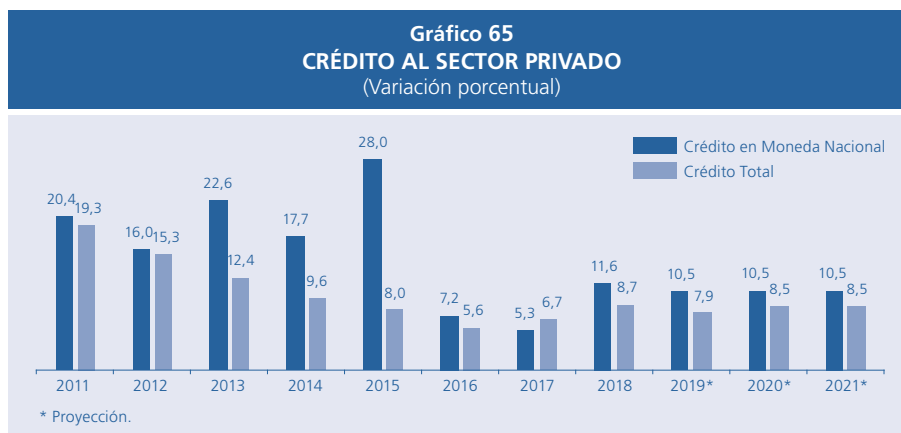
### Proyección del crédito al sector privado

52. Para el horizonte de proyección, se prevé que el **crédito al sector privado** crezca a tasas superiores a las del crecimiento del PBI nominal, con lo que su ratio respecto al PBI se incrementaría de 42 por ciento en 2018 a 46 por ciento en 2021. Esta proyección asume un contexto de condiciones monetarias y financieras flexibles, así como también la recuperación del ritmo de crecimiento de la demanda interna en el mismo período.

Por su parte, el crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional sería de 10,5 por ciento para los años 2019, 2020 y 2021. Así, el crédito total crecería 7,9 por ciento en 2019 y 8,5 por ciento en 2020 y 2021. Con ello, el ratio de dolarización del crédito continuaría reduciéndose hasta alcanzar un valor de 24 por ciento a fines de 2021. Dicho crecimiento se explica por un impulso del consumo y la demanda interna como resultado de la aceleración de la actividad económica en los próximos años.

**Gráfico 64**  
**RATIO CRÉDITO/PBI**  
(Porcentaje)





### Financiamiento global

53. El financiamiento de la actividad del sector privado se lleva a cabo principalmente a través del crédito otorgado por las sociedades de depósito. Sin embargo, existen otras alternativas de financiamiento, las que se ejecutan principalmente a través de inversionistas institucionales y el mercado de capitales. La agregación de lo anterior se denomina financiamiento total al sector privado o financiamiento global.

**Cuadro 39**  
**FINANCIAMIENTO GLOBAL AL SECTOR PRIVADO<sup>1/</sup>**

	Saldo (Millones de S/)				Variaciones anuales (%)				
	Nov.19 <sup>2/</sup>	2019*	2020*	2021*	2018	Nov.19/Nov.18	2019*	2020*	2021*
<b>Crédito de las sociedades de depósito</b>	<b>333 041</b>	<b>337 061</b>	<b>365 752</b>	<b>396 794</b>	<b>8,7</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>
Moneda nacional	244 171	247 716	273 726	302 467	11,6	11,6	10,5	10,5	10,5
Moneda extranjera (millones de US\$)	26 371	26 512	27 307	27 990	1,9	2,4	1,5	3,0	2,5
Dolarización (%)	26,7	26,5	25,2	23,8					
<b>Crédito de inversionistas institucionales y otros<sup>3/</sup></b>	<b>43 390</b>	<b>42 366</b>	<b>45 350</b>	<b>48 366</b>	<b>0,2</b>	<b>10,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>
Moneda nacional	26 844	26 267	28 026	29 068	6,8	18,8	13,4	6,7	3,7
Moneda extranjera (millones de US\$)	4 910	4 777	5 141	5 726	-7,8	0,1	-1,9	7,6	11,4
Dolarización (%)	38,1	38,0	38,2	39,9					
<b>Endeudamiento externo privado</b>	<b>93 323</b>	<b>92 268</b>	<b>93 026</b>	<b>93 160</b>	<b>-5,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>
(millones de US\$)	27 692	27 379	27 604	27 644	-5,2	0,2	-0,9	0,8	0,1
Corto plazo (millones de US\$)	3 826	3 826	3 826	3 826	-3,2	-6,2	-6,2	-	-
Mediano y largo plazo (millones de US\$)	23 867	23 554	23 779	23 818	-5,5	1,3	-0,0	1,0	0,2
<b>TOTAL</b>	<b>469 754</b>	<b>471 695</b>	<b>504 128</b>	<b>538 321</b>	<b>4,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,8</b>
Moneda nacional	276 124	279 052	306 870	336 662	11,4	13,7	12,1	10,0	9,7
Moneda extranjera (millones de US\$)	57 457	57 164	58 534	59 839	-2,8	-0,7	-1,8	2,4	2,2
Dolarización (%)	41,2	40,8	39,1	37,5					

1/ Los saldos en dólares se valúan a tipo de cambio de diciembre de 2018.  
2/ Información preliminar para el endeudamiento externo privado.  
3/ Comprende financiamiento de AFP, fondos mutuos, seguros y empresas de arrendamiento financiero (85,1 por ciento) y otras sociedades financieras como COFIDE y Edpymes (14,9 por ciento).  
\* Proyección.

A noviembre de 2019, el financiamiento total al sector privado creció 7,3 por ciento, tasa de crecimiento mayor que la registrada en el año 2018 (4,7 por ciento). El mayor componente de este financiamiento ampliado fue el crédito otorgado por las sociedades creadoras de depósito, cuyo saldo fue S/ 333 041 millones en dicho mes. El segundo mayor componente fue el financiamiento directo obtenido por las empresas desde el exterior, cuyo saldo fue US\$ 27 692 millones (S/ 93 323 millones).

Se espera que el total de financiamiento al sector privado no financiero (crédito de intermediarios financieros, fondeo del mercado de capitales local y endeudamiento con el exterior) acelere su ritmo de expansión anual desde 4,7 por ciento en 2018 a 6,0, 6,9 y 6,8 por ciento en 2019, 2020 y 2021, respectivamente. En términos relativos, el crédito con mayor dinamismo sería el de otras sociedades de depósito que crecería a 7,9, 8,5 y 8,5 por ciento en 2019, 2020 y 2021, respectivamente. El crédito de inversionistas institucionales crecería alrededor de 7 y 6,7 por ciento anual para en 2020 y 2021 principalmente por las AFP's y seguros.





### Recuadro 3

#### CONDICIONES CREDITICIAS Y ESCENARIOS DE RIESGO PARA EL CRECIMIENTO DEL PBI

La literatura financiera utiliza el indicador de Valor en Riesgo (*Value at risk*, VaR) como una medida para calcular pérdidas extremas de una inversión, dadas las condiciones de mercado en un periodo de tiempo. Esta medida sirve como una guía de tolerancia al riesgo para los inversionistas y como una guía de cuánto provisionar para cubrir pérdidas potenciales para los reguladores.

De forma similar, se ha adaptado esta metodología para calcular pérdidas en el crecimiento del PBI y se le ha denominado *Growth at Risk* (GaR)<sup>2</sup>. Estos resultados pueden servir de referencia para las autoridades económicas para tomar decisiones que reduzcan la probabilidad de caer en escenarios de riesgo o de recesión por choques financieros. Este Recuadro presenta la aplicación de dicha metodología al caso peruano<sup>3</sup>.

#### Cálculo del GaR para Perú

La metodología del GaR estima la función de distribución del crecimiento del PBI en un horizonte  $t$  a través de distintos percentiles  $\alpha$ . Se estiman regresiones por percentiles<sup>4</sup> para hallar el vínculo entre diferentes percentiles del crecimiento económico a  $h$  trimestres en adelante con los valores actuales del crecimiento observado y con medidas de riesgo financiero. Se utiliza una muestra de datos trimestrales desde 1997 hasta la actualidad para tener una muestra amplia de episodios con alto y bajo crecimiento y con variedad de escenarios en cuanto a las condiciones financieras.

El GaR considera el efecto de factores financieros en las fluctuaciones cíclicas, en línea con la literatura teórica que menciona que las restricciones financieras tienen un impacto no lineal sobre la evolución del sector real. Así, durante situaciones normales, los agentes económicos no se encuentran limitados por su acceso al financiamiento y las decisiones de inversión y producción están en línea con la productividad de cada empresa. Sin embargo, en épocas con restricciones en el acceso al financiamiento, el vínculo entre condiciones financieras y variables reales como inversión y producto es más fuerte, ya que solo aquellas empresas con mejor salud financiera podrán incrementar su producción e inversión.

El siguiente gráfico muestra la distribución del crecimiento del PBI. En línea con la literatura de VaR, podemos hallar distintos escenarios de riesgo con distintas probabilidades de ocurrencia. Asimismo, también podemos calcular la probabilidad de que la economía tenga una tasa de crecimiento negativa, la cual se encuentra por debajo del 5 por ciento.

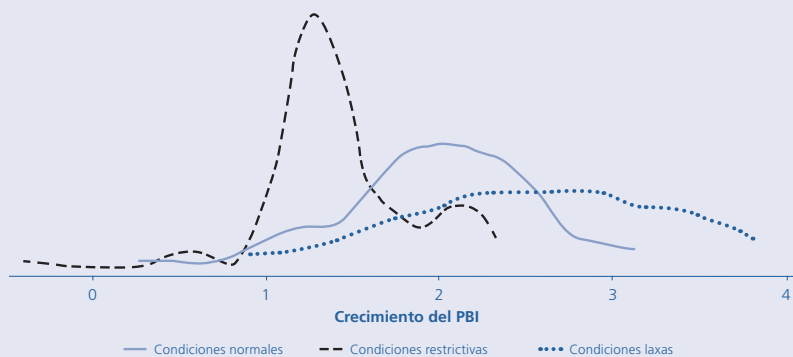
2 Ver Adrian, Boyarchenko y Giannone (2019).

3 Para mayor detalle, ver Gondo (2019).

4 Ver Koenker y Hallock (2001).

En línea con los resultados para Estados Unidos, las condiciones financieras también afectan los escenarios de riesgo en la cola de la distribución del PBI peruano. En el gráfico se observa cómo cambia la distribución del crecimiento del PBI cuando se consideran condiciones financieras laxas y restrictivas. Los cambios más notorios se observan en los extremos de la distribución, es decir en la probabilidad de caer en escenarios de bajo crecimiento. Se observa que escenarios de crecimiento del crédito excesivamente laxo (ver línea con guion y punto) podría generar acumulación de vulnerabilidad financiera y aumentar la probabilidad de una caída en el PBI. Sin embargo, si el crédito es canalizado de forma productiva, aumenta la probabilidad los escenarios correspondientes a la cola positiva de la distribución.

**DISTRIBUCIÓN ESTIMADA DEL CRECIMIENTO DEL PBI**  
(Escenarios de condiciones financieras)



**Evolución reciente de los escenarios de riesgo para la proyección**

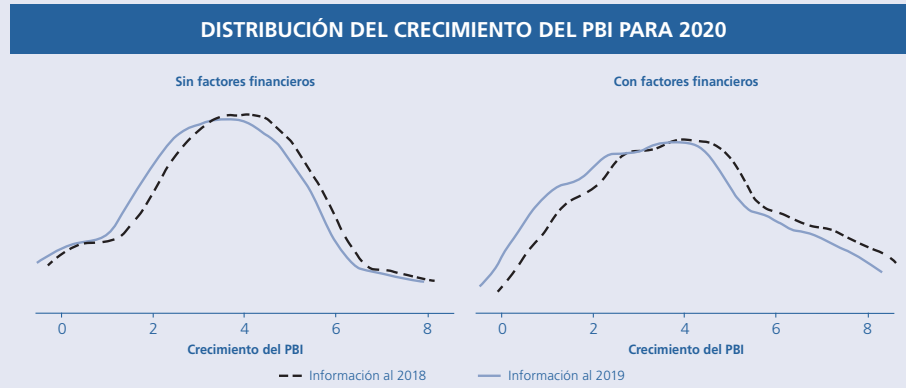
En los siguientes gráficos se compara la estimación de la distribución del crecimiento anual del PBI para 2020 usando información disponible en dos fechas alternativas: fines de 2018 y mediados de 2019. El panel izquierdo muestra las distribuciones sin considerar los riesgos financieros, mientras que el panel derecho muestran la distribuciones que sí considera los factores financieros como potenciales fuentes de riesgo al crecimiento. Entre los factores de riesgo se consideran el crecimiento del crédito total, precios y retornos de activos financieros domésticos, entre otros. Podemos observar que no hay mucha diferencia entre ambos paneles, ya que Perú se encuentra actualmente en una posición financiera neutral, con un crecimiento agregado del crédito sostenible. Asimismo, si comparamos las dos fechas alternativas, la distribución con información actualizada muestra un desplazamiento de la distribución hacia valores de menor crecimiento y un sesgo hacia la baja, en línea con un menor dinamismo de la actividad económica en la primera mitad del año y un balance de riesgos a la baja para la inflación y la brecha del producto en el horizonte de proyección.

Los escenarios de riesgo extremo con baja probabilidad de ocurrencia (5 por ciento) muestran también una revisión a la baja de las tasas de crecimiento del PBI, en línea con la evolución





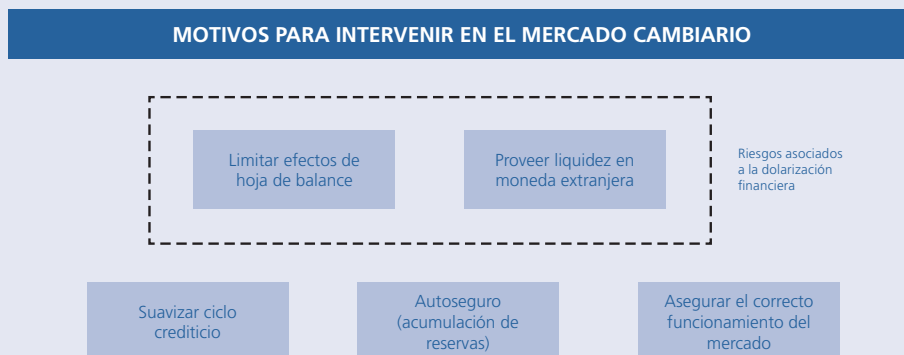
reciente. Así, se estima que con una probabilidad de 5 por ciento el PBI crecería 0,9 por ciento en un escenario de riesgo extremo.



#### Recuadro 4 INTERVENCIÓN CAMBIARIA Y METAS DE INFLACIÓN

En este recuadro se discute los potenciales beneficios de la intervención cambiaria en esquemas de metas de inflación de acuerdo con recientes investigaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Internacional de Pagos (BIS). Así, el FMI se encuentra elaborando un Marco de Política Integrado<sup>5</sup>, el cual toma en cuenta a la intervención cambiaria como un instrumento clave para incrementar la autonomía de la política monetaria cuando los mercados de divisas son poco profundos.

De la misma manera, el BIS<sup>6</sup> reconoce la importancia del uso de la intervención cambiaria por parte de los bancos centrales de economías emergentes para lidiar con los retos provenientes de fluctuaciones excesivas de flujos de capitales y la volatilidad del tipo de cambio asociada a estos, los cuales se incrementaron en los últimos años por las tasas de política monetaria cercanas a cero en países desarrollados y las compras de activos a gran escala en las principales economías avanzadas, y su posterior normalización en algunas de ellas.



En el caso de la política monetaria del BCRP, la intervención cambiaria ha sido un instrumento fundamental para limitar los riesgos asociados a la dolarización financiera, limitar el impacto de los flujos de capitales en las condiciones monetarias y crediticias domésticas, y moderar el ciclo crediticio. Así, mediante la intervención cambiaria se busca reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio que podría tener efectos negativos en la economía. Este marco de política monetaria ha conseguido que la inflación de Perú sea una de las más bajas y menos volátiles de la región. En particular en períodos de alta volatilidad de flujos de capitales, la intervención cambiaria ha permitido:

- 1) Limitar efectos hoja de balance: al reducir la volatilidad cambiaria se limitan los efectos que puede tener el incremento abrupto del tipo de cambio en la solvencia de las firmas que

5 Gopinath, Gita (2019), "A Case for an Integrated Policy Framework". Discurso preparado para Jackson Hole Economic Policy Symposium, disponible en: [https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2019/jackson%20hole%20manuscript\\_final.pdf?la=en](https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2019/jackson%20hole%20manuscript_final.pdf?la=en)

6 BIS (2019), "Annual Economic Report", capítulo II. Disponible en: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e.htm>



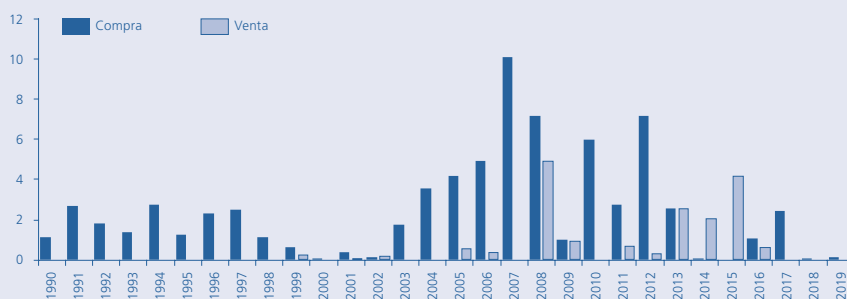


mantienen deudas en dólares, lo cual puede generar un efecto dominó en la cadena de pagos, afectando así a la población en general.

- 2) Proveer liquidez en moneda extranjera al sistema financiero en momentos de *stress*.
- 3) Suavizar el ciclo crediticio: en períodos de inlfujos de capitales la apreciación de la moneda genera condiciones financieras más laxas, lo cual impulsa el crecimiento del crédito y de los precios de activos, como los precios de inmuebles. La intervención cambiaria reduce la sensibilidad de la economía a los flujos de capitales y a las fluctuaciones del tipo de cambio asociadas, mitigando así la creación de vulnerabilidades financieras.
- 4) Autoseguro: mediante la acumulación preventiva de reservas internacionales, lo cual permite asegurar el acceso y reduce el costo de financiamiento de la economía en mercados internacionales.
- 5) Asegurar el correcto funcionamiento del mercado: en algunas situaciones el comportamiento especulativo de algunos agentes económicos genera que el tipo de cambio se aleje de sus fundamentos.

El BCRP tradicionalmente realiza la intervención cambiaria a través de compras y ventas de dólares en el mercado *spot*, lo que permitió acumular reservas internacionales durante los períodos de auge de precios de *commodities* y de entrada de capitales (2004-2007 y 2010-2012). Estas reservas acumuladas fueron luego usadas para mitigar el impacto de la crisis financiera global y de la incertidumbre internacional sobre las condiciones financieras locales (2008-2009 y 2013-2015).

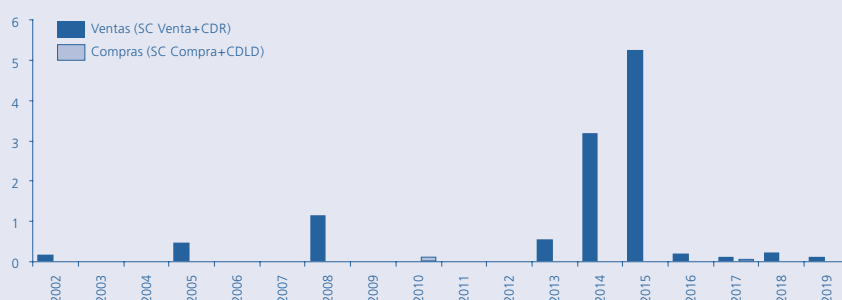
#### INTERVENCIÓN CAMBIARIA DIRECTA: COMPRA/VENTA DE DÓLARES EN EL MERCADO INTERBANCARIO (En porcentajes)



Adicionalmente, al aumentar el uso de derivados cambiarios por inversionistas no residentes, a partir de 2002 se utilizan instrumentos de intervención cambiaria alternativos a las compras netas en el mercado *spot* para reducir presiones en el tipo de cambio. Entre estos instrumentos indirectos de intervención se encuentran los Certificados de Depósito Reajustables (CDR) desde 2002, los Certificados de Depósito Liquidables en Dólares (CDLD) desde 2010 y los *swaps* cambiarios desde 2014.



### SALDO DE INSTRUMENTOS CAMBIARIOS DEL BCRP (Porcentaje del PBI)



La evidencia empírica muestra que la intervención cambiaria ha sido efectiva en suavizar los movimientos del tipo de cambio y así reducir la volatilidad cambiaria excesiva. Por ejemplo, Castillo, Montoro, Morán y Pérez (2019)<sup>7</sup> mediante la estimación bayesiana de un modelo de espacio de estados para los retornos del tipo de cambio, evalúan empíricamente la efectividad de la intervención del BCRP en el período 2005-2016. Los resultados muestran que la intervención cambiaria, tanto *spot* como de otros instrumentos, tiene un efecto estadísticamente significativo y con los signos esperados, y por lo tanto se encuentra que es efectiva. Asimismo, dicha intervención genera los efectos esperados de reducir la volatilidad cambiaria<sup>8</sup>.

El reconocimiento al rol que puede jugar la intervención cambiaria en la gestión de la política monetaria en las economías emergentes, no sólo está siendo reconocido por organismos multilaterales como el FMI y el BIS, sino también por la academia, que en los últimos años ha producido un gran número de investigaciones que demuestran que cuando existen mercados financieros imperfectos, y poco profundos, la intervención cambiaria es un instrumento de política monetaria y macroprudencial no convencional, que tiene efectos importantes sobre la estabilidad financiera y la efectividad de la política monetaria. Para ello se pueden revisar por ejemplo Céspedes, Chang y Velasco (2017)<sup>9</sup> y Xavier Gabaix y Matteo Maggiori (2015)<sup>10</sup>.

7 Castillo, Montoro, Morán y Pérez (2019): "Estimación de la efectividad de la intervención cambiaria en el Perú: Un enfoque bayesiano" BCRP, por publicarse.

8 Ver también otros ejercicios empíricos para el caso peruano, tales como Arena y Tuesta (1999): "El objetivo de la intervención del banco central: el nivel del tipo de cambio, la reducción de la volatilidad cambiaria o ambos?: Un análisis de la experiencia peruana 1991-1998. Revista de Estudios Económicos, 3.", Shiva (2003): "Intervención cambiaria y determinación del tipo de cambio en el corto plazo: la evidencia peruana, Universidad del Pacífico Apuntes 52-53.", Humala y Rodríguez (2009), "Foreign exchange intervention and Exchange rate volatility in Peru, BCRP Documento de Trabajo No 2009-008.", Mundaca (2011): "How does public information on central bank intervention strategies affect exchange rate volatility?, Worldbank - Policy Research Working Paper 5579.", Rossini y otros (2013): "Flujo de capitales, política monetaria e intervención cambiaria en el Perú. Revista de Estudios Económicos, 25, 39-50.", Rossini y Serrano (2013): "Foreign exchange interventions in Peru, BCRP Documento de Trabajo No 2013-016.", entre otros.

9 Financial Intermediation, real exchange rates and Unconventional policies in an Open Economy, en Journal of International Economics 109 (2017), S76-S86.

10 International Liquidity and Exchange rate Dynamics, en The Quarterly Journal of Economics (2015), 1369-1420.





### Recuadro 5 EFECTO DE LA POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA FINANCIERO

Desde abril de 2017 a noviembre de 2019 el BCRP ha reducido su tasa de interés de referencia de 4,25 a 2,25 por ciento, con el fin de implementar una política monetaria expansiva. Así, al mes de noviembre se cuenta con una tasa de interés real de 0,07 por ciento, muy por debajo de la tasa natural de equilibrio estimada en 1,50 por ciento. Este accionar es consistente el día de hoy con una tasa de inflación interanual dentro del rango meta (1 a 3 por ciento) y alrededor de 2 por ciento, con las expectativas de inflación a un año dentro del rango meta, y con una brecha de producto negativa, la cual se espera se cierre de forma gradual en el horizonte de proyección.

Esta política monetaria expansiva implementada a través de la reducción de la tasa de referencia se transmite en la misma dirección al resto de tasas de interés nominales, lo cual implica condiciones financieras más flexibles. En este recuadro se presenta la estimación reciente del efecto traspaso de la tasa de política monetaria a las tasas del sistema financiero.

En primer lugar, en el siguiente cuadro se puede apreciar la evolución de las tasas de interés activas más relevantes desde abril de 2017, donde se puede observar que todas ellas siguen también una trayectoria descendente, en línea con la flexibilización de las condiciones monetarias en soles. Ello es un primer indicio de la reducción del costo del crédito en diferentes segmentos de mercado.

#### TASAS DE INTERÉS ACTIVAS EN MONEDA NACIONAL <sup>1/</sup> (En porcentajes)

	Abr.17	Dic.17	Dic.18	Mar.19	Jun.19	Oct.19	Nov.19	Prom. Hist.*	Variación Acum. Nov. 19 (Puntos Básicos)			
									Mes	Dic.18	Dic.17	Abr.17
<b>Monetario</b>												
Referencia	4,25	3,25	2,75	2,75	2,75	2,50	2,25	3,7	-25	-50	-100	-200
Interbancaria	4,26	3,26	2,76	2,75	2,77	2,51	2,25	3,7	-19	-44	-94	-201
<b>Preferencial Corporativa</b>												
3 Meses	5,0	3,6	4,5	4,0	4,0	3,5	3,2	4,5	-26	-130	-41	-174
<b>Crédito</b>												
Corporativo	5,9	4,0	4,9	4,7	4,5	3,6	3,9	5,4	36	-96	-9	-197
Grandes Empresas	7,4	6,2	6,4	6,5	6,3	6,1	5,9	7,0	-15	-50	-31	-151
Medianas Empresas	10,4	9,7	9,8	10,3	9,9	9,9	9,7	10,4	-18	-14	2	-69
Pequeñas Empresas	20,3	19,8	18,5	18,5	18,8	18,3	18,3	21,2	-2	-24	-150	-206
Microempresas	36,8	36,3	32,7	33,3	33,2	32,8	32,3	33,6	-54	-42	-401	-450
Consumo	45,8	48,6	44,9	40,8	41,1	39,5	39,6	41,8	16	-533	-895	-620
Hipotecario	8,7	7,7	7,6	7,9	7,7	7,1	7,1	8,7	2	-50	-55	-160

<sup>1/</sup> Tasas activas en términos anuales de las operaciones realizadas en los últimos 30 días útiles.

\* Promedio mensual desde setiembre de 2010.

Fuente: SBS y BCRP.

No obstante, es conveniente recordar que las tasas de interés reflejan un equilibrio de mercado, y que ello puede ser determinado también por otros factores que son ajenos a la política monetaria, tales como condiciones de mercado, condiciones externas y otros choques financieros y macroeconómicos relevantes. Es conveniente entonces separar el efecto de las acciones

de política monetaria de otros factores que pueden también afectar la evolución de dichas tasas de interés, y para ello se estima un modelo de Vectores Autorregresivos aumentado por factores (FAVAR) utilizando una extensa variedad de tasas de interés del sistema financiero<sup>11</sup>. La metodología en mención permite representar a todas estas tasas en pocas variables, identificando los factores que están detrás del comportamiento conjunto de las mismas.

Los resultados del ejercicio empírico se muestran en el siguiente cuadro, donde se aprecia un alto efecto traspaso luego de un año (mayor a una relación de 0,5<sup>12</sup>) para un extenso conjunto de tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero. La transmisión monetaria comienza a través de las tasas de la curva de rendimiento, es decir, de los Certificados de depósito del BCRP y de los bonos del Tesoro Público. Luego de ello, las acciones de política monetaria modifican las expectativas de mediano plazo de los agentes económicos, tanto de los consumidores, como de los empresarios y los depositantes. Así, el resto de tasas de interés de créditos y depósitos también se ve afectado por dichas acciones de política monetaria.

**EFFECTO TRASPASO DE LA TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA A LAS TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA FINANCIERO UN AÑO DESPUÉS <sup>1/</sup>**

(Valor mediano e intervalo de 20 por ciento más probable)

CDBCRP 3 meses	(0,7-0,8-0,9)	Pequeña Empresa	(0,2-0,6-1)
CDBCRP 6 meses	(0,7-0,8-0,9)	Hipotecarios	(0,5-0,6-0,8)
CDBCRP 12 meses	(0,5-0,7-0,8)	FTAMN	(0,5-1-1,5)
CDBCRP 18 meses	(0,6-0,8-0,9)	Preferencial Corporativa a 90 días	(0,6-0,8-1)
Bonos del Tesoro Público 1 año	(0,8-1-1,3)	Ahorro menor a un año	(0,4-0,5-0,5)
Bonos del Tesoro Público 2 años	(0,5-0,7-1)	FTIPMN	(0,8-0,9-0,9)
Corporativos	(0,6-0,7-0,8)	Pasiva a 1 mes	(0,9-1-1,1)
Gran Empresa	(0,6-0,7-0,7)	Pasiva a 2 meses	(0,7-0,8-0,9)
Mediana Empresa	(0,5-0,6-0,8)	Pasiva a 3 meses	(0,6-0,8-0,9)

1/ Choque ortogonal a la tasa de interés interbancaria en un modelo FAVAR para la economía peruana. Factores estimados a través de componentes principales. Datos mensuales de setiembre 2010 a octubre 2019. El efecto traspaso es la relación que existe entre las funciones de impulso respuesta acumuladas a 12 meses del modelo FAVAR. Valor mediano estimado a través de una simulación *Bootstrapp* de 2.000 réplicas.

En suma, el ejercicio realizado muestra que existe un impacto significativo y duradero de las acciones de política monetaria sobre el resto de tasas de interés del sistema financiero. El efecto estimado es homogéneo y significativo para los diferentes segmentos de mercado analizados. Con ello, es pertinente señalar que la posición expansiva de la política monetaria del BCRP, incluyendo la reciente ampliación del estímulo monetario, continúa afectando a las condiciones crediticias, permitiendo así que estas sean más flexibles en el corto y mediano plazo. De esta manera, se favorece la reactivación de la actividad económica, en un contexto en el que la inflación y sus expectativas se encuentran ancladas al rango meta (1 a 3 por ciento).

11 Los factores se obtienen vía componentes principales. Asimismo, se incluyen variables macroeconómicas en el modelo VAR, tales como el crecimiento del PBI, inflación anual, expectativas de inflación, depreciación anual, la tasa de encaje y la tasa de interés interbancaria.

12 Por cada punto porcentual de variación de tasa de política, el resto de tasas varía en más de la mitad.

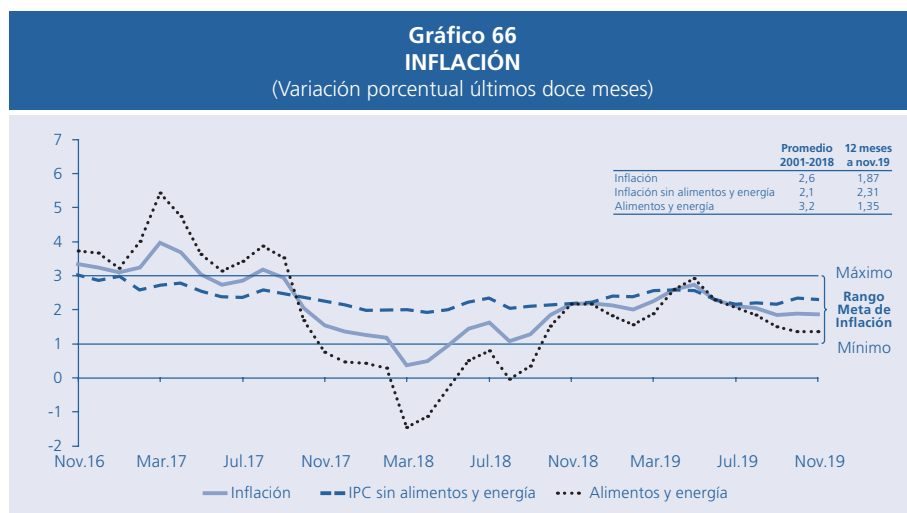


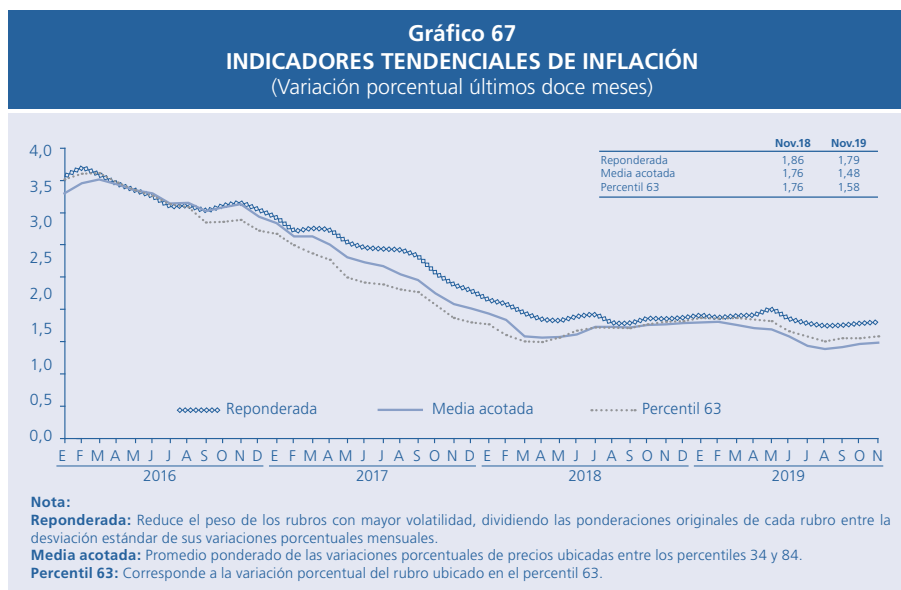


## VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

### Evolución reciente de la inflación

54. La tasa de inflación anual del IPC se ubicó en 1,87 por ciento al mes de noviembre, dentro del rango meta del Banco Central (de 1 a 3 por ciento), y la tasa de inflación subyacente (IPC que excluye alimentos y energía) fue 2,31 por ciento. A este resultado contribuyeron los incrementos del pasaje urbano en Metropolitano (octubre) y tarifas de agua (setiembre y octubre). En general, todos los indicadores tendenciales de inflación se ubicaron dentro del rango meta y la mayoría por debajo del centro del rango.





55. Entre enero y noviembre de 2019 el nivel general de precios aumentó 1,68 por ciento, a un ritmo mensual promedio de 0,15 por ciento. El IPC sin alimentos y energía creció 1,96 por ciento, mientras que los alimentos y energía lo hicieron a una tasa menor (1,36 por ciento), correspondiéndole la menor variación a los alimentos y bebidas (0,90 por ciento). Esto último por las rebajas registradas en los precios de productos como carne de pollo, cebolla, limón y azúcar.

**Cuadro 40**  
**INFLACIÓN**  
(Variaciones porcentuales)

	Peso	2018	2019	
			Ene.-Nov.	12 meses
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>2,19</b>	<b>1,68</b>	<b>1,87</b>
<b>1. IPC sin alimentos y energía</b>	<b>56,4</b>	<b>2,21</b>	<b>1,96</b>	<b>2,31</b>
a. Bienes	21,7	2,25	1,36	1,44
b. Servicios	34,8	2,19	2,32	2,84
<b>2. Alimentos y energía</b>	<b>43,6</b>	<b>2,17</b>	<b>1,36</b>	<b>1,35</b>
a. Alimentos y bebidas	37,8	1,95	0,90	0,92
b. Combustibles y electricidad	5,7	3,67	4,42	4,20
Combustibles	2,8	5,35	0,20	-0,65
Electricidad	2,9	2,39	7,76	8,08

56. En los últimos doce meses los servicios con mayor incremento de precios fueron educación (5,2 por ciento), que alcanzaron una variación mayor que la del promedio anual de los últimos ocho años (4,6 por ciento). La mayor parte del resto de servicios, como comidas fuera del hogar y "otros servicios personales" que incluyen los de cuidado personal, presentaron tasas menores que las registradas en el período 2010-





2018. Ello reflejaría los menores costos de mano de obra, por la mayor disponibilidad de trabajadores extranjeros.

Cuadro 41 INFLACIÓN (Variaciones porcentuales anuales)					
	Peso	2018	Ago.19	Nov.19	2010-18 Prom. anual
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>2,19</b>	<b>2,04</b>	<b>1,87</b>	<b>2,97</b>
<b>Educación</b>	<b>9,1</b>	<b>4,73</b>	<b>5,21</b>	<b>5,21</b>	<b>4,55</b>
<b>Salud</b>	<b>1,1</b>	<b>1,76</b>	<b>1,45</b>	<b>1,53</b>	<b>3,42</b>
<b>Comidas fuera del hogar</b>	<b>11,7</b>	<b>2,19</b>	<b>1,81</b>	<b>1,78</b>	<b>4,71</b>
<b>Otros servicios personales</b>	<b>3,3</b>	<b>1,29</b>	<b>1,37</b>	<b>1,28</b>	<b>1,85</b>
<i>de los cuales</i>					
Servicio de cuidado personal	0,6	2,21	2,12	2,41	3,94
Reparación de vehículos	0,2	1,97	1,89	1,44	1,81
Servicio de limpieza	0,2	3,04	2,11	1,58	2,61

En el período enero-noviembre los rubros con mayor contribución positiva fueron matrícula y pensión de enseñanza, tarifas eléctricas, comidas fuera del hogar y papa. El precio del rubro matrícula y pensión de enseñanza aumentó 5,3 por ciento, principalmente por los incrementos en las pensiones de los colegios y universidades privadas al inicio del año lectivo en marzo. Las tarifas eléctricas aumentaron 7,8 por ciento por los reajustes del precio a nivel de generación y la actualización de diversos cargos del componente de transmisión, tales como la compensación por seguridad de suministro de reserva fría y los cargos unitarios por capacidad de generación eléctrica de las centrales térmicas. El rubro "comidas fuera del hogar" aumentó 1,6 por ciento, tasa mayor a la registrada en los alimentos dentro del hogar de 0,5 por ciento. El precio de la papa registró un incremento de 12,7 por ciento, en un contexto de menores siembras en la región centro, así como por las lluvias y huaicos en los primeros cuatro meses del año que dificultaron la comercialización.

Cuadro 42 CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: ENERO-NOVIEMBRE 2019							
Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Matrícula y pensión de enseñanza	8,8	5,3	0,54	Carne de pollo	3,0	-9,0	-0,25
Electricidad	2,9	7,8	0,26	Cebolla	0,4	-29,0	-0,13
Comidas fuera del hogar	11,7	1,6	0,22	Transporte nacional	0,3	-17,8	-0,07
Papa	0,9	12,7	0,12	Papaya	0,2	-17,4	-0,04
Cerveza	0,8	11,5	0,10	Azúcar	0,5	-6,6	-0,04
Consumo de agua	1,6	5,0	0,09	Teléfonos	2,9	-1,3	-0,02
Pasaje urbano	8,5	1,0	0,08	Zanahoria	0,1	-13,5	-0,02
Huevos	0,6	18,0	0,08	Gas	1,4	-1,4	-0,02
Entradas a espectáculos	1,7	4,0	0,06	Limón	0,2	-8,5	-0,02
Artículos del cuidado personal	4,9	1,2	0,05	Pasaje de avión	0,4	-3,8	-0,01
<b>Total</b>			<b>1,60</b>	<b>Total</b>			<b>-0,62</b>

Los rubros con mayor contribución negativa a la inflación fueron la carne de pollo, y la cebolla. El precio del pollo disminuyó 9 por ciento como resultado de un aumento de la oferta y por la mayor disponibilidad de su principal sustituto, el pescado. El precio de la cebolla disminuyó 29 por ciento por ciento en enero - noviembre de este año. En los primeros meses del año se revirtieron las alzas del último trimestre de 2018 con el ingreso de las cosechas del valle El Cural de Arequipa y, a partir de junio, el ingreso estacional de otras variedades de Arequipa contribuyó a la reducción del precio.

### Precios de combustibles

57. Entre setiembre de 2018 y noviembre de 2019, el rubro de combustibles mostró un incremento de 0,51 por ciento, a pesar de la reducción en 19 por ciento en el precio del petróleo crudo WTI en dicho período. Esta divergencia se debe principalmente a que el precio doméstico de refinería para los gasoholes no ha seguido la misma tendencia decreciente que muestran diversos indicadores de precio internacional, tales como los indicadores teóricos de Osinergmin y de la Sociedad Nacional de Minería, Petróleo y Energía (SNMPE), el precio CIF de las importaciones y el precio de refinería en Chile.

En el caso del gasohol de 90 octanos, que representa alrededor del 60 por ciento de las ventas en Perú, la refinería local incrementó sus precios en 3 por ciento en soles en ese período. En contraste, los precios de paridad de Osinergmin y de la SNMPE mostraron reducciones de 11 y 10 por ciento; en tanto que el precio CIF reportado a SUNAT se redujo en 8 por ciento.

Por su parte, el precio de refinería en Chile (medido en US\$ por galón) se redujo en 12 por ciento, lo cual difiere del incremento de la refinería peruana (1 por ciento en dólares).

Debe indicarse que durante noviembre se redujo el margen del precio de refinería local respecto a las paridades teóricas publicadas por OSINERGMIN y por la SNMPE.

**Cuadro 43**  
**GASOHOL DE 90 OCTANOS**  
Comparación de Precios de Lista a nivel de Refinería<sup>1/</sup>

	Con precio OSINERGMIN (S/ por galón)			Con precio SNMPE (S/ por galón)			Con precio CIF (S/ por galón)			Con país de la región (US\$ por galón)		
	Refinería	Paridad <sup>2/</sup>	Dif. %	Refinería	Paridad	Dif. %	Refinería	CIF	Dif. %	Refinería	Chile <sup>3/</sup>	Dif. %
Set. 2018 (a)	7,31	7,22	1%	7,31	7,97	-8%	7,31	6,53	12%	2,21	2,20	0%
Nov. 2019 (b)	7,52	6,41	17%	7,52	7,18	5%	7,52	6,02	25%	2,23	1,94	15%
<b>Var. % (b)/(a)</b>	<b>3%</b>	<b>-11%</b>		<b>3%</b>	<b>-10%</b>		<b>3%</b>	<b>-8%</b>		<b>1%</b>	<b>-12%</b>	

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

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

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

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





### Tarifas Eléctricas

58. Las tarifas eléctricas para los usuarios regulados residenciales de Lima cubiertos por las distribuidoras Enel y Luz del Sur, con consumos entre 30 kW.h. y 100 kW.h., aumentaron 5,9 por ciento en 2019<sup>13</sup>. El segmento de generación tiene una participación de 51,8 por ciento en las tarifas; el de transmisión una de 24,6 por ciento, y el de distribución una de 23,6 por ciento. Dentro del segmento de transmisión, existen cargos adicionales que no financian líneas de transmisión y presentan una participación de 10,8 por ciento.

Al descomponer la variación de estas tarifas, se observa que las revisiones trimestrales del precio a nivel de generación (PNG) realizados por el OSINERGMIN contribuyen en 2,2 puntos porcentuales, mientras que la infraestructura nueva explica 1,8 puntos porcentuales y el tipo de cambio 1,3 puntos porcentuales.

En cuanto a la infraestructura nueva, el segmento de transmisión de las tarifas eléctricas aumentó al financiar a las unidades en base a recursos energéticos renovables (RER) Wayra I (eólica de 126 MW en Ica), Huaycoloro II (a biogás de 2,4 MW en el Callao), Angel I, II y III (hidroeléctricas de 19,9 MW cada una, en Puno), Her 1 (hidroeléctrica de 0,7 MW en Lima) y Carhuac (hidroeléctrica de 20 MW en Lima). El incremento también incorpora a las hidroeléctricas de Chancay de 19,2 MW y Rucuy de 20 MW, ambas en Lima, porque fueron inhabilitadas en 2017 por el Fenómeno El Niño, y recién fueron habilitadas en junio de 2019.

**Cuadro 44**  
**DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LAS TARIFAS ELÉCTRICAS**  
(En porcentajes)

COMPONENTES	2019
Infraestructura Nueva	1,6
- Recursos Energéticos Renovables (RER)	1,6
Infraestructura Existente*	0,2
- Líneas de transmisión	-0,1
- Reserva fría	-0,2
- Recursos Energéticos Renovables (RER)	1,2
- Nodo Energético del Sur	-0,7
- Otros cargos***	-0,1
Revisiones trimestrales del PNG	2,2
Valor Agregado de Distribución (mayo)	-0,4
Valor Agregado de Distribución (noviembre)	-0,1
Tipo de Cambio	1,3
Otros***	0,9
<b>TOTAL</b>	<b>5,9</b>

\* Cambios en los valores base en mayo.  
\*\* Se eliminó el cargo unitario por compensación de la confiabilidad en la cadena de suministro de la energía. Esto fue contrarrestado por el aumento del cargo del fondo de inclusión social energético (FISE).  
\*\*\*Factores de ajuste ingenieriles para los segmentos de generación, transmisión y distribución.

13 De acuerdo con datos del INEI, las tarifas aumentarían 7,8 por ciento en 2019. La diferencia se debe a que inicialmente las tarifas de diciembre de 2018 iban a ser más bajas, pero se emitió una normativa a inicios de 2019 que fue retroactiva y se eliminó dicha reducción.

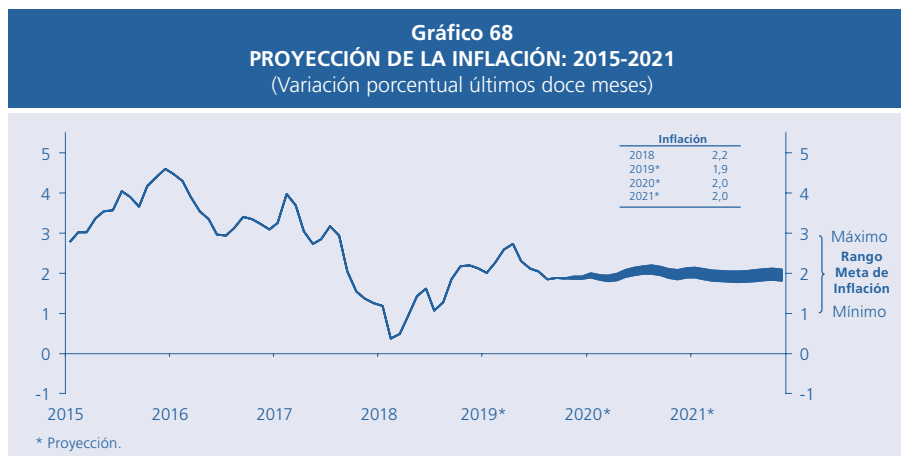


Por su parte, el tipo de cambio aumentó las tarifas eléctricas al ser un componente de los factores de actualización mensuales en los segmentos de generación, transmisión y distribución, así como un componente de ajustes trimestrales en el segmento de transmisión.

## Proyecciones

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

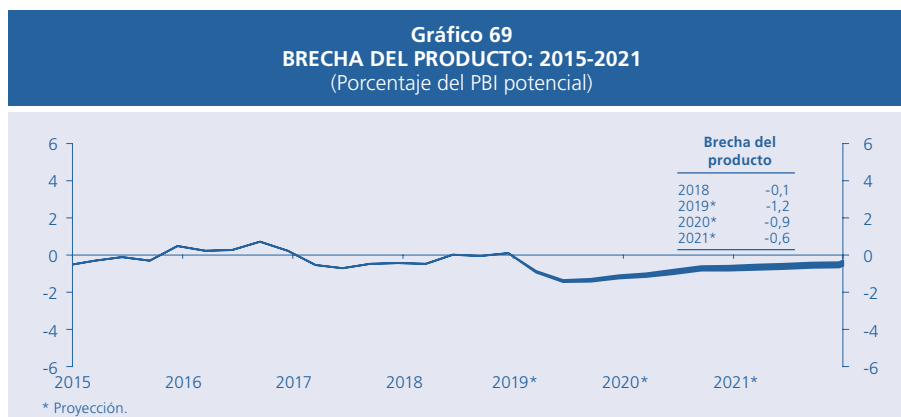
Con la información disponible se espera que durante el horizonte de proyección la inflación se mantenga alrededor del valor central del rango meta, debido principalmente a la convergencia de las expectativas de inflación, una inflación importada moderada y una brecha del producto negativa.



60. Para 2019 se espera un crecimiento del PBI menor a su potencial y una brecha del producto negativa, lo cual indica ausencia de presiones inflacionarias de demanda. Esta brecha negativa se explica por la menor demanda externa (se revisa a la baja el crecimiento de nuestros socios comerciales), una recuperación más lenta de la confianza empresarial y un menor impulso fiscal.

Para 2020 y 2021 se prevé una recuperación gradual de la brecha del producto, como correlato de una paulatina recuperación de la demanda externa y un impulso fiscal positivo.





61. Las expectativas de inflación calculadas en base a encuestas a empresas financieras y no financieras y a analistas económicos revelan tasas esperadas entre 2,0 y 2,2 por ciento para 2019, entre 2,2 y 2,4 por ciento para 2020, y entre 2,3 y 2,5 por ciento para 2021; manteniéndose dentro del rango meta. Se espera que estas expectativas vayan disminuyendo en la medida de que la inflación permanezca alrededor de 2 por ciento.



**Cuadro 45**  
**ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**  
(En porcentajes)

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

\* Encuesta realizada al 30 de noviembre.  
RI: Reporte de Inflación.

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

Se proyecta que los precios promedio de importación se reduzcan en 1,8 por ciento en 2019, principalmente por menores precios de *commodities* como el petróleo, trigo y soya y se incrementen en 0,4 y 1,5 por ciento en 2020 y 2021, respectivamente.

Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado muestran niveles entre S/ 3,36 y S/ 3,38 para el cierre de 2019, entre S/ 3,37 y S/ 3,40 para 2020, y entre S/ 3,35 y S/ 3,40 para 2021.

Cuadro 46 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO (Soles por US Dólar)			
	RI Jun. 19	RI Set. 19	RI Dic. 19*
<b>Sistema Financiero</b>			
2019	3,35	3,37	3,38
2020	3,35	3,35	3,37
2021			3,35
<b>Analistas Económicos</b>			
2019	3,35	3,40	3,36
2020	3,37	3,40	3,38
2021			3,37
<b>Empresas No Financieras</b>			
2019	3,35	3,35	3,37
2020	3,37	3,38	3,40
2021			3,40

\* Encuesta realizada al 30 de noviembre.  
RI: Reporte de Inflación.

Estos efectos contribuirían a que la inflación se mantenga en el centro del rango meta, a pesar que la brecha del producto se mantenga en valores negativos en el horizonte de proyección.

### Balance de riesgos de inflación

63. El balance de riesgos inflacionarios o deflacionarios de este Reporte mantiene un sesgo a la baja aunque de magnitud menor al presentado en setiembre. Se ha reducido el impacto esperado de una posible menor inflación por un crecimiento económico más débil.

- **Choques de demanda interna**

En el horizonte de proyección persisten los riesgos de una disminución de la ejecución del gasto privado y de la inversión pública, cuyo impacto sería un menor crecimiento económico y consecuentemente una brecha del producto más negativa.





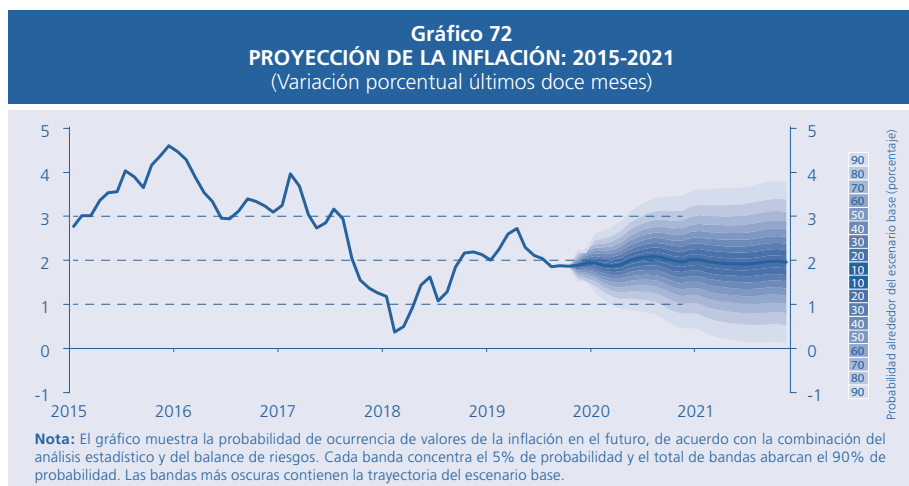
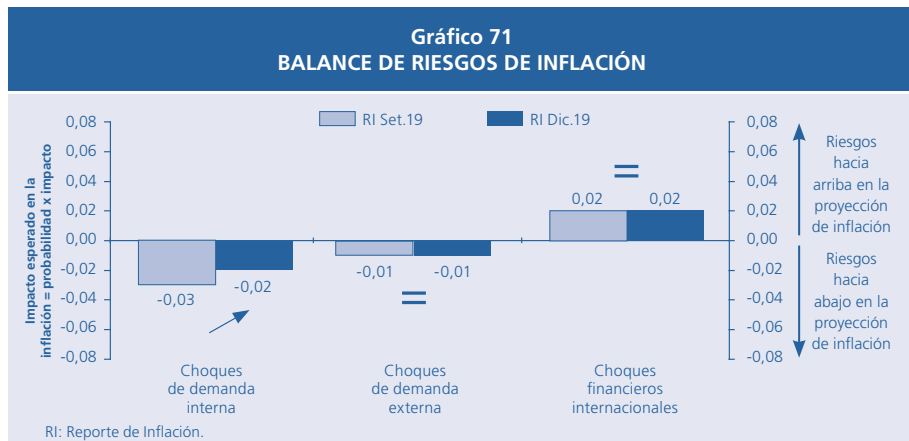
- **Choques de demanda externa**

La prolongación y agudización de la guerra comercial podrían afectar negativamente el crecimiento económico a través de un deterioro en los términos de intercambio y menor demanda externa por productos locales.

- **Choques financieros**

Parte de este riesgo se ha reducido debido a la respuesta expansiva de política monetaria en países desarrollados, pero persiste la posibilidad de una corrección abrupta en el precio de los activos en Estados Unidos, que produciría un incremento en el riesgo financiero global que se canalizaría hacia una mayor demanda por activos seguros. Esta mayor percepción de riesgo también afectaría a las economías emergentes produciendo una salida de capitales y un fortalecimiento del US dólar a nivel global.

Este fortalecimiento del US dólar presionaría al alza la inflación por un efecto de mayor inflación importada.



### Recuadro 6

#### RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y ACTIVIDAD ECONÓMICA EN EL CORTO PLAZO

La relación positiva de corto plazo entre la inflación y la actividad económica es conocida como la curva de Phillips. En este recuadro se reporta una actualización de la estimación de esta relación macroeconómica para el Perú utilizando una variedad de métodos de estimación. La magnitud de esta relación es medida por la pendiente de la curva de Phillips, que describe la relación entre las presiones de demanda agregada (que suelen medirse con la *brecha del producto*, es decir, la desviación del nivel de actividad productiva respecto de su nivel de largo plazo) y la inflación. La literatura empírica de la curva de Phillips suele considerarla como una relación entre la inflación de salarios y la brecha de desempleo<sup>14</sup>. En países avanzados donde la calidad de los datos del mercado laboral es alta, los estimados con brecha de desempleo son usuales. En países emergentes, donde existe informalidad laboral elevada, los estimados con brecha producto son comunes. Conocer la magnitud de la pendiente de la curva de Phillips es relevante para las acciones de política monetaria, pues durante períodos de elevada inflación que coinciden con incrementos importantes en la demanda agregada, un banco central que busca revertir la inflación hacia el rango meta debe tomar acciones compensatorias y preventivas de política monetaria, elevando su tasa de interés de corto plazo para mantener el control de la inflación e inducir un crecimiento económico sostenido.

De acuerdo con Carney<sup>15</sup> (2017), la elección de una política monetaria que implique escoger una relación inflación-producto óptima se ve afectada por la pendiente de la curva de Phillips. Específicamente, cuando la curva de Phillips es más “plana” (es decir, tiene una pendiente menor), un cambio en la brecha-producto ocasiona que la inflación reaccione menos, con lo que la volatilidad de la demanda agregada afecta menos a la volatilidad de la inflación. Por otro lado, el propio éxito de la política monetaria puede hacer más difícil identificar esta pendiente: cuando un banco central implementa su política monetaria de manera óptima, y compensa la inflación por demanda, las estimaciones econométricas reportarán una pendiente para la curva de Phillips pequeña. Es por ello que resulta importante utilizar una variedad de métodos de estimación y evaluar la robustez de los resultados.

Uno de los primeros estimados de la pendiente de la curva de Phillips durante el régimen de Metas Explícitas de Inflación en el Perú fue provisto por Salas (2010)<sup>16</sup> quien reporta que esta elasticidad es de 0,10. Winkelried (2013)<sup>17</sup> reporta un estimado de 0,16 para esta pendiente. En ambos casos la base de estimación fue el Modelo de Proyección Trimestral (MPT) del BCRP donde la curva de Phillips es una relación entre la inflación sin alimentos y energía y la brecha del producto:

14 Phillips, A. W., 1958.

15 Carney, M. (2017). Lambda. Bank of England; discurso brindado en el London School of Economics el lunes 16 de enero de 2017 y disponible en <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2017/lambda>.

16 Salas, J., (2010), Bayesian Estimation of a simple macroeconomic model for a small open economy and partially dollarized economy'. Serie Documentos de Trabajo, DT. 2010-007. BCRP.

17 Winkelried, D., (2013), Modelo de Proyección Trimestral del BCRP: Actualización y Novedades. Revista de Estudios Económicos, 26, 9-60.





### Curva de Phillips

$$\pi_t^{sae} = b_m [(c_m \pi_{t-1}^m + (1 - c_m)(\Delta s_{4t-1} + \pi_{t-1}^{4*} - \pi_{t-1}^m)] + (1 - b_m)[b_{sae} \pi_{t-1}^{sae} + (1 - b_{sae}) \pi_{t,t+4}^e] + b_y \hat{y}_t + \xi_t^{sae}$$

donde  $\pi_t^{sae}$  es la inflación sin alimentos y energía (tasa trimestral anualizada),  $\pi_{t,t+4}^e$  es una medida de inflación anual esperada,  $\pi_{t-1}^m$  es la inflación importada medida en soles,  $\Delta s_{4t-1}$  es la depreciación nominal,  $\pi_{t-1}^{4*}$  es la inflación externa expresada en dólares<sup>18</sup>,  $\hat{y}_t$  es la brecha producto.  $b_m$ ,  $b_{sae}$ ,  $b_y$  y  $c_m$  son coeficientes. El coeficiente de interés es  $b_y$ , que es la pendiente de la curva de Phillips.

Adicionalmente, Bigio y Salas (2006)<sup>19</sup> reportan cierta evidencia para el Perú de convexidad en la curva de Phillips: la pendiente pasa a ser más elevada cuando la brecha producto es extremadamente positiva.

Recientemente, los estimados han sido nuevamente revisados dada la aparente divergencia (desde 2014) entre inflación y actividad económica de corto plazo (contraria a una relación estable). Usando una variedad de métodos de estimación, cuatro estudios reportan que la pendiente de la curva de Phillips en efecto continúa siendo positiva: DMM BCRP (2019)<sup>20</sup>, Aquino (2019)<sup>21</sup>, Barrera (2019)<sup>22</sup> y Rojas (2019)<sup>23</sup>.

DMM BCRP (2019) ha reestimado el MPT mediante un enfoque bayesiano, el cual combina la información proveniente de (i) los datos de la muestra de estimación y (ii) las creencias y opiniones vertidas sobre las distribuciones *a priori*. Como resultado, se obtiene la distribución *a posteriori* de cada uno de los parámetros del MPT. Entre todos ellos destaca el coeficiente asociado a la pendiente de la curva de Phillips ( $b_y$ ). La reestimación muestra que el estimado de la media *a posteriori* de dicho parámetro se ha reducido con respecto al de Winkelried (2013) a 0,13. Este aplanamiento de la curva de Phillips indica que la inflación sin alimentos y energía es menos sensible a las presiones de demanda recogidas por la brecha del producto.

Aquino (2019) desarrolla una extensión del modelo de economía pequeña y abierta de Galí y Monacelli (2005)<sup>24</sup> que permite el uso de datos mensuales. La curva de Phillips resultante es

18 En esta especificación, siguiendo a Galí, J. y T. Monacelli (2005) y Winkelried (2013),  $\Delta s_{4t} + \pi_{t-1}^{4*} - \pi_{t-1}^m$  mide los desvíos de la ley de un solo precio. Es decir, refleja el cambio en los precios de las importaciones expresadas en soles relativo al precio doméstico. Notar que toda variable con "4" corresponde a una tasa interanual, o al promedio móvil simple de los últimos 4 trimestres de tasas trimestrales anualizadas.

19 Bigio, S. y Salas, J. 2006, Efectos no lineales de choques de política monetaria y de tipo de cambio real en economías parcialmente dolarizadas: un análisis empírico para el Perú. Serie Documentos de Trabajo, DT. 2006-008. BCRP.

20 DMM BCRP (2019). Estimados recientes del MPT realizado por el Departamento de Modelos Macroeconómicos del BCRP.

21 Aquino, J. C. (2019). The Small Open Economy New Keynesian Phillips Curve: Specification, Structural Change and Robustness. Mimeo.

22 Barrera, C. (2019). ¿Existe un tramo horizontal en nuestra 'curva' de Phillips? Perú 2005-2017. Mimeo.

23 Rojas, Y. (2019). Una exploración de la estabilidad de la curva de Phillips en el Perú. Mimeo

24 Galí, J. y T. Monacelli (2005). Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy. Review of Economic Studies, vol. 72(3), pages 707-734.

formulada en términos del componente doméstico de la inflación y la brecha del producto, a la cual se agrega los efectos de persistencia y de expectativas de los agentes. Se estima vía el Método Generalizado de Momentos con datos correspondientes al período de metas explícitas de inflación (enero 2002 – marzo 2019). Se reporta una pendiente de 0,07 con un intervalo de confianza de 0,02 y 0,12 al 10 por ciento de significancia.

Barrera (2019) utiliza la especificación de panel dinámico propuesta por Fitzgerald y Nicolini (2014)<sup>25</sup>, que permite identificar el parámetro de la pendiente (limpio del sesgo asociado al efecto compensatorio de las acciones óptimas de política). La pendiente estimada es de 1,56<sup>26</sup> y un intervalo con límites 0,45 y 2,66, que tiene la confianza de incluir el verdadero valor de dicha pendiente un 95 por ciento de las veces. El modelo lineal considera datos desagregados por regiones de inflación del IPC y desviaciones de la brecha del producto regional con respecto a la brecha agregada, logrando identificar el parámetro de la pendiente y obtener así un estimado relativamente mayor.

Rojas (2019) considera que la ecuación que determina la inflación tendencial por exclusión es similar a la especificación en Winkerlied (2013), aunque las elasticidades de la inflación respecto a sus determinantes son variantes en el tiempo, y siguen un proceso exógeno muy persistente. Se encuentra que la pendiente se ha mantenido casi inalterada en todo el período de estimación, 2000 – 2018, muy cerca de un valor promedio de 0,18.

Parte de las diferencias cuantitativas entre los estimados se explica por el uso de diferentes niveles de agregación para las medidas de inflación y brecha del producto, las diferentes frecuencias temporales de las variables, así como por la heterogeneidad de las estrategias de estimación y de las variables que se incluyen en la ecuación de Phillips. El siguiente cuadro muestra que los estimados comparables de la pendiente de la curva de Phillips en frecuencia trimestral se ubicarían entre 0,1 y 0,4, los cuales son el resultado de ajustar los estimados por un factor que captura diferencias en la escala relativa entre las volatilidades en los datos de la inflación por un lado, y de la brecha producto por otro lado, tomando como punto de referencia el estimado reciente en DMM BCRP (2019).

#### ESTIMADO RECIENTES DE LA PENDIENTE DE LA CURVA DE PHILLIPS

Estudio	Periodo (Nobs)	Frecuencia	Medida de Inflación y Brecha Producto	Coeficiente (Brecha-prod.)	
				Estimado	Reescalado al DMM BCRP 2019*
Aquino (2019) 2/	2002M1-2019M3 (189)	Mensual	IPC Doméstico, Brecha HP	0,074	0,33
DMM BCRP (2019) 1/	2002T1-2018T4 (68)	Trimestral	IPC SAE, Brecha NOB	0,13	0,13
Rojas (2019) 4/	2000T1-2018T4 (76)	Trimestral	IPC subyacente, Brecha NOB	0,18	0,35
Barrera (2019) 3/	2004A1-2017A1 (350)	Anual	IPC, Brecha FP	1,56	0,08

\* Cada estimado es ajustado por un factor de escala que depende de las volatilidades relativas de las diferentes medidas de inflación y brecha producto, en referencia al estimado trimestral de DMM BCRP (2019).

Método de estimación: 1/ Bayesiano 2/ Método Generalizado de Momentos. 3/ Panel Dinámico 4/ Filtro de Kalman.

25 Fitzgerald, T. y J.P. Nicolini (2014). Is There a Stable Relationship Between Unemployment and Future Inflation? Evidence from U.S. Cities, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 713 (mayo).

26 Un estimado mayor a 1 puede explicarse en parte por el método para obtener la brecha producto: el de la Función de Producción. Levy (2019) y Eijffinger y Qian (2016) usan este método y obtienen estimados de la pendiente de la curva de Phillips mayores a 1.



**Comparación con estimados para otros países**

El siguiente cuadro reporta los estimados recientes para Perú, así como para países principales de la región que usan metas de inflación. Cabe aclarar que en el caso de Brasil la medida de presiones de demanda es una brecha de la tasa de desempleo con respecto a su nivel de largo plazo, por lo que se espera un coeficiente negativo.

**COMPARATIVO DE ESTIMADOS PARA PERÚ Y OTROS PAÍSES**

Estudio	País	Periodo (Nobs)	Medida de Inflación y Brecha Producto 6/	Coeficiente (Brecha-prod.)	Otros determinantes			
					Expect. infla.	Infla. rezag.	Infla. import. nom.	Deprec.
<b>Datos Mensuales</b>								
Aquino (2019) 2/	Perú	2002M1-2019M3 (189)	IPC Doméstico, Brecha HP	0,0738*	X	X		
Ferreira et al. (2018) 2/	Brasil	2002M1-2012M12 (132)	IPC, Brecha HP	0.160	X	X		
			IPC, Desempleo HP	-0.750***	X	X		
Medel (2015) 2/	Chile	2001M5-2013M12 (152)	IPC, Brecha HP	0.265***		X	X	
		2000M5-2013M12 (164)	IPC sae, Brecha HP	0.065**		X		
Ramos (2008) 2/	México	1997M5-2007M7 (123)	IPC, Brecha HP	0.008*	X	X		
<b>Datos Trimestrales</b>								
Winkelried (2013) 1/	Perú	2002T1-2012T4 (44)	IPC, Brecha NOB	0.160***	X	X	X	
Rojas (2019) 4/	Perú	2000T1-2018T4 (76)	IPC subyacente, Brecha NOB	0.180 7/	X	X	X	
Lanau et al. (2018) 5/	Colombia	2002T1-2017T3 (63)	IPC, Brecha HP	0,098	X	X	X	X
			IPC subyacente, Brecha HP	0.044*	X	X	X	X
<b>Datos Anuales</b>								
Barrera (2019) 3/	Perú	2004A1-2017A1 (350)	IPC, Brecha FP	1.557***	X	X		X
Eijffinger et al. (2016) 5/	Australia	1977A1-2007A1 (31)	IPC subyacente, Brecha FP	1.450***		X		
	Canada	1977A1-2007A1 (31)	IPC subyacente, Brecha FP	1.210***		X		
	Suecia	1977A1-2007A1 (31)	IPC subyacente, Brecha FP	1.460***		X	X	

\*\*\* significativo al 1% ; \*\* significativo al 5% ; \* significativo al 10%.

Método de estimación: 1/ Estimación bayesiana 2/ Método Generalizado de Momentos. 3/ Panel Dinámico 4/ Filtro de Kalman 5/ Mínimos Cuadrados Generalizados.

6/ Tasa de crecimiento anualizada. IPC: Índice de precios al consumidor. IPC Doméstico: componente doméstico del IPC. IPC sae: IPC sin alimentos y energía.

6/ Brecha: Diferencia entre el PBI real y una medida de PBI potencial. Brecha NOB: PBI potencial computado como variable no observada. Brecha HP: PBI potencial computado como tendencia del Filtro Hodrick-Prescott. Brecha FP: PBI potencial computado por la función de producción. Desempleo HP: Brecha de la tasa de desempleo respecto a su tendencia Hodrick-Prescott.

7/ Se reporta el valor promedio de los estimados, que se modela como un parámetro cambiante en el tiempo, a lo largo del periodo muestral.

Los estimados de la pendiente de la curva de Phillips para otros países en la región que utilizan un esquema de metas de inflación muestran valores cercanos a los reportados para Perú. Esto implica que los costos de ajustar la inflación en Perú no son distintos a los de los países de la región que, al igual que Perú, han logrado mantener tasas de inflación bajas. De hecho, Perú es la economía con una de las tasas de inflación más bajas y la menos volátil desde 2001.



<b>TASA DE INFLACIÓN PROMEDIO: 2001-2018</b> (En porcentajes)		
	<b>Promedio</b>	<b>D.E.</b>
Brasil	6,4	2,5
Chile	3,2	2,1
Colombia	4,7	1,9
Ecuador	4,8	5,0
El Salvador	2,5	2,0
Guatemala	5,6	2,7
México	4,3	1,1
Panamá	2,7	2,3
Paraguay	6,2	3,5
Perú	2,6	1,7
Uruguay	8,6	4,6

D.E.: Desviación estándar.  
Fuente: WEO Oct.2018 (FMI), BCRP.



